

ISSN 2075-1990 (Print)
ISSN 2658-5332 (Online)

Финансовый журнал

Научно-практическое издание

Выходит 6 раз в год. Издаётся с июля 2009 г.

DOI: 10.31107/2075-1990-2024-2

Том 16

№ 2

2024

Главный редактор

В. С. Назаров

директор Научно-исследовательского финансового института
Министерства финансов Российской Федерации,
кандидат экономических наук

Учредитель и издатель

федеральное государственное бюджетное учреждение
«Научно-исследовательский финансовый институт
Министерства финансов Российской Федерации»

Адрес: Настасьинский пер., д. 3, стр. 2, Москва 125375, Россия

Тел. (495) 699-74-14

E-mail: mail@nifi.ru

Сайт: www.nifi.ru

ISSN 2075-1990 (Print), **ISSN 2658-5332** (Online).

Свидетельство о регистрации СМИ от 08.05.2019 ПИ № ФС77-75704, выдано Федеральной службой по надзору в сфере связи, информационных технологий и массовых коммуникаций (Роскомнадзор).

Издание включено:

- в Российский индекс научного цитирования (РИНЦ) с 2009 г.;
- в базу научного цитирования Russian Science Citation Index (RSCI);
- в Перечень рецензируемых научных изданий, в которых должны быть опубликованы основные научные результаты диссертаций на соискание ученой степени кандидата наук, на соискание ученой степени доктора наук;
- в Научную электронную библиотеку «КиберЛенинка»;
- в международный каталог периодических изданий Ulrich's Periodicals Directory;
- в международную базу научных журналов открытого доступа Open Academic Journals Index (OAJI);
- в международный каталог научных журналов открытого доступа Directory of Open Access Journals (DOAJ).

Тексты статей в открытом доступе размещаются:

- на официальном сайте журнала www.finjournal.ru;
- на портале Научной электронной библиотеки (НЭБ) eLIBRARY.RU;
- на портале Научной электронной библиотеки «КиберЛенинка»;
- в международной базе научных журналов открытого доступа Open Academic Journals Index (OAJI).

Статьи индексируются в международной базе данных Research Papers in Economics (RePEc) и в международном каталоге научных журналов открытого доступа Directory of Open Access Journals (DOAJ).

Все статьи проходят обязательное научное рецензирование и проверку на отсутствие элементов плагиата. Процедура рецензирования является анонимной и для рецензента, и для автора. Мнения авторов могут не совпадать с мнением редакции. Ответственность за достоверность материалов статьи несут авторы.

Статьям присваиваются цифровые идентификаторы объектов — DOI (Digital Object Identifier). Статьи публикуются БЕСПЛАТНО.



Издательская этика

Редакция, Редакционная коллегия и Издатель «Финансового журнала» руководствуются общепринятыми международными стандартами этики научных публикаций, разработанными и утвержденными Комитетом по этике научных публикаций (Committee on Publication Ethics — COPE) и прилагают все усилия для полного их соблюдения.

Редакционная коллегия

Назаров В. С., кандидат экономических наук, директор НИФИ Минфина России, главный редактор «Финансового журнала» (г. Москва)

Гурвич Е. Т., кандидат физико-математических наук, руководитель Экономической экспертной группы, член Общественного совета при Минфине России (г. Москва)

Дробышевский С. М., доктор экономических наук, доцент, директор по научной работе Института экономической политики им. Е. Т. Гайдара (г. Москва)

Кабир Л. С., доктор экономических наук, профессор, профессор РАН, главный научный сотрудник Центра международных финансов НИФИ Минфина России (г. Москва)

Климанов В. В., доктор экономических наук, доцент, директор Центра региональной политики Института прикладных экономических исследований РАНХиГС, директор Института реформирования общественных финансов (г. Москва)

Лаврикова Ю. Г., доктор экономических наук, доцент, директор Института экономики Уральского отделения РАН (г. Екатеринбург)

Малкина М. Ю., доктор экономических наук, профессор, профессор кафедры экономической теории и методологии, руководитель Центра макро и микроэкономики Нижегородского государственного университета им. Н.И. Лобачевского (г. Нижний Новгород)

Омельяновский В. В., доктор медицинских наук, профессор, генеральный директор Центра экспертизы и контроля качества медицинской помощи Минздрава России (г. Москва)

Пильник Н. П., кандидат экономических наук, доцент департамента прикладной экономики факультета экономических наук НИУ ВШЭ (г. Москва)

Пинская М. Р., доктор экономических наук, доцент, руководитель Центра налоговой политики НИФИ Минфина России (г. Москва)

Трунин П. В., доктор экономических наук, руководитель научного направления «Макроэкономика и финансы» Института экономической политики им. Е. Т. Гайдара (г. Москва)

Швандар К. В., доктор экономических наук, руководитель Центра перспективного финансового планирования, макроэкономического анализа и статистики финансов НИФИ Минфина России (г. Москва)

Financial Journal

ISSN 2075-1990 (Print)
ISSN 2658-5332 (Online)

Scientific and Practical Journal

The Journal is issued 6 times a year.
Published since July 2009.

DOI: 10.31107/2075-1990-2024-2

Vol. 16

No. 2

2024

Vladimir S. Nazarov. Editor in Chief

Director of the Financial Research Institute, Candidate of Economic Sciences

Founder and Publisher — Financial Research Institute

Address: 3, bldg. 2, Nastasyinsky Lane, Moscow 125375, Russian Federation

Phone: + 7 495 6997414

E-mail: mail@nifi.ru

Website: www.nifi.ru

Editorial Office Address:

3, bldg. 2, Nastasyinsky Lane, Moscow 125375, Russian Federation

Phone: + 7 495 6997683

E-mail: finjournal@gmail.com

Website: www.finjournal-nifi.ru

The Journal publishes studies on the following topics: public finance (budget system, inter-governmental relations, development and implementation of fiscal, monetary and tax policies etc.), financial markets, insurance, banking, accounting and auditing, financial control, statistics, macroeconomic modelling, and international finance.

The Journal is published mainly in Russian with English summaries and bibliographical information. All articles are assigned Digital Object Identifiers (DOIs). Articles are published for FREE.

All articles are reviewed. Decisions about the publishing of articles are based on a double-blind review process. Opinions of the authors may not coincide with the opinion of the publisher.

The Journal is issued 6 times a year (in February, April, June, August, October, and December).

The articles are publicly available on the Financial Journal website, www.finjournal-nifi.ru, on the Open Academic Journals Index (OAJI) and at the Scientific Electronic Library portal, www.elibrary.ru.

The Journal is included in Ulrich's Periodicals Directory.

Journal articles are indexed in the international database RePEc (Research Papers in Economics) and in the international catalog DOAJ (Directory of Open Access Journals).

Publishing Ethics

The Editorial Office, Editorial Board and Publisher of the Financial Journal are guided by generally accepted international standards for the ethics of scientific publications developed and approved by the Committee on Publication Ethics (COPE), and make every effort to fully comply with them.

Editorial Board

Vladimir S. Nazarov, Candidate of Economic Sciences, Director of the Financial Research Institute, Editor in Chief of the Financial Journal, (Moscow, Russian Federation)

Evsey T. Gurvich, Candidate of Physical and Mathematical Sciences, Head of Economic Expert Group, Member of the Public Council under the Ministry of Finance of the Russian Federation (Moscow, Russian Federation)

Sergey M. Drobyshevsky, Doctor of Economic Sciences, Academic Director at Gaidar Institute for Economic Policy (Moscow, Russian Federation)

Ludmila S. Kabir, Doctor of Economic Sciences, Professor of the Russian Academy of Sciences, Chief Research Associate at the Center for International Finance of the Financial Research Institute (Moscow, Russian Federation)

Vladimir V. Klimanov, Doctor of Economic Sciences, Docent, Director of the Regional Policy Center, Institute of Applied Economic Research, RANEP; Director of the Institute for Public Finance Reform (Moscow, Russian Federation)

Yuliya G. Lavrikova, Doctor of Economic Sciences, Docent, Director of the Institute of Economics of the Ural Branch at the Russian Academy of Sciences (Ekaterinburg, Russian Federation)

Marina Yu. Malkina, Doctor of Economic Sciences, Professor, Professor of the Department of Economic Theory and Methodology, Head of the Center for Macro and Microeconomics, Lobachevsky State University of Nizhni Novgorod (Nizhny Novgorod, Russian Federation)

Vitaly V. Omelyanovskiy, Doctor of Medical Sciences, Professor, Director General of the Center for Healthcare Quality Assessment and Control of the Ministry of Health of the Russian Federation (Moscow, Russian Federation)

Nikolay P. Pilnik, Candidate of Economic Sciences, Associate Professor of the Department of Applied Economics, Faculty of Economics Sciences, HSE University (Moscow, Russian Federation)

Milyausha R. Pinskaya, Doctor of Economic Sciences, Docent, Head of the Center for Tax Policy of the Financial Research Institute (Moscow, Russian Federation)

Pavel V. Trunin, Doctor of Economic Sciences, Head of the Macroeconomics and Finance Division at Gaidar Institute for Economic Policy (Moscow, Russian Federation)

Kristina V. Shvandar, Doctor of Economic Sciences, Head of the Advanced Financial Planning, Macroeconomic Analysis and Finance Statistics Center of the Financial Research Institute (Moscow, Russian Federation)



Содержание

Климатическое финансирование

Л. С. Кабир

Настройка климатического финансирования: итоги COP28 8

Фондовый рынок

М. Ю. Малкина, Д. Ю. Рогачев

Финансовое заражение российского фондового рынка
от европейского в период пандемии COVID-19 27

Платежные системы

А. В. Навой

Перспективы трансформации системы международных расчетов
в Российской Федерации на базе цифровых валют центральных банков 43

Государственный финансовый контроль

М. Э. Кеворкова

Перспективные подходы к оценке эффективности деятельности
органов государственного финансового контроля 59

ESG-финансы

Н. А. Хуторова

Практика использования ESG-подходов в сделках секьюритизации 72

А. О. Володина, М. Б. Траченко

Финансовые индикаторы динамики стоимости
ESG-ориентированных компаний Китая 88

Региональные финансы

М. В. Мильчаков

Бюджетно-финансовое положение субъектов Российской Федерации:
среднесрочные тенденции в региональном разрезе 104

Деньги: вопросы теории

Ю. В. Белоусов

Биткоин и формы денег: вопросы теории 126

Contents

Climate Financing

L.S. Kabir

Tuning Climate Finance: Outcomes of COP28 8

Stock Market

M.Yu. Malkina, D.Yu. Rogachev

Financial Contagion of the Russian Stock Market from the European
Stock Market During the COVID-19 Pandemic 27

Payment Systems

A.V. Navoy

Prospects for Transformation of the System of International Settlements
in the Russian Federation Based on Central Banks Digital Currencies 43

State Financial Control

M.E. Kevorkova

Prospective Approaches to Assessing the Efficiency
of the State Financial Control Bodies' Activities 59

ESG Finance

N.A. Khutorova

ESG Approaches in Securitization Transactions 72

A.O. Volodina, M.B. Trachenko

Financial Indicators of Value Dynamics
of ESG-oriented Companies in China 88

Regional Finances

M.V. Milchakov

Fiscal and Financial Situation of the Constituent Entities
of the Russian Federation: Medium-term Trends in the Regional Context 104

Money: Theoretical Issues

Yu.V. Belousov

Bitcoin and Forms of Money: Theoretical Issues 126

Настройка климатического финансирования: итоги COP28

Людмила Сергеевна Кабир

E-mail: lkabir@nifi.ru, ORCID: 0000-0002-0665-8992

Научно-исследовательский финансовый институт Минфина России,
г. Москва, Российская Федерация

Аннотация

Цель исследования — систематизировать основные направления дискуссии, развернувшейся на Конференции ООН по изменению климата (COP28) в ноябре–декабре 2023 г. (Дубай, ОАЭ), о необходимости реформирования финансового механизма климатической конвенции ООН. Актуальность этого исследования объясняется тем, что сегодня сформировались условия для активизации Российской Федерацией своего участия в дискуссии на международном уровне о целях и задачах климатического и устойчивого финансирования, поскольку в международном сообществе нарастает недовольство в отношении агрессивной политики развитых стран, пытающихся решить проблемы своего развития в том числе за счет искажения и подмены глобальной повестки, согласованной ранее большинством стран мира на платформе ООН.

Решение наблюдаемой сегодня проблемы организации как механизма климатического финансирования, так и механизма устойчивого финансирования можно найти, если рассматривать ее в контексте организации и функционирования Механизма по технологиям Рамочной конвенции ООН об изменении климата и Механизма содействия развитию технологий (Повестка 2030 ООН), не допуская вольного толкования документов ООН. Именно этот подход к проблеме позволит преодолеть сложности, связанные с некорректностью, спорным характером и дивергенцией понятий «климатическое финансирование» и «устойчивое финансирование» на уровне различных стран. Более того, при подобном подходе может быть значительно снижен накал дискуссии по следующим направлениям: защита ключевых отраслей экономики при реализации климатической политики; противодействие стремлению развитых стран переложить финансирование на страны — экспортеры углеводородов; нивелирование рисков, связанных с вольной интерпретацией положений Парижского соглашения.

Возврат климатического и устойчивого финансирования в контекст решаемых обществом задач технологической модернизации (как это изначально определено в документах ООН) позволит направить процесс перехода стран к новой устойчивой модели развития в первоначальное русло; избавиться от манипуляций и подмены понятий, используемых группой развитых стран; достичь консенсуса между всеми сторонами Конвенции.

Ключевые слова: климатическое финансирование, устойчивое финансирование, изменение климата, адаптация к изменению климата, источники финансирования, потоки финансирования, инструменты финансирования, устойчивое развитие

JEL: F53, F55, F65, F68, O44, Q48, Q54, Q58

Для цитирования: Кабир Л. С. Настройка климатического финансирования: итоги COP28 // Финансовый журнал. 2024. Т. 16. № 2. С. 8–26.

<https://doi.org/10.31107/2075-1990-2024-2-8-26>.

© Кабир Л. С., 2024

<https://doi.org/10.31107/2075-1990-2024-2-8-26>

Tuning Climate Finance: Outcomes of COP28

Liudmila S. Kabir

Financial Research Institute, Moscow, Russian Federation

lkabir@nifi.ru, <https://orcid.org/0000-0002-0665-8992>

Abstract

The purpose of the study is to systematize the main directions of the discussion that unfolded at the COP28 UN Climate Change Conference in Dubai in November-December 2023 on the need to reform the financial mechanism of the UN climate convention. The relevance of this study is based on the fact that today the conditions have been formed to intensify Russia's participation in the discussion at the international level on the goals and objectives of climate and sustainable finance, as there is growing dissatisfaction with the aggressive policy of developed countries trying to solve their development problems, including by distorting and replacing the global agenda previously agreed by the majority of the world's countries on the UN platform.

The main conclusion of the study is as follows. When considering the problems of organization of both the climate finance mechanism and the sustainable finance mechanism in the context of the organization and functioning of the Technology Mechanism (UNFCCC) and the Technology Facilitation Mechanism (UN 2030 Agenda), embedded in the current discussion on the need to reform the financial mechanism of the UN climate convention, many issues related to the incorrectness, inconsistency and divergence of these concepts at the level of different countries can be effectively addressed by the UNFCCC.

Returning the consideration of both climate and sustainable finance to the context of technological modernization tasks solved by society (as originally defined in the UN documents) will make it possible to return the process of transition of countries to a new sustainable development model to the original direction; to get rid of manipulations and substitution of concepts used by a group of developed countries; to reach consensus among all Parties to the Convention.

Keywords: climate finance, sustainable finance, climate change, climate change adaptation, sources of finance, finance flows, financing instruments, sustainable development

JEL: F53, F55, F65, F68, O44, Q48, Q54, Q58

For citation: Kabir L.S. (2024). Tuning Climate Finance: Outcomes of COP28. *Financial Journal*, 16 (2), 8–26 (In Russ.). <https://doi.org/10.31107/2075-1990-2024-2-8-26>.

© Kabir L.S., 2024

ВВЕДЕНИЕ

Новое направление современных исследований в области финансов — организация функционирования механизма климатического финансирования — является настолько же актуальным, насколько и дискуссионным. Острота проблемы и уровень дискуссии сегодня таковы, что в рамках подготовки ООН к Саммиту будущего, который состоится 22–23 сентября 2024 г., механизму климатического финансирования уделено большое внимание. В частности, в «Концептуальной записке Б: реформирование международной финансовой архитектуры»¹, подготовленной Генеральным секретарем ООН, в качестве главного аргумента, обосновывающего необходимость подобного реформирования, выдвигается непригодность существующей архитектуры мобилизовать «предсказуемое, долгосрочное

¹ Концептуальная записка Б для «Нашей общей повестки дня»: реформирование международной финансовой архитектуры / ООН, 2023. URL: <https://www.un.org/sites/un2.un.org/files/our-common-agenda-policy-brief-international-finance-architecture-ru.pdf>.

и масштабное финансирование для обеспечения инвестиций, необходимых для борьбы с климатическим кризисом и достижения целей в области устойчивого развития в интересах 8 млрд человек, живущих сегодня в мире»². Выделяется шесть областей реформирования международной финансовой архитектуры, а в числе вызовов (всего 17), преодоление которых необходимо обсудить на Саммите будущего, указаны следующие семь, непосредственным образом относящиеся к механизму финансирования устойчивого развития, элементом которого, собственно, и является механизм климатического финансирования:

1. Не обеспечено доступное финансирование инвестиций в достижение целей в области устойчивого развития.

2. Низкий по историческим меркам уровень кредитования многосторонними банками развития (далее также — МБР)³ инвестиционных проектов, поскольку акционеры не увеличивают размеры своих паев с учетом роста мировой экономики и потребностей инвестиций в устойчивое развитие.

3. Низкие суммы инвестиций, мобилизованных из частного сектора на цели устойчивого развития, что указывает на неэффективность действующей модели мобилизации частного капитала.

4. Отсутствие координации между многосторонними банками развития, а также ими и более широкой системой государственных банков развития в части вопросов финансирования развития.

5. Неэффективная политика многосторонних и государственных банков развития по распределению рисков в целях создания благоприятных условий для инвестиций в устойчивое развитие, а также неэффективные бизнес-модели мобилизации капитала.

6. Финансовые рынки не приведены в соответствие с целями в области устойчивого развития.

7. Не преодолены разногласия относительно того, как финансовым учреждениям следует адаптировать риски, возникающие в ходе учета факторов влияния бизнеса на изменение климата и других факторов, влияющих на достижение целей устойчивого развития.

И это тональность, в которой обсуждаются проблемы реформирования международной финансовой архитектуры на глобальном уровне.

Дискуссии, наблюдаемые сегодня в российском экспертном сообществе, показывают, что вызовы устойчивому развитию, выявленные на уровне международной финансовой системы и заключающиеся в ее невосприимчивости к климатическим рискам, проявляются и на национальном уровне. Например, исследования, проведенные Банком России и Российской экономической школой (РЭШ) [Иванова и др., 2022], подтвердили наличие условий реализации климатических рисков для долговой нагрузки корпоративного сектора. В ходе другого исследования [Леваков и др., 2023] была выявлена ограниченная способность Банка России к управлению теми климатическими рисками, которые могут представлять угрозу для национальной финансовой системы и банковского сектора.

Инструменты финансовой политики и банковского регулирования не могут быть эффективными в условиях рассогласованности экономической и климатической политики, поэтому в отдельное направление выделяются исследования, обосновывающие необходимость интеграции климатической политики в общую стратегию развития экономики [Решетников, 2023]. Одновременно с этим разрабатываются предложения, повышающие обоснованность конкретных мер климатической политики и позволяющие получить

² Концептуальная записка 6 для «Нашей общей повестки дня»: реформирование международной финансовой архитектуры / ООН, 2023. С. 2.

³ Многосторонний банк развития — финансовая организация, созданная двумя или более странами с целью поощрения экономического развития в этих странах или в более бедных странах. Иногда МБР именуются институтами развития. Цель этих организаций — предоставлять займы и гранты государствам-членам для финансирования проектов, поддерживающих социальное и экономическое развитие.

финансовую оценку как последствий реализации климатических рисков, так и размера финансовых средств для инвестиций в предотвращение событий, приводящих к реализации таких рисков [Порфирьев и др., 2023; Узьяков и др. 2023; Порфирьев и др., 2024].

На страницах «Финансового журнала» также идет активное обсуждение стратегических решений и мер климатической политики, актуальных для формирования стратегии и планов развития страны на долгосрочную и среднесрочную перспективу и имеющих финансовую оценку. Стоит отметить, например, дискуссию о подходах к формированию национальной стратегии организации и финансирования энергоперехода, состоявшуюся на страницах тематического выпуска в 2022 г. [Яковлев и др., 2022; Довбий, 2022; Мингалева, Сигова, 2022]; обсуждение моделей налогового стимулирования зеленых технологий [Чужмарова, Чужмаров, 2023]; оценку внедрения инструментов зеленого бюджетирования в процесс управления государственными финансами [Виноградова, 2023]. Не умаляя значимости теоретических исследований, отметим, что всегда очень интересно сопоставлять, как формируемая учеными идеальная модель реагирования на вызовы устойчивому развитию состыковывается с планами по преодолению этих вызовов, выстраиваемыми политиками и бизнесом. Анализ договоренностей, достигаемых странами в рамках международных координационных механизмов сотрудничества, среди которых главным в части формирования механизма климатического финансирования является Рамочная конвенция ООН об изменении климата (далее — РКИК ООН, Конвенция), позволяет увидеть основные тенденции и направления формирования этих планов.

НА ПУТИ К НОВОЙ МОДЕЛИ ЭКОНОМИКИ: ПРИОРИТЕТЫ COP28

Прошедшая в ОАЭ 28-я Конференция сторон Рамочной конвенции ООН об изменении климата (далее — COP28, Конференция) продемонстрировала новые форматы и новые подходы к организации дискуссии по глобальным проблемам развития⁴. Концентрируя внимание на способах достижения цели⁵, ради которой, собственно, и была создана РКИК ООН, страна — председатель COP28 предложила новые подходы к обсуждению вопросов приведения финансовых потоков в соответствие с траекторией развития, характеризующейся низким уровнем выбросов и сопротивляемостью к изменению климата. В связи с этим большой интерес представляет изучение решений COP28, имеющих отношение к организации и осуществлению финансирования проектов в области достижения цели климатической повестки. Системное представление мер и действий, которые намереваются предпринять страны в целях расширения климатического финансирования; статистика активности, проявленной странами в части поддержки декларируемых мер и действий, а также характеристика степени однородности позиций стран — членов отдельных региональных и/или внерегиональных объединений, являющихся одновременно сторонами Конференции, позволит лучше понять ключевые проблемы современного этапа реализации цели РКИК ООН и направление трансформации финансового механизма Конвенции⁶.

Повестка Конференции охватила 32 темы⁷ и определила 14 мероприятий, в рамках которых было развернуто обсуждение главных вопросов по перезапуску существующей модели экономики на новой технологической основе, характеризующейся сопротивляемостью к изменению климата и низким уровнем выбросов парниковых газов (см. табл. 1).

⁴ About COP28. URL: <https://www.cop28.com/en/about-cop28>.

⁵ «добиться... стабилизации концентрации парниковых газов в атмосфере на таком уровне, который не допускал бы опасного антропогенного воздействия на климатическую систему» / Рамочная конвенция Организации Объединенных Наций об изменении климата. Ст. 2 (Нью-Йорк, 9 мая 1992 г.).

⁶ Рамочная конвенция Организации Объединенных Наций об изменении климата. Ст. 11 (Нью-Йорк, 9 мая 1992 г.).

⁷ Thematic Program. URL: <https://www.cop28.com/en/schedule>.

Мероприятия и направления дискуссии в рамках COP28 по перезапуску существующей модели экономики на новой технологической основе

№	Мероприятие	Цель	Направление дискуссии	Адрес интернет-ресурса
1	Технологический механизм РКИК ООН (<i>UNFCCC Technology Mechanism</i>)	Ускорение процесса разработки и передачи новых технологий, обеспечивающих достижение целей РКИК ООН и Парижского соглашения	Технологический механизм	URL: https://www.cop28.com/en/technology-mechanism
2	Коалиция «Инновации в области климатических технологий» (<i>Innovate for Climate Tech</i>)	Содействие разработке и внедрению решений в области климатических технологий для их последующего распространения в странах Глобального Юга	Технологический механизм	URL: https://www.cop28.com/en/innovate-for-climate-tech
3	Проводник идей энергетического перехода (<i>Energy Transition Changemakers</i>)	Развитие сотрудничества частного сектора в реализации инновационных и масштабируемых проектов декарбонизации по всему миру. Демонстрация решений, помогающих обеспечить и ускорить энергетический переход	Технологический механизм	URL: https://www.cop28.com/en/energy-transition-changemakers
4	Акселератор климатических технологий NEX COP28 (<i>NEX COP28 Climate Tech Startup Acceleration</i>)	Внедрение климатических технологий, расширение новых каналов привлечения капитала и создание новых коммерческих возможностей для предпринимателей на ранних этапах их стартапов	Технологический механизм / Финансовый механизм	URL: https://www.cop28.com/en/nex
5	Климатический форум деловых людей и меценатов (<i>Business & Philanthropy Climate Forum (BPCF)</i>)	Популяризация решений в области достижения нулевых показателей выброса CO ₂ и природоохранных целей. Ускорение и усиление действий частного сектора в области климата и окружающей среды	Технологический механизм / Финансовый механизм	URL: https://www.cop28.com/en/bpcf
6	COP28 ОАЭ «ТехСпринт» (<i>COP28 UAE TechSprint</i>)	Поощрение финансовых инноваторов, реализующих инновационные технологические решения в области зеленых и устойчивых финансов	Финансовый механизм	URL: https://www.cop28.com/en/cop28-uae-techsprint
7	Локальный саммит по борьбе с изменением климата (<i>Local Climate Action Summit</i>)	Объединение локальных лидеров для совместного решения задач в области борьбы с изменением климата, активизация их действий в глобальном масштабе	Финансовый механизм	URL: https://www.cop28.com/en/lcas
8	Инициатива по зеленым инвестициям в Африке (<i>Africa Green Investment Initiative</i>)	Подготовка комплексных решений в области зеленого роста для заинтересованных правительств	Финансовый механизм	URL: https://www.cop28.com/en/african-green-investment
9	COP28 Климатический хаб для малого и среднего бизнеса стран Ближнего Востока и Северной Африки (<i>COP28 & SME Climate Hub for MENA</i>)	Обеспечение компаниям малого и среднего бизнеса доступа к информации, инструментам измерения и отчетности для восполнения пробелов в знаниях и ресурсах	Финансовый механизм	URL: https://www.cop28.com/en/cop28-mena-sme-climate-hub
10	COP28 Хартия по переходу к чистому нулю: мобилизация отчетности для частного сектора (<i>COP28 Net-Zero Transition Charter: Accountability Mobilization for The Private Sector</i>)	Мобилизация корпоративных обязательств и планов перехода к нулевому уровню выбросов на основе обеспечения их достоверности и отчетности	Финансовый механизм	URL: https://www.cop28.com/en/net-zero-accountability-charter
11	Программа «Международный молодежный климатический делегат» (<i>International Youth Climate Delegate</i>)	Расширение участия молодежи из недостаточно представленных групп* в разработке политики в области изменения климата	Популяризация	URL: https://www.cop28.com/en/youth-international-delegates

№	Мероприятие	Цель	Направление дискуссии	Адрес интернет-ресурса
12	Программа «Молодежные делегаты ОАЭ» (<i>UAE Youth Climate Delegates Program</i>)	Привлечение молодежи из ОАЭ к участию в принятии международных решений по климату и предоставление возможности стать лидерами в области реализации климатической политики	Популяризация	URL: https://www.cop28.com/en/youth-climate-delegates
13	Климатическая сеть университетов (<i>Universities Climate Network (UCN)</i>)	Вовлечение молодежи и представителей научных кругов, а также развитие сотрудничества образовательных организаций по обмену знаниями и программами в области изменения климата	Популяризация	URL: https://www.cop28.com/en/universities
14	«Молодежь в борьбе за климат» (<i>Youth Climate Champion (YCC)</i>)	Координация действий по мобилизации существенного вклада и результатов молодежной политики в процесс РКИК ООН	Популяризация	URL: https://www.cop28.com/en/cop28-uae-youth-climate-champion

* Страной – председателем COP28 было принято решение об отборе 100 делегатов для участия в программе «Международный молодежный климатический делегат», при этом в приоритете находятся кандидаты из стран, включенных в список наименее развитых государств, малых островных развивающихся государств, а также кандидаты, представляющие коренные народы, и другие группы меньшинств во всем мире.

Источник: составлено автором на основе информации, размещенной на официальном сайте COP28. URL: <https://www.cop28.com/>.

Целостное понимание значения COP28 формируется, если рассматривать его в рамках концепции устойчивого развития⁸, в соответствии с которой организовано управление международными процессами с платформы ООН со второй половины XX в. В рамках этой концепции достижение устойчивого развития предполагается через осуществление технологических преобразований, цель которых — модернизация традиционной модели экономики, переживающей сегодня череду кризисов, в направлении новой/устойчивой модели, получившей название зеленой экономики. Сама зеленая экономика рассматривается в рамках концепции устойчивого развития в качестве инструмента, управляющего трансформацией, и является по своей сути глобальным модернизационным проектом. Модернизация требует привлечения колоссальных ресурсов, которые по отдельности не могут быть аккумулированы за счет государственных бюджетов или бизнеса. Необходимо сформировать эффективную модель финансирования стратегических планов устойчивого (к наблюдаемым и к прогнозируемым изменениям климата) развития стран, сочетающую как государственное, так и рыночное финансирование.

Механизм, через который осуществляется воздействие на страны с целью их мотивации к осуществлению технологических преобразований, получил в формате РКИК ООН название «Механизм по технологиям»⁹. Позже ООН был сформирован «Механизм содействия развитию технологий», институционализированный Резолюцией ООН A/RES/70/1 «Преобразование нашего мира: Повестка дня в области устойчивого развития на период до 2030 года»¹⁰, принятой в 2015 г. Этот механизм призван поддержать технологические преобразования по широкому спектру проблем развития. Действия в целях преодоления угроз, связанных с изменением климата (для согласованного осуществления которых всеми странами мира и была, собственно, создана РКИК ООН), интегрированы в указанную

⁸ Концепт, который дает стране возможность решить накопленные проблемы развития и инструменты, которыми этого можно достичь.

⁹ Механизм по технологиям учрежден ст. 9 Рамочной конвенции Организации Объединенных Наций об изменении климата (Нью-Йорк, 9 мая 1992 г.), также обеспечивает реализацию Парижского соглашения (ст. 10).

¹⁰ См. п. 70 Резолюции. URL: <https://documents-dds-ny.un.org/doc/UNDOC/GEN/N15/291/92/PDF/N1529192.pdf?OpenElement>.

выше Резолюцию ООН в формате одной из 17 целей устойчивого развития (далее — ЦУР), а именно — ЦУР № 13. Парижское соглашение, также заключенное в 2015 г. странами — сторонами РКИК ООН, уточнило организационный механизм и финансовые планы, задача которых — обеспечить эффективное реагирование на срочную угрозу изменения климата на основе наилучших имеющихся знаний¹¹. Поэтому главным вектором дискуссий на полях COP28 стало обсуждение текущего состояния *механизма содействия созданию и распространению новых инновационных технологий* — технологий в области борьбы с изменением климата и адаптации к последствиям изменения климата, а также источников и инструментов финансирования этих новых технологий.

Другой примечательной особенностью COP28 было то, что страна-председатель объявила о запуске *трех инициатив*, которые, будучи направленными на решение разных задач, преследовали общую цель — стимулировать разработку и внедрение решений в области климатических технологий через развитие сотрудничества компаний частного сектора со всего мира, задействуя при этом инновационные технологические решения в области зеленых и устойчивых финансов. И еще одной примечательной особенностью COP28 стало то большое внимание, которое в рамках этой конференции было уделено роли и вкладу местных сообществ и молодого поколения в реализацию климатической повестки. Подробный анализ всех мероприятий COP28 представлен в исследовании, опубликованном ранее [Аносова, Кабир, 2023]. Здесь же приведем выводы, которые формулируются по итогам этих дискуссий.

По сути дела, COP28 продемонстрировала наличие сформированной платформы, объединяющей страны мира для обсуждения актуальных на текущий момент времени проблем *перезапуска существующей модели экономики с целью ее модернизации на новой технологической основе*, но только в одном из целевых направлений устойчивого развития — направлении, характеризующимся сопротивляемостью к изменению климата и низким уровнем выбросов.

Эта платформа имеет ясную логику, четкую организацию и охватывает следующие ключевые аспекты процесса технологической модернизации национальных экономик:

- стимулирование генерации технологических инноваций, масштабирование и распространение новых технологий (в том числе финансовых, поддерживающих инновационные технологические решения), координация и развитие сотрудничества на всех уровнях (направления дискуссии, помеченные в табл. 1 как «Технологический механизм» или «Технологический механизм / Финансовый механизм»);
- выстраивание согласованных регуляторных рамок по перенаправлению потоков финансирования из секторов экономики, генерирующих климатические риски, в новые (устойчивые/зеленые) секторы экономики (направления дискуссии, помеченные в табл. 1 как «Финансовый механизм»);
- вовлечение в процесс генерации и распространения инноваций самых активных членов общества (технологических инноваторов, меценатов, лидеров бизнеса, компании малого и среднего бизнеса, молодежь, локальных лидеров, университеты, местные сообщества) (направления дискуссии, помеченные в табл. 1 как «Популяризация»).

ФИНАНСОВЫЙ МЕХАНИЗМ: КОНЦЕНТРАЦИЯ РЕСУРСОВ ПО ВСЕМ НАПРАВЛЕНИЯМ

По итогам COP28 было принято десять деклараций. В девяти из них сформулированы меры, призванные высвободить финансирование и ускорить действия стран по достижению

¹¹ Парижское соглашение. URL: https://unfccc.int/files/meetings/paris_nov_2015/application/pdf/paris_agreement_russian_.pdf.

заявленных целей в области борьбы с изменением климата¹². Общее число мер достигло 58, а их распределение по декларациям раскрывается в табл. 2. Примечательно, что далеко не все страны одобрили все десять деклараций, принятых в рамках COP28; кроме того, число стран, одобрявших ту или иную декларацию, сильно различается. Например, декларацию COP28 ОАЭ «Об устойчивом сельском хозяйстве, устойчивых продовольственных системах и действиях по борьбе с изменением климата»¹³ одобрило наибольшее количество стран (159). В то же время декларацию COP28 ОАЭ «О глобальной рамочной программе финансирования мер по борьбе с изменением климата»¹⁴ одобрило всего 13 стран (наименьшее количество). Еще один факт: для трех деклараций количество одобрявших стран оказалось немного меньше, чем заявлено на главной странице официального сайта COP28¹⁵, а для одной декларации число подписантов оказалось больше заявленного на два субъекта за счет представителей зависимых территорий.

Таблица 2

Декларации COP28: активность стран и распределение мер, направленных на расширение источников финансирования

№	Декларация	Число подписантов	Количество мер
1	Декларация об устойчивом сельском хозяйстве, устойчивых продовольственных системах и действиях в области климата	159 стран*	6
2	Декларация о климате и здоровье	143 страны	7
3	Глобальное обязательство по возобновляемым источникам энергии и энергоэффективности	130 стран**	5
4	Декларация о климате, помощи, восстановлении и мире	82 страны 10 организаций	5
5	Гендерно ориентированный справедливый переход и партнерство по действиям в области климата	76 стран***	5
6	Коалиция за успешное многоуровневое партнерство по борьбе с изменением климата	71 страна	2
7	Обязательства по глобальному охлаждению	66 стран****	4
8	Декларация о намерениях / Декларация по водороду	37 стран	0
9	Декларация о климате, природе и людях	18 стран	2
10	Декларация лидеров о глобальной рамочной программе финансирования мер по борьбе с изменением климата	13 стран	22
	Итого	-	58

* Фактически представлены подписи 159 стран и двух зависимых территорий (Монтсеррат (Великобритания) и Виргинские острова (США)).

** Фактически представлены подписи 123 стран.

*** Фактически представлены подписи 68 стран.

**** Фактически представлены подписи 61 страны.

Источник: составлено автором на основе информации, размещенной на официальном сайте COP28. URL: <https://www.cop28.com/>.

Большой интерес представляет ответ на вопрос: какие действия, имеющие отношение к расширению источников и увеличению потоков финансирования в целях обеспечения

¹² COP28. Декларация о намерениях / COP28. Декларация по водороду (COP28. Declaration of Intent / COP28. Declaration on Hydrogen) посвящена согласованию позиций стран, ее одобрявших, в части следующих вопросов: разработка международных стандартов и сертификация возобновляемого и низкоуглеродного водорода и его производных; взаимное признание на основе механизма подтверждения углеродоемкости с соблюдением принципов товарности, прозрачности, надежности и устойчивости. URL: <https://www.cop28.com/en/cop28-uae-declaration-on-hydrogen-and-derivatives>.

¹³ <https://www.cop28.com/en/food-and-agriculture>.

¹⁴ https://www.cop28.com/en/climate_finance_framework.

¹⁵ <https://www.cop28.com/en/>.

адекватного реагирования на угрозу изменения климата, одобрили страны? Поскольку наибольшее число мер и инструментов содержит Декларация лидеров COP28 ОАЭ «О глобальной рамочной программе финансирования мер по борьбе с изменением климата», то приведем структуризацию всего комплекса одобренных мер в концепте, предложенном этой декларацией.

Усиление мобилизации внутренних ресурсов

Такое усиление предполагается в первую очередь за счет создания надежных политических рамок и финансовых стимулов для вовлечения внутренних сбережений и получения эффектов фискального стимулирования. Эта задача дополняется мерами, согласованными странами в рамках других деклараций.

В частности, *Коалиция COP28 ОАЭ «За успешное многоуровневое партнерство по борьбе с изменением климата»* обращает внимание на важность вовлечения всех уровней государственной власти и предлагает включать проекты регионов в национальные инвестиционные приоритеты климатического финансирования, а также создавать стимулы для государственных и частных финансовых учреждений к финансированию региональных климатических проектов.

В рамках *Декларации COP28 ОАЭ «О климате и здоровье»* одобрено решение о разработке стандартов закупок для национальных систем здравоохранения, включая цепочки поставок, мотивирующих к сокращению выбросов и отходов в секторе здравоохранения. Цель этого решения — стимулирование инвестиций из национальных бюджетов, от благотворительных организаций и частного сектора, что обеспечит расширение доступа субъектов системы здравоохранения к финансированию в области здравоохранения и климата. Кроме того, усилению мобилизации внутренних ресурсов (или мотивации к их мобилизации) должна способствовать интеграция климатического фактора в повестку задач здравоохранения. Поэтому странам предлагается:

1) интегрировать вопросы охраны здоровья в процессы Парижского соглашения и РККИ ООН;

2) включить вопросы здравоохранения при разработке: (а) следующего раунда определяемых на национальном уровне вкладов (ОНУВ (*NDC, Nationally determined contributions*)); (б) долгосрочных стратегий низкоуглеродного развития; (в) национальных планов адаптации.

Декларация COP28 ОАЭ «Об устойчивом сельском хозяйстве, устойчивых продовольственных системах и действиях в области климата» нацеливает страны на принятие добровольных обязательств по: 1) пересмотру политики государственной поддержки сельского хозяйства и продовольственных систем; 2) интеграции сельского хозяйства и продовольственных систем в национальные планы по адаптации, ОНУВ, долгосрочные стратегии; 3) оказанию финансовой и технической поддержки решениям, расширяющим масштабы деятельности и повышающим устойчивость сельского хозяйства и продовольственных систем; 4) формированию системы социальной защиты и страхования, программ школьного питания и государственных закупок.

Декларация COP28 ОАЭ «О гендерно ориентированном справедливом переходе и партнерстве по действиям в области климата» предлагает внедрять гендерно ориентированные бюджетирование, политику и планирование, чтобы расширить финансирование на цели содействия гендерно чувствительным действиям по борьбе с изменением климата, инициируемым на местном уровне. Обмен опытом и передовой практикой гендерно чувствительного планирования и составление бюджета также должны способствовать привлечению потенциала внутреннего финансирования.

Глобальное обязательство COP28 ОАЭ по кондиционированию воздуха обращает внимание на необходимость согласованных действий на всех уровнях государственной

власти, чтобы мобилизовать внутренние ресурсы. В частности, на национальном уровне должны быть: опубликованы планы действий; разработана или обновлена политика и руководство по государственным закупкам технологий и инновационных решений в области охлаждения воздуха с низким выбросом парниковых газов и высокой эффективностью; мотивированы субнациональные правительства и частный сектор на оказание содействия в реализации государственных планов и политики. В свою очередь, субнациональные правительства принимают на себя обязательство проводить государственные закупки технологий охлаждения воздуха с низким выбросом парниковых газов, высокой эффективностью и наименьшей стоимостью для применения в правительственных зданиях к 2030 г.

Декларация COP28 ОАЭ «О климате, природе и людях» видит перспективы мобилизации внутренних ресурсов для выстраивания национальных систем поощрения участия всего общества в синергическом планировании и реализации национальных планов и стратегий по климату.

Второе направление усиления мобилизации внутренних ресурсов — оказание технической помощи развивающимся странам со стороны развитых. Особенное внимание уделяется таким сферам, как устойчивое сельское хозяйство, возобновляемые источники энергии и энергоэффективность. Также техническая помощь рассматривается как действенный инструмент создания благоприятных условий для частных инвестиций.

Стимулирование частного финансирования

Такому стимулированию должны способствовать решения, приводящие к снижению стоимости капитала, а также регулирование макроэкономических и валютных рисков. Кроме общего контура, формируемого *Декларацией лидеров COP28 ОАЭ «О глобальной рамочной программе финансирования мер по борьбе с изменением климата»*, необходимо обратить внимание на приоритетные области, которые выделились в ходе работы COP28.

Например, в рамках действия *Глобального обязательства COP28 ОАЭ по возобновляемым источникам энергии и энергоэффективности* предполагается: 1) расширить финансовую поддержку программ по использованию ВИЭ и энергоэффективности на новых рынках и в развивающихся странах; 2) наладить сотрудничество в области доступных механизмов финансирования, обеспечивающих снижение стоимости капитала на развивающихся рынках; 3) выстроить четкую структуру рынка и схемы стимулирования и 4) совершенствовать регулирование в целях содействия инвестициям в ВИЭ и энергоэффективность.

Подписанты *Декларации COP28 ОАЭ «Об устойчивом сельском хозяйстве, устойчивых продовольственных системах и действиях в области климата»* одобряют действия по: 1) оказанию поддержки работникам сельского хозяйства и продовольственных систем, а также уязвимым слоям населения, чьи средства к существованию находятся под угрозой изменения климата и 2) созданию условий для расширения доступа ко всем формам финансирования адаптации и преобразования сельского хозяйства и продовольственных систем в ответ на изменение климата.

Декларация COP28 ОАЭ «О гендерно ориентированном справедливом переходе и партнерстве по действиям в области климата» нацеливает страны на содействие гендерно чувствительным инвестициям в проекты по борьбе с изменением климата и расширение доступа к финансированию для женщин в регионах, наиболее пострадавших от изменения климата. В то же время *Декларация COP28 ОАЭ «О климате, природе и людях»* ратует за увеличение финансирования и инвестиций в области климата из всех источников.

Реформирование международной финансовой архитектуры

В отдельный трек выделяется направление мобилизации ресурсов, которое в Декларации лидеров COP28 ОАЭ «О глобальной рамочной программе финансирования мер по борьбе с изменением климата» представлено в виде потоков, формируемых на международном уровне и направляемых в экономики развивающихся стран через институты и механизмы международной финансовой архитектуры. Это область взаимодействия сторон Конференции по организации финансирования (для страны, передающей ресурсы) или получения финансирования (для страны, получающей ресурсы) через международные финансовые организации и банки развития, задача которых — усилить меры по мобилизации внутренних ресурсов стран и стимулировать частное финансирование. В частности, сюда отнесены следующие области взаимодействия.

Во-первых, это *расширение источников льготного финансирования* (определяется как «Дополнительное», «недолговое», «инновационные механизмы»). Здесь предполагается реализация согласованных действий в следующих сферах: использование гибридного капитала; гарантии на основе политических решений; гарантии по портфелю кредитов многосторонних банков развития; глобальная благотворительность; перенаправление неэффективных субсидий; механизмы ценообразования и налогообложения.

Во-вторых, это *повышение финансовых возможностей*. Сюда включены следующие действия стран: широкое использование климатических долговых оговорок; рассмотрение возможности зачета странами-кредиторами обязательств в обмен на реализацию климатических проектов; добровольное перенаправление дополнительного выпуска СПЗ (специальные права заимствования) через специализированные фонды; докапитализация и использование возможностей механизмов финансирования на льготных условиях, предоставляемых Международной ассоциацией развития (МАР).

В-третьих, это *расширение каналов финансирования* со стороны многосторонних учреждений и повышение их надежности, которое влечет за собой создание более совершенных, крупных и эффективных МБР для упрощения доступа стран к климатическому финансированию. Цель договоренностей в этой сфере — формирование условий, когда у стран — доноров ресурсов, передаваемых через многосторонние учреждения и МБР, появятся стимулы к их передаче развивающимся странам, а финансирование будет осуществляться таким образом, чтобы мотивировать государства-реципиенты на проведение активной национальной климатической политики и увеличение внутреннего финансирования.

В этих целях страны согласовали следующие планы: принять амбициозные обязательства в части климатических действий; разработать внутренние рамки климатической политики, стратегии адаптации и соответствующие им обязательства для получения льготного финансирования; сформировать высоко интегрированные углеродные рынки.

В отношении МБР формулируется предложение по превращению их в более совершенные, крупные и эффективные организации, упрощающие доступ стран к климатическому финансированию. Для этого им необходимо: усовершенствовать операционные модели; повысить оперативность, доступность и увеличить финансовые возможности; интегрироваться в финансовые платформы стран; расширить сотрудничество с многосторонними фондами; раскрывать на регулярной основе прогнозы в отношении совокупного климатического финансирования и повышать его уровень.

Анализ дискуссии, развернувшейся на полях COP28 в отношении обеспечения доступного финансирования инвестиций в выполнение взятых странами климатических обязательств (с призывом повысить их амбициозность для достижения целей национальных стратегий адаптации), наглядно демонстрирует главную проблему современного этапа борьбы с изменением климата — *неспособность международной системы обеспечить достаточные объемы финансирования программ и действий* в этой сфере, которая наблюдается по всем направлениям мобилизации: 1) аккумуляция бюджетных ресурсов;

2) финансирование частного сектора; 3) кредитование со стороны МБР. В результате возникают сомнения в эффективности действующей модели мобилизации капитала. Косвенным подтверждением этого служит уже упоминавшийся выше факт — декларацию COP28 ОАЭ «О глобальной рамочной программе финансирования мер по борьбе с изменением климата» одобрило наименьшее количество стран (13).

Предлагаемые в рамках деклараций COP28 меры направлены на преодоление выявленной проблемы. Новизна обсуждаемых решений заключается в том, что *увеличить масштабы климатического финансирования планируется за счет обеспечения его согласованности и направленности на решение накопленных проблем социально-экономического развития стран*. Речь идет о мерах по смягчению последствий изменения климата, которые консолидируются и оптимизируются на основе подходов, обеспечивающих: 1) стабильность продовольственных систем — одобрило 159 стран; 2) защиту прав человека (системы здравоохранения — одобрило 143 страны, дешевая и доступная энергия — одобрило 130 стран) и учитывающих гендерные аспекты (соответствующую декларацию одобрило 76 стран).

Пока что это новый формирующийся тренд, но в случае его закрепления можно будет вести речь о серьезном прорыве в климатической политике — переходе от технократического подхода к определению финальной цели (стабилизировать концентрацию парниковых газов в атмосфере на уровне, не допускающем опасного антропогенного воздействия на климатическую систему) к гуманистическому (обеспечить справедливый доступ к устойчивому развитию и ликвидацию нищеты). В этом случае у стран появляются новые возможности, новые области взаимодействия и больше взаимопонимания в отношении способов достижения консенсуса при реализации глобальной климатической повестки.

ПРИОРИТЕТЫ ФИНАНСИРОВАНИЯ КЛИМАТИЧЕСКОЙ ПОВЕСТКИ: В ОБЪЕКТИВЕ — ОБЪЕДИНЕНИЯ СТРАН

Еще один интересный аспект анализа — изучение степени однородности позиций стран — членов отдельных региональных и/или внерегиональных объединений, являющихся одновременно сторонами Конференции. В этом контексте большой интерес представляет «Группа двадцати». Этот многосторонний институт признается сегодня в качестве субъекта, определяющего ключевые направления развития глобальных процессов, в том числе и в области климатической политики и зеленой экономики.

Детальная информация о составе мер, направленных на расширение источников финансирования технологий в области борьбы с изменением климата и адаптации к последствиям изменения климата, которые были одобрены странами — членами «Группы двадцати», представлена в Приложении 1. Приложение 2 раскрывает активность стран в части поддержки решений COP28 и их соответствие национальным приоритетам. Большинство стран «Группы двадцати» связывают климатическую повестку с одновременным обеспечением климатически устойчивого развития сельского хозяйства и продовольственных систем (17 из 20), систем здравоохранения (16 из 20), энергетического комплекса (13). Более половины (11) признают важным потенциал многоуровневого партнерства для мобилизации внутренних ресурсов. Интересный факт: несмотря на то что группу составляют наиболее развитые страны, а также развивающиеся страны, демонстрирующие высокие перспективы роста и развития, *Глобальную рамочную программу финансирования мер по борьбе с изменением климата* одобрило только пять из 20 стран — членов группы (то есть четверть).

Обратим внимание, что задача рамочной программы — обеспечить абсолютное сокращение выбросов в масштабах всей экономики при помощи *сформированного справедливого механизма финансирования этого сокращения и передачи технологий от развитых стран к развивающимся*. Поэтому столь низкая активность стран еще

раз подтверждает предположение, что текущий финансовый механизм не устраивает не только развивающиеся страны, но и большинство развитых стран.

Лидеры мировой экономики при выстраивании национальных климатических стратегий осторожно принимают на себя финансовые обязательства, определяемые общими рамками климатической политики, реализация которых к тому же затруднена кризисом международной финансовой архитектуры¹⁶, добавляя дополнительные аргументы для доказательства неэффективности действующей модели мобилизации капитала. Но они с гораздо большим энтузиазмом готовы финансировать технологический переход в отдельных секторах экономики, когда снижение выбросов увязывается с социальными эффектами (продовольственная безопасность, ликвидация голода, ликвидация бедности, снижение смертности, справедливый доступ к устойчивому развитию).

Еще две группы стран, анализ распределения позиций в которых также представляет для нас интерес, — это БРИКС+ и СНГ, активным участником которых является Российская Федерация (см. табл. 3 и 4).

Таблица 3

Приоритеты финансирования: БРИКС+

Декларация	ОАЭ	Бразилия	Эфиопия	Китай	Египет	Россия	Индия	Иран	Саудовская Аравия	ЮАР	ИТОГО
Декларация об устойчивом сельском хозяйстве, устойчивых продовольственных системах и действиях в области климата	+	+	+	+	+	+					6
Декларация о климате и здоровье	+	+	+	+	+			+			6
Декларация о климате, природе и людях	+	+		+	+						4
Декларация о климате, помощи, восстановлению и мире	+		+	+	+						4
Глобальное обязательство по кондиционированию воздуха	+	+	+								3
Коалиция за успешное многоуровневое партнерство (CHAMP) по борьбе с изменением климата	+	+	+								3
Глобальное обязательство по возобновляемым источникам энергии и энергоэффективности	+	+	+								3
Гендерно ориентированный справедливый переход и партнерство по действиям в области климата	+			+							2
Декларация лидеров о глобальной рамочной программе финансирования мер по борьбе с изменением климата	+						+				2
ВСЕГО	9	6	6	5	4	1	1	1	0	0	

Примечание: + означает, что страна является подписантом соответствующей декларации.

Источник: составлено автором на основе информации, размещенной на официальном сайте COP28. URL: <https://www.cop28.com/>.

В формате БРИКС+ также наибольший интерес со стороны стран-участниц вызывают те договоренности в области борьбы с изменением климата, которые связывают климатическую повестку с одновременным обеспечением климатически устойчивого развития сельского хозяйства и продовольственных систем, а также систем здравоохранения. Соответствующие декларации одобрили шесть из десяти стран. Глобальную рамочную программу финансирования мер по борьбе с изменением климата одобрили только две из десяти стран — членов БРИКС+ (пятая часть), а именно: Индия, которая одобрила только эту программу и ничего более, и ОАЭ — страна-председатель COP28, которая подписала все предложенные в рамках Конференции декларации.

¹⁶ Концептуальная записка 6 для «Нашей общей повестки дня»: реформирование международной финансовой архитектуры / ООН, 2023.

Существенны различия в активности стран — членов БРИКС+. Пять из них находятся на отрицательном полюсе (две не одобрили ни одной декларации, а три одобрили только одну декларацию). Одна страна (председатель COP28) одобрила все девять рассмотренных деклараций. Остальные четыре страны одобрили около половины предложенных COP28 деклараций.

Страны СНГ продемонстрировали схожее с рассмотренными выше группами стран распределение поддержки договоренностей в рамках COP28. Они также видят перспективы реализации климатической повестки во взаимосвязи с обеспечением климатически устойчивого развития сельского хозяйства и продовольственных систем (10 из 11 стран), систем здравоохранения и энергетического комплекса (7 из 11 стран). Более половины стран — членов Союза (6 из 11) также признают значимую роль субфедерального уровня в реализации климатической повестки и поддерживают целесообразность включения региональных планов в систему национальных приоритетов с одновременным обеспечением государственного финансирования. Глобальную рамочную программу финансирования мер по борьбе с изменением климата не поддержала ни одна из стран — членов СНГ, равно как и широкие формулировки Декларации о климате, природе и людях.

Наибольшее число деклараций (7 из рассмотренных 9) поддержали такие страны — члены СНГ, как Армения и Киргизия. Россия, Беларусь и Узбекистан поддержали по одной декларации.

Таблица 4

Приоритеты финансирования: СНГ

Декларация	Армения	Киргизия	Азербайджан	Украина	Молдова	Таджикистан	Туркменистан	Казахстан	Узбекистан	Россия	Беларусь	ИТОГО
Декларация об устойчивом сельском хозяйстве, устойчивых продовольственных системах и действиях в области климата	+	+	+	+	+	+	+	+		+	+	10
Декларация о климате и здоровье	+	+	+	+	+	+	+					7
Глобальное обязательство по возобновляемым источникам энергии и энергоэффективности	+	+	+	+	+	+			+			7
Коалиция за успешное многоуровневое партнерство (CHAMP) по борьбе с изменением климата	+	+	+	+	+		+					6
Гендерно ориентированный справедливый переход и партнерство по действиям в области климата	+	+	+	+	+							5
Декларация о климате, помощи, восстановлении и мире	+	+	+	+	+							5
Глобальное обязательство по кондиционированию воздуха	+	+						+				3
Декларация о климате, природе и людях												0
Декларация лидеров о глобальной рамочной программе финансирования мер по борьбе с изменением климата												0
ВСЕГО	7	7	6	6	6	3	3	2	1	1	1	

Примечание: + означает, что страна является подписантом соответствующей декларации.

Источник: составлено автором на основе информации, размещенной на официальном сайте COP28. URL: <https://www.cop28.com/>.

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

Подводя итоги COP28, отметим те главные направления перенастройки климатического финансирования, по которым сегодня наблюдается активная дискуссия стран.

Во-первых, расширяется инновационно-технологический вектор совместных действий стран и растет значимость этого направления, что нельзя не отметить как положительный результат Конференции. Возвращение климатического финансирования в контекст

решаемых обществом задач технологической модернизации (как это изначально определено в документах ООН) позволит вернуть процесс перехода стран к новой устойчивой модели развития в первоначальное русло; избавиться от манипуляций и подмены понятий, используемых отдельными странами; достичь консенсуса между всеми сторонами Конвенции.

Во-вторых, формируется объективная необходимость широкой дискуссии о реформировании финансового механизма Конвенции, поскольку подавляющее большинство сторон Конференции не подписало *Глобальную рамочную программу финансирования мер по борьбе с изменением климата*, тем самым выразив недоверие к справедливости действующей модели мобилизации капитала и сомнение в отношении ее эффективности, а также несогласие с действующими правилами глобального регулирования финансирования климатической повестки.

В-третьих, несмотря на то что не было найдено решения главной проблемы, ради преодоления которой и создавалась РКИК ООН, — неспособности существующей международной финансовой системы обеспечить увеличение недорогого и долгосрочного финансирования программ по достижению целей борьбы с изменением климата, в ходе дискуссии выделались «узловые» темы, которые могут выступить и в роли мотива, объединяющего страны, и в роли катализатора совместных усилий.

Но самым важным итогом COP28 является то, что она способствовала дальнейшей популяризации действий в области организации технологической модернизации, повышению обоснованности создаваемых рамок и перспективных моделей регулирования этой модернизации, а также придала более четкие очертания новому тренду — расширению потенциала климатического финансирования при условии обеспечения его согласованности с мерами по решению накопленных проблем социально-экономического развития стран.

Еще один очень важный вывод заключается в том, что сегодня сформировались условия для активизации дискуссии о климатическом финансировании. Нарастает недовольство в отношении агрессивной политики развитых стран, пытающихся решить проблемы своего развития в том числе и за счет искажения и подмены глобальной повестки, согласованной ранее большинством стран мира на платформе ООН. Складываются благоприятные условия для обсуждения вопроса о пересмотре действующих и признаваемых неэффективными принципов организации климатического финансирования и его понятийной базы. Смогут ли страны воспользоваться этими возможностями, покажет COP29, которая запланирована на 11–22 ноября в Баку (Азербайджан).

Список источников

1. Аносова Л. А., Кабир Л. С. Инструменты финансирования углеродной нейтральности: решения COP28 // Ученые записки Международного банковского института. 2023. № 4 (46). С. 7–20.
2. Виноградова Т. И. Инструментарий зеленого бюджетирования и практический опыт его использования // Финансовый журнал. 2023. Т. 15. № 4. С. 82–97. <https://doi.org/10.31107/2075-1990-2023-4-82-97>.
3. Довбий И. П. Финансовые и экономические условия энергоперехода для национальной экономики // Финансовый журнал. 2022. Т. 14. № 5. С. 25–42. <https://doi.org/10.31107/2075-1990-2022-5-25-42>.
4. Иванова Н., Пенникас Г., Попова С., Синяков А., Турдыева Н. Обзор семинара Банка России и РЭШ «Переход к низкоуглеродной экономике: издержки и риски для финансового сектора» // Деньги и кредит. 2022. Т. 81. № 3. С. 89–106.
5. Леваков П. А., Баринаева В. А., Полбин А. В. Климатические риски и финансовая стабильность: роль центральных банков и выводы для России // Вестник международных организаций. 2023. Т. 18. № 1. С. 204–231. <https://doi.org/10.17323/1996-7845-2023-01-09>.
6. Мингалева Ж. А., Сигова М. В. Финансовые аспекты реализации четвертого энергоперехода // Финансовый журнал. 2022. Т. 14. № 5. С. 43–58. <https://doi.org/10.31107/2075-1990-2022-5-43-58>.

7. Порфирьев Б. Н., Актентьева Е. М., Елисеев Д. О. и др. Методические подходы к оценке возможного ущерба экономическим системам от климатических изменений // Проблемы прогнозирования. 2024. № 1 (202). С. 67–80. <https://doi.org/10.47711/0868-6351-202-67-80>.
8. Порфирьев Б. Н., Терентьев Н. Е., Зинченко Ю. В. Планирование адаптации к изменениям климата: мировой опыт и возможности для устойчивого социально-экономического развития России // Проблемы прогнозирования. 2023. № 2 (197). С. 154–168. <https://doi.org/10.47711/0868-6351-197-154-168>.
9. Решетников М. Г. Климатическая политика в России: наука, технологии, экономика // Проблемы прогнозирования. 2023. № 6 (201). С. 6–10. <https://doi.org/10.47711/0868-6351-201-6-10>.
10. Узьяков М. Н., Колпаков А. Ю., Порфирьев Б. Н. и др. Материалоемкость и энергоемкость глобальной углеродной нейтральности // Проблемы прогнозирования. 2023. № 3 (198). С. 80–89. <https://doi.org/10.47711/0868-6351-198-80-89>.
11. Чужмарова С. И., Чужмаров А. И. Налоговое стимулирование инвестиций в зеленые технологии: опыт отдельных стран // Финансовый журнал. 2023. Т. 15. № 2. С. 74–89. <https://doi.org/10.31107/2075-1990-2023-2-74-89>.
12. Яковлев И. А., Кабир Л. С., Никулина С. И. Национальная стратегия финансирования энергоперехода: оценка возможностей и поиск решений // Финансовый журнал. 2022. Т. 14. № 5. С. 9–24. <https://doi.org/10.31107/2075-1990-2022-5-9-24>.

References

1. Anosova L.A., Kabir L.S. (2023). Carbon Neutral Financing Tools: COP28 Solutions. *Uchenye zapiski Mezhdunarodnogo bankovskogo instituta – Proceedings of the International Banking Institute*, 4 (46), 7–20 (In Russ.).
2. Chuzhmarova S.I., Chuzhmarov A.I. (2023). Tax Incentives for Investments in Green Technologies: Experiences of Selected Countries. *Financial Journal*, 15 (2), 74–89 (In Russ.). <https://doi.org/10.31107/2075-1990-2023-2-74-89>.
3. Dovbiy I.P. (2022). Financial and Economic Conditions of the Energy Transition for the National Economy. *Financial Journal*, 14 (5), 25–42 (In Russ.). <https://doi.org/10.31107/2075-1990-2022-5-25-42>.
4. Ivanova N., Penikas H., Popova S., Sinyakov A., Turdyeva N. (2022). Review of the Bank of Russia – NES Workshop “Transition to a Low-Carbon Economy: Costs and Risks for the Financial Sector”. *Russian Journal of Money and Finance*, 81 (3), 89–106 (In Russ.).
5. Levakov P., Barinova V., Polbin A. (2023). Climate Risks and Financial Stability: The Role of Central Banks and Implications for Russia. *International Organisations Research Journal*, 18 (1), 204–231. <https://doi.org/10.17323/1996-7845-2023-01-09>.
6. Mingaleva Zh.A., Sigova M.V. (2022). Financial Aspects of the Implementation of the Fourth Energy Transition. *Financial Journal*, 14 (5), 43–58 (In Russ.). <https://doi.org/10.31107/2075-1990-2022-5-43-58>.
7. Porfiriev B.N., Akent'eva E.M., Eliseev D.O. et al. (2024). Methodological Approaches to Assessing Possible Damage to Economic Systems from Climate Change. *Studies on Russian Economic Development*, 35 (1), 44–53 (In Russ.). <https://doi.org/10.1134/S1075700724010143>.
8. Porfiriev B.N., Terent'ev N.E., Zinchenko Yu.V. (2023). Planning for Adaptation to Climate Change: World Experience and Opportunities for Sustainable Social and Economic Development in Russia. *Studies on Russian Economic Development*, 34 (2), 263–273 (In Russ.). <https://doi.org/10.1134/S1075700723020119>.
9. Reshetnikov M.G. (2023). Climate Policy in Russia: Science, Technology, Economy. *Studies on Russian Economic Development*, 34 (6), 725–727 (In Russ.). <https://doi.org/10.1134/S1075700723060126>.
10. Uzyakov M.N., Kolpakov A.Yu., Porfiriev B.N. et al. (2023). Materials and Energy Intensity of the Global Carbon Neutrality. *Studies on Russian Economic Development*, 34 (3), 335–341 (In Russ.). <https://doi.org/10.1134/S1075700723030164>.
11. Vinogradova T.I. (2023). Green Budgeting Tools and Practice. *Financial Journal*, 15 (4), 82–97 (In Russ.). <https://doi.org/10.31107/2075-1990-2023-4-82-97>.
12. Yakovlev I.A., Kabir L.S., Nikulina S.I. (2022). The National Strategy for Financing the Energy Transition: Assessing Opportunities and Finding Solutions. *Financial Journal*, 14 (5), 9–24 (In Russ.). <https://doi.org/10.31107/2075-1990-2022-5-9-24>.

Инструменты финансирования, а также меры, направленные на расширение источников и увеличение потока финансирования

МЕРЫ И ИНСТРУМЕНТЫ
<p style="text-align: center;">Коалиция за успешное многоуровневое партнерство (СНАМР) по борьбе с изменением климата</p> <p>— Включать проекты регионов в национальные инвестиционные приоритеты климатического финансирования. — Стимулировать государственные и частные финансовые учреждения к предоставлению финансирования региональным климатическим проектам.</p>
<p style="text-align: center;">Декларация лидеров о глобальной рамочной программе финансирования мер по борьбе с изменением климата</p> <p><i>Расширение финансовых возможностей:</i></p> <ul style="list-style-type: none"> — широкое использование климатических долговых оговорок; — рассмотрение возможности зачета странами-кредиторами обязательств в обмен на реализацию климатических проектов; — добровольное перенаправление дополнительного выпуска СПЗ (специальные права заимствования (МВФ)) через специализированные фонды; — докапитализация и использование возможностей механизмов финансирования на льготных условиях, предоставляемых МАР. <p><i>Расширение источников льготного финансирования (определяется как «дополнительное», «недолговое», «инновационные механизмы»):</i></p> <ul style="list-style-type: none"> — использование гибридного капитала; — гарантии на основе политических решений; — гарантии по портфелю кредитов МБР; — глобальная благотворительность; — перенаправление неэффективных субсидий; — механизмы ценообразования и налогообложения. <p><i>Расширение каналов финансирования со стороны многосторонних учреждений и повышение их надежности:</i></p> <ul style="list-style-type: none"> — принятие страной амбициозных обязательств в части климатических действий; — разработка внутренних рамок климатической политики, стратегии адаптации и соответствующих обязательств для получения льготного финансирования. <p><i>Создание более совершенных, крупных и эффективных МБР для упрощения доступа стран к климатическому финансированию:</i></p> <ul style="list-style-type: none"> — совершенствование операционных моделей, повышение оперативности, доступности и увеличение финансовых возможностей МБР; — интеграция МБР в финансовые платформы стран; — расширение сотрудничества МБР с многосторонними фондами; — раскрытие МБР на регулярной основе прогнозов в отношении их совокупного климатического финансирования и повышения их амбициозности. <p><i>Усиление мобилизации внутренних ресурсов:</i></p> <ul style="list-style-type: none"> — создать надежные политические рамки и финансовые стимулы, чтобы использовать потенциал внутренних сбережений и эффекты фискального стимулирования; — техническая помощь, оказываемая развивающимся странам со стороны развитых. <p><i>Стимулирование частного финансирования:</i></p> <ul style="list-style-type: none"> — снижение стоимости капитала; — регулирование макроэкономических и валютных рисков; — техническая помощь как инструмент создания благоприятных условий для частных инвестиций; — формирование высоко интегрированных углеродных рынков.
<p style="text-align: center;">Декларация о климате и здоровье</p> <p><i>Разработка стандартов закупок для национальных систем здравоохранения, включая цепочки поставок, мотивирующих к сокращению выбросов и отходов в секторе здравоохранения.</i></p> <p><i>Обеспечение доступа субъектов системы здравоохранения к финансированию в области здравоохранения и климата:</i></p> <ul style="list-style-type: none"> — поощрение инвестиций из национальных бюджетов, МБР, многосторонних фондов, благотворительных организаций, двусторонних агентств развития, частного сектора; — обеспечение синергии портфелей проектов в области климата и портфелей проектов в области здравоохранения международных финансовых организаций, включая МБР; — обмен опытом и практикой в области финансирования и реализации мероприятий по охране здоровья в связи с изменением климата; — улучшение мониторинга, прозрачности и оценки климатического финансирования, в т. ч. для инициатив в области климатического здравоохранения. <p><i>Интегрировать климатический фактор в повестку задач здравоохранения:</i></p> <ul style="list-style-type: none"> — интегрировать вопросы охраны здоровья в процессы Парижского соглашения и РКИК ООН; — учесть вопросы здравоохранения при разработке: а) следующего раунда определяемых на национальном уровне вкладов (ОНУВ (NDC)); б) долгосрочных стратегий низкоуглеродного развития; в) национальных планов адаптации.

МЕРЫ И ИНСТРУМЕНТЫ
<p style="text-align: center;">Декларация о климате, помощи, восстановлении и мире</p> <p><i>Расширение финансовой поддержки адаптации к изменениям климата и устойчивости:</i></p> <ul style="list-style-type: none"> — предоставление государственных и грантовых ресурсов; — экологические и социальные гарантии; — повышение предсказуемости, прозрачности, простоты оформления и скорости предоставления средств; — снижение транзакционных издержек; — отслеживание обязательств и выплат климатического финансирования странам, пострадавшим от нестабильности или конфликта.
<p style="text-align: center;">Глобальное обязательство по возобновляемым источникам энергии и энергоэффективности</p> <ul style="list-style-type: none"> — Расширить финансовую поддержку программ по использованию ВИЭ и энергоэффективности на новых рынках и в развивающихся странах. — Сотрудничать в области доступных механизмов финансирования, обеспечивающих снижение стоимости капитала на развивающихся рынках. — Усилить техническую поддержку развивающихся стран в области ВИЭ и энергоэффективности. — Выстроить четкую структуру рынка и схему стимулирования. — Совершенствовать регулирование в целях содействия инвестициям в ВИЭ и энергоэффективность.
<p style="text-align: center;">Декларация об устойчивом сельском хозяйстве, устойчивых продовольственных системах и действиях в области климата</p> <ul style="list-style-type: none"> — Интегрировать сельское хозяйство и продовольственные системы в национальные планы по адаптации, ОНУВ, долгосрочные стратегии. — Пересмотреть политику государственной поддержки сельского хозяйства и продовольственных систем. — Расширить доступ ко всем формам финансирования для адаптации и преобразования сельского хозяйства и продовольственных систем в ответ на изменение климата. — Оказывать финансовую и техническую поддержку решениям, расширяющим масштабы деятельности и ответные меры по адаптации к повышению устойчивости. — Формировать системы социальной защиты и страхования, программы школьного питания и государственных закупок. — Оказывать поддержку работникам сельского хозяйства и продовольственных систем, а также уязвимым слоям населения, чьи средства к существованию находятся под угрозой изменения климата.
<p style="text-align: center;">Гендерно ориентированный справедливый переход и партнерство по действиям в области климата</p> <ul style="list-style-type: none"> — Содействовать гендерно чувствительным инвестициям в действия по борьбе с изменением климата. — Внедрять гендерно ориентированное бюджетирование, политику и планирование. — Расширить доступ к финансированию для женщин в регионах, наиболее пострадавших от изменения климата. — Расширить финансирование на цели содействия гендерно чувствительным действиям по борьбе с изменением климата, иницируемым на местном уровне. — Обмениваться опытом и передовой практикой гендерно чувствительного планирования и составления бюджета.
<p style="text-align: center;">Глобальное обязательство по кондиционированию воздуха</p> <p><i>Национальные правительства:</i></p> <ul style="list-style-type: none"> — опубликовать план действий; — разработать/обновить политику и руководство по госзакупкам технологий и инновационных решений в области охлаждения воздуха с низким выбросом парниковых газов и высокой эффективностью; — мотивировать субнациональные правительства и частный сектор оказывать содействие в реализации планов и политики. <p><i>Субнациональные правительства:</i></p> <ul style="list-style-type: none"> — проводить государственные закупки технологий охлаждения воздуха с низким выбросом парниковых газов и высокой эффективностью, ориентированных на наименьшую стоимость жизненного цикла, в правительственных зданиях к 2030 г.
<p style="text-align: center;">Декларация о климате, природе и людях</p> <ul style="list-style-type: none"> — Увеличение финансирования и инвестиций в области климата из всех источников. — Поощрение участия всего общества в синергическом планировании и реализации национальных планов и стратегий по климату.

Приоритеты финансирования: «Группа двадцати»

Декларация	США	Франция	Германия	Великобритания	Канада	Бразилия	Япония	Австралия	Италия	Китай	Мексика	Республика Корея	Турция	ЕС	Аргентина	Индонезия	Индия	Россия	ЮАР	Саудовская Аравия	ИТОГО
Декларация об устойчивом сельском хозяйстве, устойчивых продовольственных системах и действиях в области климата	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+		+			17
Декларация о климате и здоровье	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+						16
Глобальное обязательство по возобновляемым источникам энергии и энергоэффективности	+	+	+	+	+	+	+	+			+	+		+	+						13
Коалиция за успешное многоуровневое партнерство (СНАМР) по борьбе с изменением климата	+	+	+		+	+	+	+			+	+	+								11
Декларация о климате, помощи, восстановлении и мире	+	+	+	+	+		+		+	+											8
Гендерно ориентированный справедливый переход и партнерство по действиям в области климата	+	+	+	+	+			+		+	+										8
Глобальное обязательство по кондиционированию воздуха	+	+	+	+	+	+	+														7
Декларация о климате, природе и людях	+	+	+	+	+	+				+											7
Декларация лидеров о глобальной рамочной программе финансирования мер по борьбе с изменением климата	+	+	+	+													+				5
ВСЕГО	9	9	9	8	8	6	6	5	5	5	5	4	3	3	3	2	1	1	0	0	

Примечание: + означает, что страна является подписантом соответствующей декларации.

Источник: составлено автором на основе информации, размещенной на официальном сайте COP28. URL: <https://www.cop28.com>.

Информация об авторе

Людмила Сергеевна Кабир, доктор экономических наук, профессор, профессор РАН, главный научный сотрудник Центра международных финансов Научно-исследовательского финансового института Минфина России, г. Москва

Information about the author

Ludmila S. Kabir, Doctor of Economic Sciences, Professor, Professor of the Russian Academy of Sciences, Chief Researcher, International Finance Center, Financial Research Institute, Moscow

Статья поступила в редакцию 29.02.2024
Одобрена после рецензирования 27.03.2024
Принята к публикации 05.04.2024

The article submitted February 29, 2024
Approved after reviewing March 27, 2024
Accepted for publication April 5, 2024

Финансовое заражение российского фондового рынка от европейского в период пандемии COVID-19

Марина Юрьевна Малкина

E-mail: mmuri@yandex.ru, ORCID: 0000-0002-3152-3934

Нижегородский государственный университет им. Н. И. Лобачевского,
г. Нижний Новгород, Российская Федерация

Дмитрий Юрьевич Рогачев

E-mail: rogistyle@mail.ru, ORCID: 0000-0002-0683-3340

Нижегородский государственный университет им. Н. И. Лобачевского,
г. Нижний Новгород, Российская Федерация

Аннотация

В статье исследуется передача финансового заражения от европейского к российскому фондовому рынку в период пандемии COVID-19. Под финансовым заражением понимается распространение нестабильности и потрясений между отдельными странами, секторами или рынками во время кризиса, при котором связь между доходностью и волатильностью разных активов выходит за пределы обычных взаимодействий. С помощью построения расширенных авторегрессионных моделей тестируется заражение композитного индекса RTSI от глобального индекса еврозоны STOXX 50, при этом курс доллара США и спотовая цена нефти марки Urals выступают в качестве контрольных переменных. На основе построения скользящего коэффициента вариации цен активов разграничиваются докризисный, кризисный и посткризисный периоды, для которых отдельно строятся три модели взаимодействия. Идентификация заражения российского фондового рынка от европейского фондового рынка в построенных моделях осуществляется двумя способами: 1) на основе роста и значимости оценок коэффициентов при тестируемой переменной (доходности индекса STOXX 50) в период кризиса; 2) через увеличение вклада тестируемой переменной в вариацию зависимой переменной (доходность RTSI). Дополнительно осуществляется тестирование заражения на основе метода центральных моментов совместного распределения доходности, асимметрии и волатильности тестируемой и зависимой переменной.

В результате анализа убедительно доказано присутствие эффекта финансового заражения российского фондового рынка от европейского рынка в краткосрочном периоде — усиление влияния европейского индекса STOXX 50 на российский индекс RTSI во время острой фазы пандемии. Понимание факторов, способствующих распространению рыночных потрясений в условиях финансовой глобализации, может помочь государственным органам принимать эффективные меры для реализации политики финансового регулирования и поддержания долгосрочной финансовой стабильности с учетом национальных интересов, а инвесторам — обнаруживать потенциальные риски и возможности, выстраивать наилучшие ответные меры в стратегиях хеджирования и перераспределения инвестиционного портфеля.

Ключевые слова: европейский фондовый рынок, российский фондовый рынок, рыночная доходность, финансовое заражение, пандемия COVID-19, валютный курс, цена нефти, расширенная авторегрессионная модель

JEL: G01, F37

Финансирование: исследование выполнено за счет гранта Российского научного фонда № 23-28-00453, <https://rscf.ru/project/23-28-00453/>

Для цитирования: Малкина М. Ю., Рогачев Д. Ю. Финансовое заражение российского фондового рынка от европейского в период пандемии COVID-19 // Финансовый журнал. 2024. Т. 16. № 2. С. 27–42. <https://doi.org/10.31107/2075-1990-2024-2-27-42>.

© Малкина М. Ю., Рогачев Д. Ю., 2024

<https://doi.org/10.31107/2075-1990-2024-2-27-42>

Financial Contagion of the Russian Stock Market from the European Stock Market During the COVID-19 Pandemic

Marina Yu. Malkina¹, Dmitry Yu. Rogachev²

^{1,2} Lobachevsky State University of Nizhny Novgorod, Nizhny Novgorod, Russian Federation

¹ mmuri@yandex.ru, <https://orcid.org/0000-0002-3152-3934>

² rogistyle@mail.ru, <https://orcid.org/0002-0683-3340>

Abstract

This paper investigates the transmission of financial contagion from the European to the Russian stock market during the COVID-19 pandemic. Financial contagion refers to the spread of instability and shocks across individual countries, sectors, or markets during a crisis, where the relationship between returns and volatility of different assets goes beyond normal interactions. Using the construction of extended autoregressive models, we test the contagion of the RTSI composite index from the EURO STOXX 50 index, with the US dollar exchange rate and the spot price of Urals crude oil serving as control variables. The calculation of the moving coefficient of variation in assets prices allows us to distinguish the pre-crisis, crisis and post-crisis periods, for which three separate autoregressive models are built. The contagion of the Russian stock market from the European stock market in these models is identified in two ways: 1) based on the growth and significance of estimated coefficient for the tested variable (STOXX 50 index return) during the crisis; 2) through an increase in the contribution of the tested variable to the explained variance of the dependent variable (RTSI return). In addition, we tested contagion based on the method of central co-moments of the distribution of returns, skewness and volatility of the tested and dependent variable. The analysis has convincingly demonstrated the existence of a financial contagion effect from the European stock market to the Russian stock market in the short term – strengthening of the impact of the European STOXX 50 index on the Russian RTSI index in the acute phase of the pandemic. Understanding the factors contributing to the spread of market shocks in the context of financial globalization can help policymakers to implement effective financial regulatory measures and maintain long-term financial stability in line with national interests. For investors, it helps to identify potential risks and opportunities, enabling optimal hedging and diversification response strategies.

Keywords: stock market, rate of returns, financial contagion, COVID-19 pandemic, exchange rate, crude oil price, extended autoregressive model

JEL: G01, F37

Funding: The research was supported by the Russian Science Foundation grant No. 23-28-00453, <https://rscf.ru/project/23-28-00453/>

For citation: Malkina M.Yu., Rogachev D.Yu. (2024). Financial Contagion of the Russian Stock Market from the European Stock Market During the COVID-19 Pandemic. *Financial Journal*, 16 (2), 27–42 (In Russ.). <https://doi.org/10.31107/2075-1990-2024-2-27-42>.

© Malkina M.Yu., Rogachev D.Yu., 2024

ВВЕДЕНИЕ

Глобальная рыночная интеграция привела к увеличению связей между внутренними и международными финансовыми рынками и усилению роли финансовых посредников в передаче рисков. Ее результатом стало свободное перемещение финансового капитала между странами, создание международных финансово-кредитных институтов, унификация и стандартизация основополагающих понятий в финансово-кредитной деятельности, развитие инновационных технологий в финансовой сфере и многое другое. Однако растущая взаимосвязанность стран кроме выгод провоцирует возникновение и отрицательных эффектов, таких как финансовое заражение и системный риск, при которых даже незначительный шок в одной стране, отрасли или секторе экономики может распространиться по всему миру.

Финансовое заражение (*financial contagion*) на финансовых рынках определяется как значительное увеличение связей между ними после воздействия экономического шока, усиление совместного движения цен активов по сравнению с более стабильными периодами времени [Forbes, Rigobon, 2002]. В отличие от финансового заражения «взаимозависимость» (*interdependence*) трактуется как высокий уровень связи рынков, который проявляется и в обычные времена. А «интеграция» (*integration*) является более широким понятием, которое фокусирует внимание на степени восприимчивости рынков к многочисленным глобальным факторам, следствием которых также может стать финансовое заражение [Lu et al., 2023].

Некоторые исследователи выделяют две формы финансового заражения: *spillover* и *co-movement*. *Spillover* (перелив, побочный эффект) описывает финансовую контагиозность как ситуацию, когда волатильность цен на активы на одном рынке распространяется на другой рынок. В качестве основных каналов перемещения побочных эффектов экономического шока между странами и рынками называются потоки капитала, торговые и финансовые связи по линии двух основных счетов платежного баланса, а также так называемая конкурентная девальвация [BenMim, BenSaïda, 2019; Corbet et al., 2020; Ayadi, Said, 2020]. Исследователи подчеркивают, что особую роль в распространении шоков между рынками играет поведение инвесторов. В условиях неопределенности их сверхчувствительность к негативным новостям и повышенная обеспокоенность влияют на инвестиционные решения, что в конечном счете отражается на показателях финансовых рынков [Yuan et al., 2022].

Co-movement (совместное движение) — значительное увеличение совместной динамики рынков после экзогенного шока, которое не может быть объяснено действием фундаментальных экономических факторов. В совместном интенсивном движении цен и доходностей рыночных активов разных стран важную роль играют глобальные рыночные связи [Tang, Aruga, 2021; Muharam, Pratama, 2020]. Передача финансового заражения между фондовыми рынками и секторами экономики разных стран может быть обусловлена как их тесными экономическими отношениями [Liu et al., 2022], так и однотипной реакцией на колебания валютных курсов, доходности цен на нефть, спроса на энергию (а также на изменение уровня промышленного производства и функционирования товарных рынков) [Luchtenberg, Vu, 2015; Tabash et al., 2022]. Однако в период повышенной рыночной турбулентности передача риска между странами становится более выраженной.

Финансовому заражению, его эффектам и механизмам посвящен целый класс современных исследований. Эти исследования отличаются изучаемым периодом и его продолжительностью, способами идентификации и оценки заражения, каналами распространения риска, частотой и скоростью передачи шока.

Исследователи выделяют несколько каналов, по которым происходит передача финансового заражения после воздействия экономического шока. Во-первых, распространение шока происходит через информационный канал, когда информация о цене актива

становится сигналом для инвесторов, приводящим к немедленным ценовым эффектам на других рынках. Передача рыночных потрясений более значительна на ранней стадии кризиса по причине глобальной неопределенности, паники и стадного поведения инвесторов. Например, в работе [Aslam et al., 2022] исследуются панические настроения и стадное поведение инвесторов, приводящие к быстрой передаче шоков между рынками в краткосрочном периоде.

Во-вторых, снижение кредитоспособности заемщиков и дефицит общей ликвидности на всех финансовых рынках оказывают влияние на цены и доходность активов, что может идентифицироваться как передача шока через канал ликвидности. Канал ликвидности был одним из основных каналов финансового заражения в период глобального финансового кризиса 2008–2009 гг. Помимо собственно дефицита ликвидности, проблемы координации между инвесторами и недостаток международных механизмов для решения проблем с ликвидностью также могут играть важную роль в заражении. Отличить различные формы поведения инвесторов на практике является сложной задачей [Dornbusch et al., 2000].

В-третьих, заражение происходит также через финансовый канал: резкие колебания доходности ценных бумаг на рынке, охваченном кризисом, могут выступить индикатором будущего изменения доходностей других активов и повлиять на готовность участников рынка принимать на себя риски [Chen, Jin, 2020; Grillini et al., 2022; McIver, Kang, 2020].

В-четвертых, заражение может происходить по линии международных торговых связей. Например, в статье [Yu et al., 2021] показано, как глобальная экономическая активность и международная торговля позволяют рискам постепенно проходить через все звенья отраслевых цепочек, сказываясь на пессимистичном видении экономического будущего и оказывая влияние на состояние экономической системы в среднесрочной и долгосрочной перспективе.

В-четвертых, ряд исследователей рассматривают макроэкономический канал заражения. Страны со схожими макроэкономическими условиями, скорее всего, будут демонстрировать аналогичную реакцию на шок. Инвесторы понимают это и переносят «тревожные сигналы», приходящие с рынков одних стран, на возможные потрясения в других странах с похожими макроэкономическими условиями [Dasgupta et al., 2011].

В-пятых, в некоторых работах исследуется политический канал финансового заражения, который объясняется похожим реагированием на шок экономической политики (валютной, процентной, долговой) в странах с однотипной институциональной средой [Jiang et al., 2022].

Изучение каналов, механизмов и направленности передачи шоков на финансовых и валютных рынках предполагает разработку мер регулирования, позволяющих нивелировать негативные последствия экономических потрясений и координировать экономическую политику стран в новых условиях [Fang et al., 2021]. Ввиду усиливающихся процессов глобализации и интеграции сосредоточение на изучении зависимостей между финансовыми рынками разных стран играет важную роль как в выработке оптимальных портфельных стратегий инвесторов, так и в построении наилучших ответных мер финансовой и макроэкономической политики, направленных на укрепление финансовой стабильности [Akhtaruzzaman et al., 2021]. Разработка и использование математических и эконометрических инструментов для анализа взаимосвязанности рынков позволяет выявить фактические и потенциальные риски и предоставить их количественную оценку.

Интерес к теме финансового заражения возрождается с каждым очередным кризисом. Наиболее известными эпизодами финансового заражения рынков различных стран, вызвавшими поток исследований, стали передача шоков и усиление глобальной взаимосвязанности во время кризиса на азиатских фондовых и валютных рынках 1997–1998 гг. [Khalid, Kawai, 2003; Khan, Park, 2009; Kenourgios et al., 2013], ипотечного кризиса в США [Zorgati et al., 2019; Jiang et al., 2022], мирового финансового кризиса

2008–2009 гг. [Ahrend, Goujard, 2014; Park, Shin, 2020; Franch et al., 2024] и европейского долгового кризиса 2010–2012 гг. [Campos-Martins, Amado, 2022] Изучая эти эпизоды, исследователи применяли разный инструментарий, что нередко приводило их к разным, порою противоположным выводам.

Очередной интерес к теме финансового заражения возник в связи с распространением коронавирусной инфекции COVID-19 в 2020 г. [Grillini et al., 2022; Yuan et al., 2022], а в последующем — с усилением глобальной напряженности в связи с военным конфликтом между Россией и Украиной в 2022 г. [Amar et al., 2023; Sio-Chong U, 2024].

Пандемия COVID-19 стала беспрецедентным событием в новейшей истории, затронувшим всю экономическую систему. Падение экономической активности в результате принятых для борьбы с пандемией мер имело далеко идущие последствия: спекулятивные атаки на валютном рынке привели к нестабильности национальных валют, девальвации и изменению торговой конкурентоспособности стран. Уровень спекулятивности европейских фондовых рынков во время пандемии COVID-19 заметно повысился [Ozkan, 2021], а их отклонение от рыночной эффективности стало реакцией на неожиданное экзогенное событие, причем сила реакции росла с увеличением числа заражений в Европе [Scherf et al., 2022].

Фондовые рынки разных стран продемонстрировали схожую реакцию на пандемический шок. Так, в ответ на февральские новости 2020 г. о распространении инфекции в Европе¹ индекс еврозоны STOXX упал более чем на 12%, немецкий индекс DAX опустился на 3,86%, французский CAC 40 — на 3,38%, британский FTSE 100 — на 3,18%, испанский IBEX 35 — на 2,92%, итальянский FTSE MIB — на 3,54% соответственно². Обвал российского фондового рынка также пришелся на февраль 2020 г.: в этом месяце индекс Мосбиржи упал на 9,48%, индекс РТС — на 14,33%³. При этом следует отметить, что сама коронавирусная инфекция пришла в Россию несколько позже: первый официальный случай заражения российских граждан был установлен только в марте 2020 г.⁴ Соответственно, можно предположить, что снижение котировок на фондовом рынке России могло быть откликом как на официальное объявление ВОЗ об угрозе распространения коронавирусной инфекции в глобальном масштабе, так и собственно на шок на фондовых рынках европейских и азиатских стран, ранее других подвергшихся распространению коронавирусной инфекции. Иными словами, заражение российского фондового рынка от европейского фондового рынка могло проходить как в форме их совместного движения (*co-movement*), так и побочных (*spillover*) эффектов.

Финансовому заражению фондовых рынков в период пандемии COVID-19 посвящен целый класс исследований. Например, в работе [Lu et al., 2023] с применением методов копул и выборочной энтропии рассматривалась передача финансового заражения между рынками семи стран (США, Великобритании, Франции, Германии, Японии, Бразилии, Китая) в период с 4 января 2019 г. по 30 декабря 2020 г. В статье [Lan et al., 2023] построена TVP-VAR модель и динамическая сеть перетоков волатильности между рынками семи стран (США, Великобритании, Франции, Германии, Японии, Южной Кореи, Гонконга). С помощью метода дерева решений и пороговой фильтрации авторы пришли к выводу,

¹ 30 января 2020 г. Всемирная организация здравоохранения (ВОЗ) объявила о чрезвычайной ситуации в связи с коронавирусной инфекцией; обвал фондового рынка начался 20 февраля 2020 г.; официальное признание пандемии со стороны ВОЗ состоялось 11 марта, когда фондовый рынок уже капитально просел.

² Индекс STOXX Europe 600 рухнул более чем на 12% за неделю / Интерфакс. URL: <https://www.interfax.ru/business/697164>.

³ Февраль-2020 стал худшим месяцем для рынка акций РФ впервые за много лет / Прайм. URL: https://1prime.ru/Financial_market/20200228/831001469.html.

⁴ У вернувшегося из Италии россиянина нашли коронавирус / РБК. URL: <https://www.rbc.ru/society/02/03/2020/5e5ce99c9a79470ce33e050c>.

что с возникновением пандемии общий эффект перетока волатильности резко возрос. Причем именно на пандемию COVID-19 пришелся исторический пик общего эффекта перетока волатильности.

В отдельных исследованиях анализировалось участие российских рынков в финансовом заражении. Так, изучение связи между фондовыми индексами восьми стран (Китай, Италия, Франция, Германия, Испания, Россия, США и Великобритания) и неопределенностью экономической политики во время пандемии COVID-19 с помощью изменяющейся во времени (с 2015 по 2020 г.) TVP-VAR модели позволило авторам выявить усиленную взаимосвязь между рынками в период пандемии и доказать, что неопределенность экономической политики является сигналом для изменения вектора движения на рынках [Youssef et al., 2021]. В статье [Tan et al., 2022] с использованием TVP-VAR моделей проведено разложение связанности волатильности на краткосрочные и долгосрочные компоненты при одновременном учете изменяющегося во времени коэффициента и дисперсионно-ковариационной структуры. Исследуя изменение поведения рынков в длинном временном интервале 2002–2022 гг., авторы установили, что пандемия COVID-19 увеличила уровень распространения риска на мировых финансовых рынках и связанность рынков с риском в разных странах. Согласно полученным ими результатам, Бразилия, Канада и Россия оказались новыми центрами перетока рисков, а Китай стал распространителем риска на развитые страны во время пандемии COVID-19.

Настоящее исследование посвящено оценке и анализу финансового заражения российского фондового рынка от европейского фондового рынка в период острой фазы пандемии COVID-19, что является принципиально новой задачей. В нем мы применяем и развиваем инструментарий, впервые использованный в нашей работе [Malkina, Rogachev, 2023], продемонстрировавшей заражение отечественных компаний от фондового, валютного и долгового рынков в период острой фазы пандемии COVID-19.

ГИПОТЕЗА И МЕТОДОЛОГИЯ ИССЛЕДОВАНИЯ

В практической части данного исследования перед нами поставлена **цель** обнаружить или опровергнуть существование эффекта финансового заражения фундаментальной (рыночной) доходности российского фондового рынка от европейского фондового рынка в период пандемии COVID-19. Для достижения данной цели необходимо протестировать влияние европейского фондового рынка на российский в разные временные промежутки пандемии.

Гипотеза исследования. Если в период пандемического шока (сопровождающегося ростом неопределенности и повышенной турбулентности рынков) взаимосвязь между доходностью активов российского и европейского фондового рынка проявляется или значительно усиливается по сравнению с дошоковым и постшоковым периодами, можно диагностировать финансовое заражение. Если же во взаимосвязях российского и европейского фондовых рынков в период пандемического шока не будут прослеживаться значительные изменения, то их совместное движение может свидетельствовать только о взаимозависимости (*interconnectedness*), но не об эффекте финансового заражения (*contagion*).

Для проверки данной гипотезы нами выбран метод построения авторегрессионной модели как разновидности VAR-модели с одной эндогенной переменной. Для коррекции на гетероскедастичность нами применяются робастные стандартные ошибки.

В качестве индикатора фондового рынка России используется индекс RTSI, измеряемый в долларах США⁵. Этот индекс рассчитывается на основе рыночной капитализации

⁵ Индекс RTS (долл. США). URL: <https://ru.investing.com/indices/rtsi-components> (дата обращения 07.08.2023).

48 входящих в него наиболее ликвидных компаний, котирующихся на Московской бирже⁶, где вес каждой компании в индексе зависит от ее рыночной стоимости.

Индикатором рынка еврозоны в нашем исследовании выступает индекс Euro STOXX 50 (долл. США)⁷, который рассчитывается одноименной компанией, оператором индекса, полностью принадлежащим главной фондовой бирже Германии Deutsche Börse. Этот индекс отражает рыночную капитализацию 50 крупнейших компаний стран еврозоны: Германии, Франции, Италии, Испании, Нидерландов, Бельгии, Финляндии, Австрии, Ирландии и др. Суммарная капитализация компаний, входящих в листинг индекса Euro STOXX 50, составляет около 60% капитализации компаний, входящий в общий индекс рынка Euro STOXX 600 и превышает 3 трлн евро. Средняя капитализация компаний из корзины Euro STOXX 50 превышает 60 млрд евро, медианная — 45 млрд евро. Выбирая в качестве возможного источника заражения российского фондового рынка рынок голубых фишек европейского рынка, мы исходим из предположения, что именно они определяют тенденции фондового рынка и могут представлять наибольший интерес для инвесторов по всему миру.

Экзогенными контрольными переменными в моделях стали спотовая цена нефти марки Urals (долл. США)⁸ и курс доллара США к российскому рублю (долл. США / руб.)⁹, демонстрирующие тесную корреляцию с индексом RTSI.

Для диагностирования заражения прежде всего необходимо разграничить периоды воздействия внешнего шока (проявляющиеся в повышенной рыночной волатильности) и периоды относительной стабильности рынков. Для этого были построены скользящие коэффициенты вариации CV_X логарифмов цен трех экзогенных переменных. Эти коэффициенты рассчитывались последовательно для каждого момента времени (то есть конкретной даты), исходя из десяти значений показателя до этой даты, значения показателя на эту дату и десяти значений показателя после соответствующей даты. Временной интервал последовательно сдвигался на одно значение вперед и каждый раз охватывал 21 наблюдение, а соответствующий коэффициент вариации был отнесен к середине этого интервала. Выбор 21 значения объясняется средним количеством торговых сессий в месяце.

$$CV_X = \frac{\sigma_X}{\mu_X}, \quad (1)$$

где σ_X — стандартное отклонение показателя X в рассматриваемом периоде, μ_X — его среднее значение.

С целью лучшей визуализации коэффициентов вариации осуществлялось их нормирование путем приведения к линейной шкале (0;1):

$$ICV_X = \frac{CV_X - \min CV_X}{\max CV_X - \min CV_X}. \quad (2)$$

Период кризисного шока идентифицировался на основе устойчивого превышения скользящим коэффициентом вариации его среднего значения во всем исследуемом периоде. Равные по продолжительности периоды, предшествующие и следующие за кризисным периодом, определялись, соответственно, как предкризисный и посткризисный.

⁶ Официальный сайт Мосбиржи. URL: <https://www.moex.com/ru/index/IMOEX/constituents> (дата обращения 25.03.2024).

⁷ Индекс Euro STOXX 50 (долл. США). URL: <https://www.marketwatch.com/investing/index/sx5k> (дата обращения 07.08.2023).

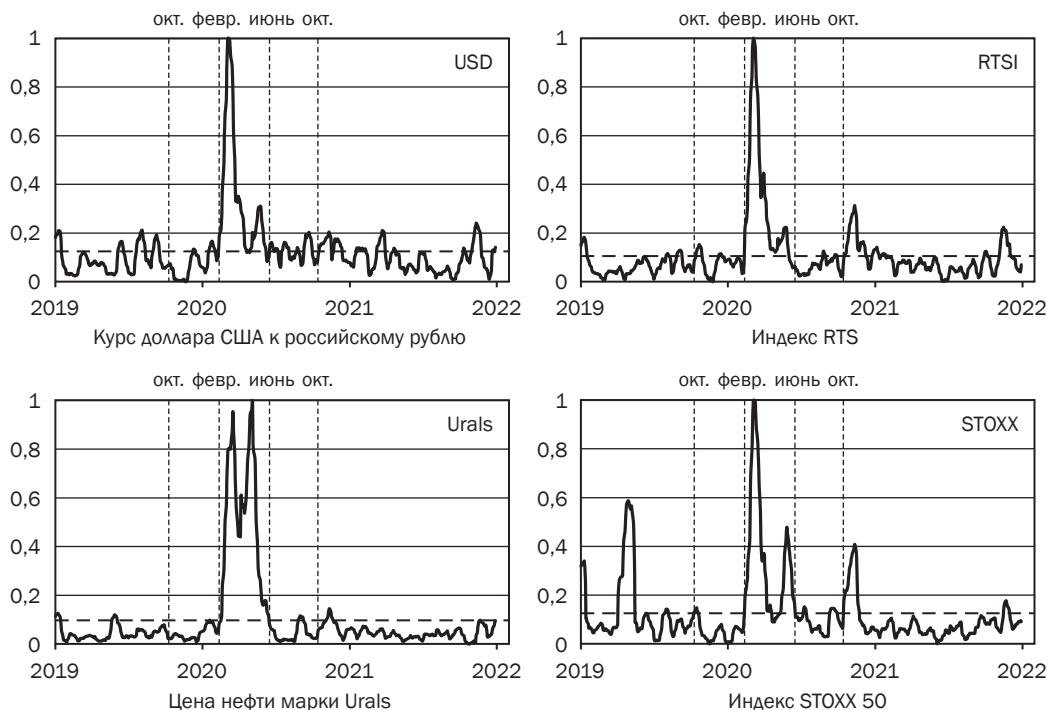
⁸ Спотовая цена нефти марки Urals (долл. США). URL: https://www.profinance.ru/chart/urals/max/?s=Urals_med (дата обращения 07.08.2023).

⁹ Курс доллара США к российскому рублю, USD/RUB. URL: <https://ru.investing.com/currencies/usd-rub> (дата обращения 07.08.2023).

На рис. 1 представлены в динамике результаты расчета скользящего коэффициента вариации логарифма цены исследуемых переменных. Горизонтальной пунктирной линией показано его среднее значение в рассматриваемом периоде.

Рисунок 1

Скользящие нормированные коэффициенты вариации логарифма цены активов



Источник: рисунок авторов.

На основе рис. 1 был идентифицирован период повышенной волатильности рынков: с 13 февраля 2020 г. по 16 июня 2020 г. (всего 84 наблюдения, охватывающие четыре месяца), который соответствует острой фазе пандемии. Соответственно, выделены предкризисный период (с 11 октября 2019 г. по 12 февраля 2020 г.) и посткризисный периоды (с 17 июня 2020 г. по 14 ноября 2020 г.), включающие также по 84 наблюдения до и после острой фазы пандемии.

Далее в моделировании использовались разности логарифмов переменных (то есть их логарифмированные доходности), что обеспечило стационарность временных рядов. Эта стационарность также была подтверждена расширенным тестом Дики – Фуллера.

Для тестирования заражения использовалось построение авторегрессионной модели порядка p с включением k экзогенных переменных (AR(p,k) модель):

$$Y_t = a_0 + \sum_{i=1}^p a_i Y_{t-i} + \sum_{j=1}^k b_j X_{jt} + \varepsilon_t, \tag{3}$$

- где Y_t – эндогенная переменная в момент времени t ;
- a_0 – константа;
- X_{jt} – пул экзогенных переменных в момент времени t ;
- a_i – коэффициенты при эндогенной переменной с лагом до порядка p ;
- b_j – коэффициенты при экзогенных переменных;
- ε_t – вектор остатков модели в момент времени t .

Максимальная величина лага p модели определялась с помощью обобщенных информационных критериев Акаике, Шварца и Хеннана — Куина, которые указывали на величину лага 1. Кроме того, в построенной нами модели была исключена константа, поскольку ее оценки оказались близкими к нулю и не имели статистической значимости.

Идентификация заражения российского фондового рынка от европейского фондового рынка осуществлялась на основе моделей, построенных отдельно для докризисного, кризисного и посткризисного периодов, двумя способами:

1) через повышение в кризисном периоде по сравнению с предкризисным и посткризисным периодами абсолютных значений оценок коэффициентов при тестируемой переменной STOXX 50 — предположительно, источника заражения RTSI, а также установление значимости этих оценок;

2) через увеличение вклада тестируемой переменной STOXX 50 в вариацию зависимой переменной RTSI в кризисном периоде по сравнению с докризисным и посткризисным периодами.

Возможность аддитивного разложения вариации зависимой переменной $Var(Y)$ и, соответственно, коэффициента детерминации R^2 является важным преимуществом моделей авторегрессионного типа. Вклад тестируемой экзогенной переменной X_j в вариацию доходности объясняемой переменной Y в каждом периоде определяется по формуле:

$$Var(X_j/Y) = \frac{b_j^2 \cdot Var(X_j) + \sum_{k=1, k \neq j}^K b_j \cdot b_k \cdot Covar(X_j; X_k)}{Var(Y)} \quad (4)$$

Первое слагаемое числителя дроби представляет собой взвешенную на собственную оценку b_j вариацию тестируемой экзогенной переменной X_j , а второе слагаемое — сумму взвешенных на соответствующие оценки b_j и b_k ковариаций тестируемой переменной с другими экзогенными переменными. Заметим, что нами опускаются ковариации тестируемой переменной с лаговыми значениями объясняемой переменной, присутствующими в модели, а также с остатками модели (поскольку последние ковариации равны нулю).

Наконец, для дополнительного подтверждения заражения проведем ряд статистических тестов на изменение центральных моментов совместного распределения доходностей тестируемой переменной STOXX 50 и зависимой переменной RTSI: 1) тест на корреляцию доходностей с коррекцией на гетероскедастичность (тест Форбс — Ригобона, FR_{11}); 2) два теста на коасимметрию (*coskewness*) — связь доходности тестируемой переменной с вариацией доходности зависимой переменной (CS_{12}) и наоборот — связь вариации доходности тестируемой переменной с доходностью зависимой переменной (CS_{21}); 3) два теста на кокуртозис (*cokurtosis*) — связь доходности тестируемой переменной с асимметрией доходности зависимой переменной (CK_{13}) и связь асимметрии доходности тестируемой переменной с доходностью зависимой переменной (CK_{31}); 4) тест на коволатильность (*covolatility*) — связь вариации доходности тестируемой переменной с вариацией доходности зависимой переменной (CV_{22}). Тест на корреляцию относится ко второму центральному моменту распределения, на коасимметрию — к третьему моменту, кокуртозис и коволатильность — к четвертому моменту. Эти тесты позволяют выявить связи доходности одной переменной в период кризиса со смещением распределения в сторону отрицательных значений, появлением «толстых» или длинных хвостов, увеличением числа экстремальных значений у другой переменной. Способы расчета моментов совместного распределения и тестовых статистик представлены в работах [Forbes, Rigobon, 2002; Fry et al., 2010; Fry-McKibbin, Hsiao, 2018]. Подозрение на заражение возникает при значительном изменении оценок моментов распределения, изменении их знака в кризисном периоде по сравнению с докризисным и посткризисным периодами. Окончательное подтверждение заражения осуществляется с помощью сравнения тестовых

статистик с их критическими значениями для нормального распределения (для корреляции) и асимптотического нормального распределения (для остальных моментов), определяемых табличным путем, а также вероятности (p -value) подтверждения нулевой гипотезы H_0 — об отсутствии заражения.

РЕЗУЛЬТАТЫ ИССЛЕДОВАНИЯ И ИХ ОБСУЖДЕНИЕ

В табл. 1 представлена описательная статистика логарифмированных доходностей активов, участвующих в построении авторегрессионных моделей в трех тестируемых интервалах времени.

Таблица 1

Описательные статистики логарифмированной доходности переменных

		USD	Urals	RTSI	STOXX 50
ДК	Среднее, %	-0,023	-0,055	0,187	0,107
	Стандартное отклонение, %	0,477	1,939	1,007	0,625
	Асимметрия	0,310	-0,469	-0,570	0,087
	Эксцесс	1,181	0,787	1,750	1,852
К	Среднее, %	0,116	-0,328	-0,269	-0,184
	Стандартное отклонение, %	1,483	12,906	3,881	2,886
	Асимметрия	1,466	-0,950	-0,949	-1,008
	Эксцесс	4,643	5,285	2,343	5,271
ПК	Среднее, %	0,129	-0,010	-0,082	0,087
	Стандартное отклонение, %	0,785	2,268	1,355	1,157
	Асимметрия	0,116	-0,522	-0,358	-0,377
	Эксцесс	0,359	0,742	0,356	2,226

Примечание: здесь и далее ДК — докризисный период; К — кризисный период; ПК — посткризисный период.
Источник: рассчитано авторами.

Согласно данным табл. 1, при переходе в острую фазу кризиса цены исследуемых активов значительно снизились, а курс американского доллара относительно рубля вырос. Падение доходности европейского индекса STOXX 50 оказалось наименьшим среди исследуемых переменных. Более того, после прохождения острой фазы кризиса доходность европейского рынка практически сразу вернулась к положительным значениям. Отечественный финансовый рынок продемонстрировал более затяжную тенденцию падения, это касается и курса рубля, и доходности RTSI. В посткризисном периоде снижение доходности нефти марки Urals практически прекратилось, что может быть связано с ростом объемов производства компаний реального сектора после локдауна и увеличением спроса на нефть.

Стандартное отклонение логарифмической доходности в период кризиса заметно выросло, что свидетельствует об увеличении рыночной волатильности. Рост отрицательной асимметрии доходности активов отражает левостороннее смещение доходности и, соответственно, увеличение вероятности возникновения убытков; рост эксцесса свидетельствует об увеличении числа экстремальных случаев. Это является признаком ухудшения рыночной ситуации, повышенной неопределенности и риска, изменения настроений на рынке и наличия значительных ценовых скачков.

В табл. 2 представлены результаты оценок авторегрессионных моделей для трех периодов: докризисного, кризисного и посткризисного.

В докризисном периоде отмечается статистически незначимая положительная связь текущей доходности российского фондового рынка с доходностью предыдущего периода, что свидетельствует о нестабильном росте акций. В этом периоде влияние европейского

индекса STOXX 50 на доходность российского индекса RTSI также статистически незначимо. Результаты теста Фишера свидетельствуют об отсутствии совместного движения двух рынков.

Таблица 2

**Оценки коэффициентов и тестов авторегрессионных моделей
(робастные стандартные ошибки)**

Y_t	Y_{t-1}	X_{1t} (USD)	X_{2t} (Urals)	X_{3t} (STOXX)	R^2	Тест Портманто	ARCH-тест LM Lag	DH-тест	F-тест
RTSI (ДК)	0,082	-1,492***	0,073*	0,078	0,55	13,713 ✓	0,385 ✓	0,184 ✓	0,862
RTSI (К)	-0,274***	-1,783***	0,061***	0,476***	0,76	24,197 ✓	1,415 ✓	1,618 ✓	12,044***✓
RTSI (ПК)	-0,089	-0,909***	0,246***	0,089	0,54	12,241 ✓	0,692 ✓	6,975*	1,667

Примечание: * $P \leq 0,05$; *** $P \leq 0,001$.

R^2 – коэффициент детерминации.

Робастные оценки стандартных ошибок (с поправкой на гетероскедастичность), вариант HC1.

Для удобства визуализации и представления полученных результатов по трем периодам результаты тестов отмечены:

тест Портманто (✓) – автокорреляция отсутствует;

ARCH-тест LM Lag (✓) – гомоскедастичность лага 1-го порядка;

DH-тест (✓) – распределение остатков соответствует нормальному;

F-тест (✓) – подмножество переменных оказывает статистически значимое влияние.

Источник: рассчитано авторами.

В кризисном периоде изменение знака коэффициента при лаговых переменных является индикатором наступающей рецессии, значимый положительный коэффициент при переменной STOXX 50 свидетельствует о появлении связи европейского фондового рынка с российским рынком и их дальнейшем совместном движении в период кризиса. Значимость этой связи также подтверждается результатами F-теста.

В посткризисном периоде сохраняется негативное (однако незначимое) влияние прошлой доходности на текущую доходность индекса RTSI, что говорит о нестабильной коррекции стоимости акций. Совместного движения европейского и российского рынка в этот период не выявлено, что свидетельствует о прекращении заражения.

Далее рассмотрим значимость и направленность влияния экзогенных переменных (как контрольных, так и тестируемой) на доходность акций RTSI. Курс доллара (USD) оказывает статистически значимое отрицательное влияние на RTSI на протяжении трех исследуемых этапов. В период острой фазы кризиса это влияние наибольшее, что связано с высокой зависимостью российской экономики от импорта, значительным влиянием колебаний валютного курса на рыночную неопределенность. Влияние цены нефти (Urals) на стоимость акций российских компаний значимо положительное, что особенно проявилось в период острой фазы кризиса и после него.

Индекс еврозоны (STOXX 50) показал значимое положительное влияние на RTSI в период кризиса (К) при отсутствии такового в докризисном и посткризисном периодах. Это свидетельствует о распространении волатильности доходности активов между фондовыми рынками и значительном увеличении совместной динамики рынков после экзогенного шока. Таким образом, подтверждается наличие эффекта финансового заражения российского фондового рынка от европейского в период острой фазы пандемии.

Оцененные модели прошли диагностику качества:

1) значимость коэффициента детерминации (R^2) сохраняется на протяжении всех исследуемых периодов, однако только в острую фазу кризиса коэффициент возрастает до 0,76, что характеризует высокую связь между переменными и может свидетельствовать о финансовом заражении;

2) результаты тестов Портманто, Дурника — Хансена и ARCH свидетельствуют о соответствии большинства моделей предположениям о нормальности, гомоскедастичности и отсутствии автокорреляции. В целом это отражает правильность выбранной спецификации моделей. Отсутствие нормальности распределения остатков у посткризисной модели может указывать на наличие выбросов или нелинейной связи между зависимой переменной и ее предикторами;

3) по результатам оценок теста Фишера обнаружено, что подмножество переменных отражает значимость только в кризисный период. Это подтверждает нашу гипотезу о том, что между исследуемыми переменными влияние проявляется или усиливается только в моменты экономических шоков, что означает присутствие эффекта финансового заражения и его передачу от европейского фондового рынка к российскому.

В табл. 3 показаны результаты декомпозиции вклада экзогенных переменных в вариацию объясняемой переменной (RTSI), осуществленной согласно формуле (4). Они убедительно свидетельствуют о том, что вклад тестируемой переменной STOXX 50 в вариацию RTSI существенно выше в период кризиса (6,8%) по сравнению с аналогичным вкладом в докризисном и посткризисном периодах. Это также подтверждает наличие заражения российского фондового рынка от европейского фондового рынка в период острой фазы пандемии COVID-19.

Таблица 3

Результаты декомпозиции вариации доходности индекса RTSI, % вклада факторов

Период	USD	Urals	STOXX 50
Докризисный	50,34	4,03	0,28
Кризисный	55,58	12,78	6,81
Посткризисный	31,67	20,93	0,00

Источник: рассчитано авторами.

Далее представим результаты статистических тестов на финансовое заражение RTSI от STOXX 50 в рамках второго, третьего и четвертого центральных моментов распределения доходностей. Они отражают связи доходности одного инструмента с доходностью, волатильностью или асимметрией другого инструмента, а также связи волатильности доходностей двух инструментов. Результаты этих тестов представлены в табл. 4, ячейки с положительными тестами закрашены серым цветом.

Таблица 4

Результаты тестов на финансовое заражение RTSI от STOXX 50 на основе моментов совместного распределения доходностей

Центральные моменты распределения	Значения моментов			Тестовая статистика		p-value	
	ДК	К	ПК	К/ДК	К/ПК	К/ДК	К/ПК
Корреляция (FR ₁₁ тест)	0,058	0,192 0,042*	-0,001	-0,097	0,273	0,923	0,785
Коасимметрия CS ₁₂	-0,104	-0,692	-0,108	7,235	7,148	0,007	0,008
Коасимметрия CS ₂₁	0,117	-0,193	0,106	2,013	1,883	0,156	0,170
Кокуртозис СК ₁₃	-0,140	1,732	0,488	24,336	10,791	0,000	0,001
Кокуртозис СК ₃₁	-0,980	1,306	-0,740	36,324	29,247	0,000	0,000
Коволатильность CV ₂₂	0,069	1,431	-0,163	19,293	19,293	0,000	0,000

* Условный коэффициент корреляции кризисного периода, скорректированный на гетероскедастичность по методу Форбс — Ригобона, участвовал во всех тестах на заражение.

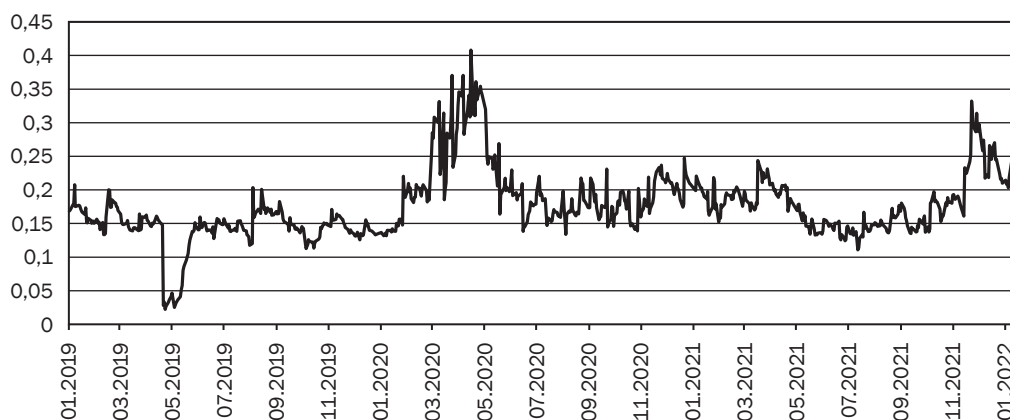
Источник: рассчитано авторами.

Таким образом, нами получены дополнительные доказательства наличия заражения по линии третьего (коасимметрия) и четвертого (кокуртозис и коволатильность) моментов распределения. Исключение составляет второй тест на коасимметрию, который не подтвердил заражения доходности RTSI от вариации (волатильности) доходности STOXX 50.

Чтобы продемонстрировать практическую значимость полученного вывода о заражении, нами была дополнительно построена модель DCC GARCH¹⁰ связи доходности индекса RTSI и STOXX 50 с помощью методики, изложенной в работе Р. Энга [Engle, 2002]. На ее основе были определены динамические условные корреляции, вариации и ковариации, с использованием которых далее был рассчитан динамический коэффициент β (связанности рынков) по формуле $\beta = \frac{Cov(r_Y; r_X)}{Var(r_Y)}$, где r_Y — условная доходность индекса RTSI, r_X — условная доходность индекса STOXX 50. Результаты изменения коэффициента β представлены на рис. 2. Они явно свидетельствуют о том, что в период острой фазы пандемии положительная связь доходности двух рынков существенно увеличилась. Это позволяет рекомендовать инвесторам воздерживаться от вложения в оба индекса одновременно или в подобные по структуре портфели в схожих с пандемическим шоком условиях. Между тем полученный результат пока еще ничего не говорит о возможности эффективной страновой и инструментальной диверсификации портфелей.

Рисунок 2

Коэффициент β связи индекса RTSI и STOXX 50



Источник: рисунок авторов.

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

В работе тестировалось заражение российского фондового рынка от европейского фондового рынка в период пандемического шока COVID-19. На основе динамики скользящего коэффициента вариации цен финансовых активов было проведено разграничение равных по продолжительности докризисного, кризисного и посткризисного периодов исследования. Тестирование заражения осуществлялось с помощью построения расширенных авторегрессионных моделей зависимости российского фондового индекса RTSI от композитного европейского индекса STOXX 50 с введением ряда контрольных переменных (цены на нефть и валютного курса рубля к доллару США) для каждого из трех периодов: докризисного, кризисного и посткризисного. Повышение оценки коэффициента при тестируемой переменной STOXX 50 и ее значимость в модели кризисного

¹⁰ DCC GARCH (Dynamic Conditional Correlation) — модель обобщенной авторегрессии динамической условной корреляции.

периода по сравнению с моделями докризисного и посткризисного периодов при высоком качестве самой модели явилось первым убедительным свидетельством заражения российского фондового рынка от европейского в период острой фазы пандемии. Вторым доказательством наличия эффекта заражения стало увеличение вклада тестируемой переменной STOXX 50 в вариацию объясняемой переменной RTSI в кризисном периоде по сравнению с соседними периодами.

Для дополнительного подтверждения заражения российского фондового рынка от европейского был проведен комплекс тестов на центральные моменты совместного распределения доходностей исследуемых фондовых индексов: тест Форбс — Ригобона для корреляции с коррекцией на гетероскедастичность, тесты на коасимметрию, кокуртозис и коволатильность распределения. В результате анализа был получен ряд положительных тестов на заражение российского фондового рынка как доходностью, так и волатильностью и асимметрией, а именно: нами обнаружено, что в период кризиса усилилось влияние доходности STOXX 50 на вариацию и асимметрию доходности RTSI, а асимметрии STOXX 50 — на доходность и вариацию RTSI.

Наконец, об усилении связи двух рынков в период пандемического шока свидетельствует также значительное увеличение условного коэффициента β их доходности, рассчитанного на основе модели DCC GARCH.

Таким образом, исследовательская гипотеза о финансовом заражении российского фондового рынка от европейского фондового рынка в период пандемического шока подтвердилась. При этом применяемый в работе инструментарий позволил подтвердить заражение скорее в форме co-movement (совместного однонаправленного движения рынков), нежели spillover (перелива риска), требующего иных методов исследования. За пределами исследования осталось и выявление конкретных каналов заражения, что также свидетельствует об ограниченности методологии исследования и предполагает ее развитие в будущем.

Понимание факторов, способствующих распространению рыночных потрясений в условиях глобализации финансовых рынков, помогает государственным органам принимать эффективные меры для реализации политики финансового регулирования и поддержания долгосрочной финансовой стабильности с учетом национальных интересов, вовремя разрабатывать фискальные и монетарные меры, направленные на нейтрализацию эффектов рыночного заражения в период воздействия внешних шоков. Это понимание также важно индивидуальным и коллективным инвесторам для эффективного управления инвестиционными портфелями и хеджирования рисков в период повышенной рыночной турбулентности.

Список источников / References

1. Ahrend R., Goujard A. (2014). Are all forms of financial integration equally risky? Asset price contagion during the global financial crisis. *Journal of Financial Stability*, 14, 35–53. <https://doi.org/10.1016/j.jfs.2013.12.005>.
2. Akhtaruzaman M., Boubaker S., Sensoy A. (2021). Financial contagion during COVID-19 crisis. *Finance Research Letters*, 38, 101604. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2020.101604>.
3. Amar A.B., Bouattour M., Bellalah M. et al. (2023). Shift contagion and minimum causal intensity portfolio during the COVID-19 and the ongoing Russia-Ukraine conflict. *Finance Research Letters*, 55 (A), 103853. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2023.103853>.
4. Aslam F. et al. (2022). Herding behavior during the COVID-19 pandemic: A comparison between Asian and European stock markets based on intraday multifractality. *Eurasian Economic Review*, 12 (2), 333–359. <https://doi.org/10.1007/s40822-021-00191-4>.
5. Ayadi S., Said H.B. (2020). The financial contagion effect of the subprime crisis on selected developed markets. *Annals of Spiru Haret University. Economic Series*, 20 (4), 65–100.
6. BenMim I., BenSaida A. (2019). Financial contagion across major stock markets: A study during crisis episodes. *The North American Journal of Economics and Finance*, 48, 187–201. <https://doi.org/10.1016/j.najef.2019.02.005>.

7. Campos-Martins S., Amado C. (2022). Financial market linkages and the sovereign debt crisis. *Journal of International Money and Finance*, 123, 102596. <https://doi.org/10.1016/j.jimonfin.2021.102596>.
8. Chen N., Jin X. (2020). Industry risk transmission channels and the spillover effects of specific determinants in China's stock market: A spatial econometrics approach. *The North American Journal of Economics and Finance*, 52, 101137. <https://doi.org/10.1016/j.najef.2019.101137>.
9. Corbet S., Larkin C., Lucey B. (2020). The contagion effects of the COVID-19 pandemic: Evidence from gold and cryptocurrencies. *Finance Research Letters*, 35, 101554. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2020.101554>.
10. Dasgupta A., Leon-Gonzalez R., Shortland A. (2011). Regionality revisited: An examination of the direction of spread of currency crises. *Journal of International Money and Finance*, 30 (5), 831–848. <https://doi.org/10.1016/j.jimonfin.2011.05.004>.
11. Dornbusch R., Park Y.C., Claessens S. (2000). Contagion: Understanding How It Spreads. *The World Bank Research Observer*, 15 (2), 177–197. <https://doi.org/10.1093/wbro/15.2.177>.
12. Engle R. (2002). Dynamic Conditional Correlation. *Journal of Business & Economic Statistics*, 20 (3), 339–350. <https://doi.org/10.1198/073500102288618487>.
13. Franch F., Nocciola L., Vouldis A. (2024). Temporal networks and financial contagion. *Journal of Financial Stability*, 71, 101224. <https://doi.org/10.1016/j.jfs.2024.101224>.
14. Fang Y. et al. (2021). Financial spillovers and spillbacks: New evidence from China and G7 countries. *Economic Modelling*, 94, 184–200. <https://doi.org/10.1016/j.econmod.2020.09.022>.
15. Forbes K., Rigobon R. (2002). No contagion, only interdependence: Measuring stock market co-movements. *Journal of Finance*, 57 (5), 2223–2261.
16. Fry R., Martin V.L., Tang C. (2010). A new class of tests of contagion with applications. *Journal of Business and Economic Statistics*, 28 (3), 423–437. <http://doi.org/10.1198/jbes.2010.06060>.
17. Fry-McKibbin R., Hsiao C.Y.L. (2018). Extremal dependence tests for contagion. *Econometric Reviews*, 37 (6), 626–649. <http://doi.org/10.1080/07474938.2015.1122270>.
18. Grillini S., Ozkan A., Sharma A. (2022). Static and dynamic liquidity spillovers in the Eurozone: The role of financial contagion and the Covid-19 pandemic. *International Review of Financial Analysis*, 83, 102273. <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2022.102273>.
19. Jiang H., Tang S., Li L. et al. (2022). Re-examining the Contagion Channels of Global Financial Crises: Evidence from the Twelve Years since the US Subprime Crisis. *Research in International Business and Finance*, 60, 101617. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2022.101617>.
20. Kenourgios D., Asteriou D., Samitas A. (2013). Testing for asymmetric financial contagion: New evidence from the Asian crisis. *The Journal of Economic Asymmetries*, 10 (2), 129–137. <https://doi.org/10.1016/j.jeca.2014.02.001>.
21. Khalid A.M., Kawai M. (2003). Was financial market contagion the source of economic crisis in Asia?: Evidence using a multivariate VAR model. *Journal of Asian Economics*, 14 (1), 131–156. [https://doi.org/10.1016/S1049-0078\(02\)00243-9](https://doi.org/10.1016/S1049-0078(02)00243-9).
22. Khan S., Park K.W. (K.). (2009). Contagion in the stock markets: The Asian financial crisis revisited. *Journal of Asian Economics*, 20 (5), 561–569. <https://doi.org/10.1016/j.asieco.2009.07.001>.
23. Lan T., Shao L., Zhang H. (2023). The impact of pandemic on dynamic volatility spillover network of international stock markets. *Empirical Economics*, 65 (5), 2115–2144. <https://doi.org/10.1007/s00181-023-02422-w>.
24. Liu Y., Wei Y., Wang Q. et al. (2022). International stock market risk contagion during the COVID-19 pandemic. *Finance Research Letters*, 45, 102145. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2021.102145>.
25. Lu Y., Xiao D., Zheng Z. (2023). Assessing stock market contagion and complex dynamic risk spillovers during COVID-19 pandemic. *Nonlinear Dynamics*, 111 (9), 8853–8880. <https://doi.org/10.1007/s11071-023-08282-4>.
26. Luchtenberg K.F., Vu Q.V. (2015). The 2008 financial crisis: Stock market contagion and its determinants. *Research in International Business and Finance*, 33, 178–203. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2014.09.007>.
27. Malkina M.Yu., Rogachev D.Yu. (2023). Financial Contagion of Russian Companies during the COVID-19 Pandemic. *Journal of Corporate Finance Research*, 17 (3), 55–71. <https://doi.org/10.17323/j.jcfr.2073-0438.17.3.2023.55-71>.
28. McIver R.P., Kang S.H. (2020). Financial crises and the dynamics of the spillovers between the US and BRICS stock markets. *Research in International Business and Finance*, 54, 101276. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2020.101276>.
29. Muharam H., Pratama M.A.J. (2020). Islamic Stock Markets Integration and Contagion Effect of China's Economic Slowdown. *Indicators: Journal of Economic and Business*, 2 (2), 137–147. <https://doi.org/10.47729/indicators.v2i2.71>.
30. Ozkan O. (2021). Impact of COVID-19 on stock market efficiency: Evidence from developed countries. *Research in International Business and Finance*, 58, 101445. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2021.101445>.
31. Park C.-Y., Shin K. (2020). Contagion through National and Regional Exposures to Foreign Banks during the Global Financial Crisis. *Journal of Financial Stability*, 46, 100721. <https://doi.org/10.1016/j.jfs.2019.100721>.
32. Sio-Chong U T., Lin Y., Wang Y. (2024). The impact of the Russia–Ukraine war on volatility spillovers. *International Review of Financial Analysis*, 93, 103194. <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2024.103194>.
33. Scherf M., Matschke X., Rieger M.O. (2022). Stock market reactions to COVID-19 lockdown: A global analysis. *Finance research letters*, 45, 102245. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2021.102245>.

34. Tabash M.I. et al. (2022). Role of 2008 financial contagion in effecting the mediating role of stock market indices between the exchange rates and oil prices: Application of the unrestricted VAR. *Cogent Economics & Finance*, 10 (1), 2139884. <https://doi.org/10.1080/23322039.2022.2139884>.
35. Tang C., Aruga K. (2021). Effects of the 2008 financial crisis and COVID-19 pandemic on the dynamic relationship between the Chinese and international fossil fuel markets. *Journal of Risk and Financial Management*, 14 (5), 207. <https://doi.org/10.3390/jrfm14050207>.
36. Tan X. et al. (2022). The impact of the COVID-19 pandemic on the global dynamic spillover of financial market risk. *Frontiers in Public Health*, 2022, 10, 963620–963636. <https://doi.org/10.3389/fpubh.2022.963620>.
37. Youssef M., Mokni K., Ajmi A.N. (2021). Dynamic connectedness between stock markets in the presence of the COVID-19 pandemic: does economic policy uncertainty matter? *Financial Innovation*, 7 (13). <https://doi.org/10.1186/s40854-021-00227-3>.
38. Yu H. et al. (2021). Risk contagion of global stock markets under COVID-19: A network connectedness method. *Accounting & Finance*, 61 (4), 5745–5782. <https://doi.org/10.1111/acfi.12775>.
39. Yuan Y., Wang H., Jin X. (2022). Pandemic-driven financial contagion and investor behavior: Evidence from the COVID-19. *International Review of Financial Analysis*, 83, 102315. <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2022.102315>.
40. Zorgati I., Lakhali F., Zaabi E. (2019). Financial contagion in the subprime crisis context: A copula approach. *The North American Journal of Economics and Finance*, 47, 269–282. <https://doi.org/10.1016/j.najef.2018.11.014>.

Информация об авторах

Марина Юрьевна Малкина, доктор экономических наук, профессор, главный научный сотрудник Центра макро- и микроэкономики Нижегородского государственного университета им. Н. И. Лобачевского, г. Нижний Новгород

Дмитрий Юрьевич Рогачев, кандидат социологических наук, научный сотрудник Центра макро- и микроэкономики Нижегородского государственного университета им. Н. И. Лобачевского, г. Нижний Новгород

Information about the authors

Marina Yu. Malkina, Doctor of Economic Sciences, Professor, Chief Researcher, Center for Macro- and Microeconomics, Lobachevsky State University of Nizhny Novgorod, Nizhny Novgorod

Dmitry Yu. Rogachev, Candidate of Sociology Sciences, Researcher, Center for Macro- and Microeconomics, Lobachevsky State University of Nizhny Novgorod, Nizhny Novgorod

Статья поступила в редакцию 24.01.2024
Одобрена после рецензирования 28.03.2024
Принята к публикации 05.04.2024

The article submitted January 24, 2024
Approved after reviewing March 28, 2024
Accepted for publication April 5, 2024

Перспективы трансформации системы международных расчетов в Российской Федерации на базе цифровых валют центральных банков

Антон Викентьевич Навой

E-mail: Ant.navoy@yandex.ru

Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации, г. Москва, Российская Федерация

Аннотация

Фрагментация глобального финансово-экономического пространства и сложности в организации международных расчетов поставили задачу перестройки всей системы международных расчетов Российской Федерации. Высокая заинтересованность России в надежной системе международных расчетов обусловлена высокими темпами вовлечения нашей страны в систему международного разделения труда, потребностью в высокотехнологичном импорте, сбыте сырьевой продукции и товаров высокого передела.

Одним из наиболее перспективных вариантов построения нового контура платежной инфраструктуры, защищенной от санкционного давления, является создание международной платежной системы, основанной на одноранговой децентрализованной сети, базирующейся на равноправии участников (англ. peer-to-peer – равный к равному), с использованием цифровых валют центральных банков (ЦВЦБ). Теоретическая проработка данной модели активно ведется на уровне профильного международного института – Комитета по платежным инфраструктурам. На сегодняшний день высокий уровень готовности к введению расчетов в ЦВЦБ демонстрируют Российская Федерация (цифровой рубль) и Китайская Народная Республика (цифровой юань). Становление платежной системы, базирующейся на ЦВЦБ, кардинально изменяет весь ландшафт международных расчетов, не только снижая стоимость транзакций, но и обеспечивая их полную надежность, прозрачность и защищенность от негативного воздействия третьих стран. Особый интерес представляет модель клиринговых расчетов с использованием ЦВЦБ в рамках стран БРИКС, которая позволит осуществить централизованный неттинг взаимных позиций стран – участниц объединения и постепенное вытеснение из взаимных расчетов валют развитых стран.

Ключевые слова: международная торговля, международные финансовые организации, международные расчеты, Комитет по платежным инфраструктурам, БРИКС, клиринг, цифровые валюты центральных банков, цифровые активы

JEL: G21, F24, F37, E58

Финансирование: статья подготовлена по результатам исследований, выполненных за счет бюджетных средств по государственному заданию Финансового университета при Правительстве Российской Федерации.

Для цитирования: Навой А. В. Перспективы трансформации системы международных расчетов в Российской Федерации на базе цифровых валют центральных банков // Финансовый журнал. 2024. Т. 16. № 2. С. 43–58. <https://doi.org/10.31107/2075-1990-2024-2-43-58>.

© Навой А. В., 2024

<https://doi.org/10.31107/2075-1990-2024-2-43-58>

Prospects for Transformation of the System of International Settlements in the Russian Federation Based on Central Banks Digital Currencies

Anton V. Navoy

Financial University under the Government of the Russian Federation, Moscow, Russian Federation
Ant.navoy@yandex.ru

Abstract

Fragmentation of the global financial and economic space and difficulties in the organization of international settlements cause the restructuring of the international settlement system of the Russian Federation. Russia's need for a reliable system of international settlements is due to its rapid involvement in the system of international trade, the need for high-tech imports, sales of raw materials and high-grade goods. One of the most promising options for a new design of payment infrastructure protected from sanctions pressure is the creation of an international payment system based on the peer-to-peer model using central bank digital currencies (CBDC). The Committee on Payment Infrastructures is actively theorizing this model. To date, the Russian Federation (digital ruble) and the People's Republic of China (digital yuan) demonstrate a high level of readiness to make settlements in the CBDC. The creation of a payment system based on CBDC fundamentally changes the entire landscape of international settlements, not only reducing the cost of transactions, but also ensuring their reliability, transparency and protection from the negative influence of other countries. Of particular interest is the model of clearing using CBDC in BRICS countries, which will allow for centralized netting of mutual positions of the countries in national currencies and gradual displacement of currencies of developed countries from mutual settlements.

Keywords: international trade, international financial organizations, international settlements, BRICS, clearing, central bank digital currencies, digital assets

JEL: G21, F24, F37, E58

Funding: The article is based on the results of research carried out at the expense of budgetary funds under the state assignment of the Financial University under the Government of the Russian Federation.

For citation: Navoy A.V. (2024). Prospects for Transformation of the System of International Settlements in the Russian Federation Based on Central Banks Digital Currencies. *Financial Journal*, 16 (2), 43–58 (In Russ.). <https://doi.org/10.31107/2075-1990-2024-2-43-58>.

© Navoy A.V., 2024

ВВЕДЕНИЕ

Фрагментация глобального финансово-экономического пространства и сложности в организации международных расчетов в условиях санкционного давления поставили задачу перестройки контура трансграничных платежей резидентов Российской Федерации с остальным миром. Объективная потребность нашей страны в построении надежной системы международных расчетов обусловлена высокими темпами ее вовлечения в систему международного разделения труда. За Российской Федерацией закрепилась ниша поставщика на международные рынки энергетических ресурсов, экспортера черных и цветных металлов, сельскохозяйственных и продовольственных товаров, продукции химической промышленности и машиностроения. С другой стороны, в целях сохранения поступательного развития российская экономика нуждается в импорте с международного рынка передовых научно-технических разработок, продукции высокого передела, образцов зарубежной техники, отдельных категорий продовольственных товаров и другой уникальной продукции.

На протяжении длительного периода времени торговый баланс Российской Федерации сводится с устойчивым профицитом, в основном за счет высокой динамики экспорта энергетических товаров. При этом итоги торговли нашей страны с отдельными торговыми партнерами неравномерны. С большинством торговых партнеров у Российской Федерации формируется положительное сальдо внешней торговли. Это обуславливает необходимость урегулирования профицита международных расчетов в международно признанных платежных средствах, в которых эквивалент чистого экспорта мог бы сохраняться и инвестироваться в течение длительного времени с минимальными курсовыми и инфляционными рисками. С частью торговых партнеров у Российской Федерации складывается дефицит внешней торговли, что требует его погашения в твердых валютах.

ДИНАМИКА КОМПОЗИЦИИ МЕЖДУНАРОДНЫХ РАСЧЕТОВ В РОССИЙСКОЙ ФЕДЕРАЦИИ

В теории обосновывается, что в идеальной модели построения системы международных расчетов страны основная часть платежей должна осуществляться в национальной валюте [Красавина, 1994]. Переход на осуществление международных расчетов в национальной валюте устраняет значительную часть рисков внешнеторговой деятельности, прежде всего курсовой риск, операционный риск, страновой риск, включая риск применения странами-партнерами односторонних конфискационных мер.

Таблица 1

Валютная структура расчетов по внешнеторговым контрактам в 2021 г., %

	Оплата экспорта	Оплата импорта	Разность, п. п.
Всего	100	100	
в российских рублях	14,3	27,9	-13,6
в долларах США	54,5	35,8	18,7
в евро	29,7	30,4	-0,7
в иных валютах	1,5	5,9	-4,4
Страны дальнего зарубежья	100	100	
в российских рублях	7,2	23,8	-16,6
в долларах США	58,6	37,2	21,4
в евро	32,7	32,8	-0,1
в иных валютах	1,5	6,2	-4,7
Страны БРИКС	100	100	
в российских рублях	14,2	4,7	9,5
в долларах США	36,6	59,6	-23,0
в евро	43,0	10,5	32,5
в иных валютах	6,2	25,2	-19,0
Страны СНГ	100	100	
в российских рублях	64,0	64,5	-0,5
в долларах США	25,5	22,7	2,8
в евро	8,3	9,0	-0,7
в иных валютах	2,2	3,8	-1,6
Страны ЕАЭС	100	100	
в российских рублях	70,4	73,6	3,2
в долларах США	18,8	17,8	-1,0
в евро	8,3	3,9	-4,4
в иных валютах	2,5	4,7	2,2

Источник: расчеты автора по данным Банка России. URL: http://www.cbr.ru/vfs/statistics/credit_statistics/cur_str.xlsx.

В Российской Федерации еще в 2015 г. был взят курс на постепенное замещение иностранных валют в международных расчетах российскими рублями. Валютная структура расчетов Российской Федерации по внешнеторговым контрактам в 2021 г. представлена в табл. 1.

Тем не менее полное замещение иностранных валют в международных расчетах не всегда осуществимо. Национальной валюты страны-экспортера, находящейся в распоряжении иностранных контрагентов, может быть недостаточно для оплаты всей суммы экспорта. Например, в случае перехода на рубли в расчетах Российской Федерации со всеми торговыми партнерами, имеющими отрицательный торговый баланс с Россией, неизбежно возникнет ситуация «рублевого голода» — у партнеров хронически не будет хватать выручки в рублях (которую они аккумулируют от ввоза товаров в Россию) для оплаты российских товаров, поступающих в страну по импорту. В результате неизбежно возникнет проблема поиска инструментов покрытия дефицита взаимных расчетов, но сама проблема окончательного урегулирования сальдо внешней торговли устранена не будет.

В виде математической записи «рублевый голод» в зарубежных юрисдикциях может быть отражен формулой:

$$V(\text{эксп.}i) \leq V(\text{имп.}i),$$

где $V(\text{эксп.}i)$ — выручка в рублях за экспорт товаров в Российскую Федерацию из i -й экономики;

$V(\text{имп.}i)$ — сумма в рублях, необходимая для оплаты импорта из Российской Федерации в i -ю экономику.

Такое неравенство будет характерно для торговых отношений Российской Федерации с большинством экономик в случае гипотетического перехода на расчеты в рублях во взаимных расчетах.

Таким образом, для Российской Федерации сохраняет актуальность проблема организации системы международных расчетов как в «токсичных» валютах, так и в национальных валютах формирующихся рынков в новых геополитических реалиях. Причем, как следует из тенденций 2022 и 2023 гг., несмотря на динамичное замещение валют недружественных юрисдикций национальными валютами формирующихся рынков (табл. 2), доля доллара США и евро играет важную роль в формировании экспортного и импортного потоков. Так, с 2021 по 2023 г. доля расчетов в валютах дружественных стран в экспортных поступлениях выросла с 1,0 до 29,4%, а недружественных — сократилась с 84,6 до 31,5%; в перечислениях за импорт доля валют дружественных стран увеличилась с 4,3 до 36,0%, а недружественных — упала с 67,6 до 34,0%.

Таблица 2

Динамика укрупненной валютной структуры международных расчетов Российской Федерации, % к итогу

		Экспорт			Импорт		
		2021	2022	2023	2021	2022	2023
Всего	в российских рублях	14,3	27,8	39,0	28,1	28,1	30,0
	в валютах государств и территорий по перечню*	84,6	63,6	31,5	67,6	56,6	34,0
	в прочих валютах	1,0	8,6	29,4	4,3	15,2	36,0
Азия	в российских рублях	20,3	28,3	36,1	19,7	18,5	22,3
	в валютах государств и территорий по перечню*	77,3	55,3	28,2	68,6	53,5	26,6
	в прочих валютах	2,5	16,4	35,8	11,6	28,0	51,0

		Экспорт			Импорт		
		2021	2022	2023	2021	2022	2023
Америка	в российских рублях	14,2	14,4	22,7	18,8	22,0	25,8
	в валютах государств и территорий по перечню*	85,8	85,3	74,9	81,2	77,7	69,6
	в прочих валютах	0,0	0,3	2,4	0,0	0,3	4,6
Африка	в российских рублях	1,7	14,5	38,1	3,5	21,8	34,2
	в валютах государств и территорий по перечню*	83,1	71,9	14,0	95,7	73,7	45,3
	в прочих валютах	15,2	13,6	47,8	0,8	4,5	20,5
Европа	в российских рублях	11,6	27,7	49,7	34,1	40,5	47,9
	в валютах государств и территорий по перечню*	88,3	69,9	42,8	65,7	58,4	48,4
	в прочих валютах	0,1	2,4	7,5	0,3	1,1	3,8
Карибский бассейн	в российских рублях	35,0	57,0	77,8	13,3	7,1	22,0
	в валютах государств и территорий по перечню*	61,0	41,6	19,9	86,4	91,9	36,3
	в прочих валютах	4,1	1,3	2,4	0,3	1,0	41,7
Океания	в российских рублях	13,8	23,3	25,7	1,7	8,9	27,0
	в валютах государств и территорий по перечню*	86,2	62,7	18,6	98,3	81,0	51,4
	в прочих валютах	-	14,0	55,7	0,0	10,1	21,6

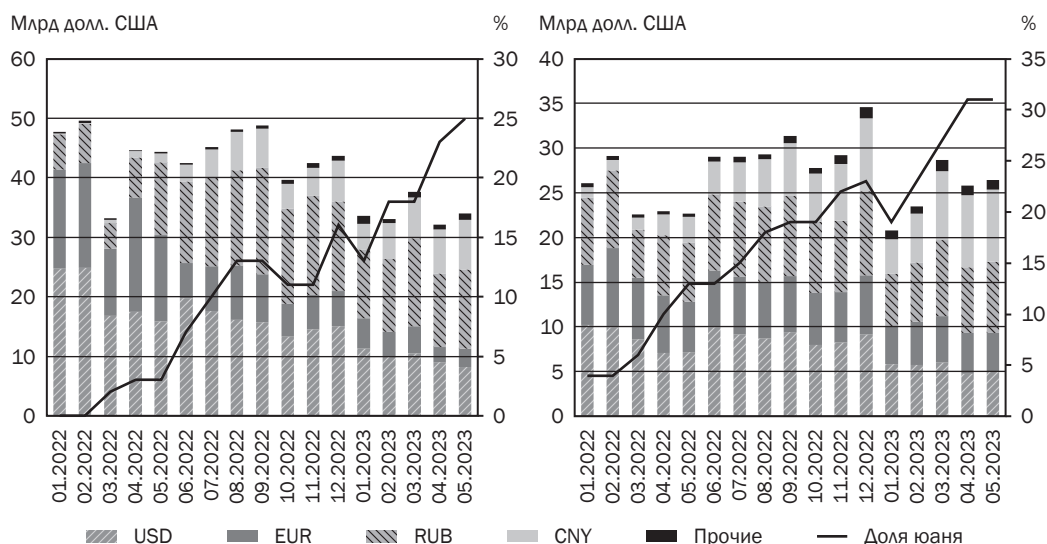
* В соответствии с Распоряжением Правительства РФ от 05.03.2022 № 430-р «Об утверждении перечня иностранных государств и территорий, совершающих недружественные действия в отношении Российской Федерации, российских юридических и физических лиц».

Источник: расчеты автора по данным Банка России за 2019–2023 гг. URL: https://www.cbr.ru/vfs/statistics/credit_statistics/cur_str_new.xlsx.

Наиболее динамично растет объем расчетов в китайских юанях, причем в обслуживании не только экспортного, но и импортного внешнеторгового потока (рис. 1).

Рисунок 1

Объемы экспорта и доля юаня в структуре экспорта (слева) и импорта (справа)



Источник: Банк России, 2023. URL: http://www.cbr.ru/collection/collection/file/45128/orfr_2023-06.pdf.

При этом китайский юань постепенно вытесняет резервные валюты из композиции внешнеторговых расчетов. Тем не менее в организации международных расчетов в китайских юанях сохраняются схожие с расчетами в токсичных валютах проблемы. Это прежде всего недостаточная надежность и безопасность международных транзакций, в том числе в связи с геополитическими рисками и рисками применения вторичных санкций третьими странами.

В значительной степени разрешению данной проблемы будет способствовать переход на использование цифровых валют центральных банков (ЦВЦБ) в качестве международного средства платежа.

КОНЦЕПТУАЛЬНЫЕ ОСНОВЫ ПОСТРОЕНИЯ СИСТЕМЫ МЕЖДУНАРОДНЫХ РАСЧЕТОВ НА БАЗЕ ИСПОЛЬЗОВАНИЯ ЦВЦБ

Концептуальный аппарат ЦВЦБ достаточно глубоко разработан Комитетом по платежным и расчетным инфраструктурам (КПРИ) (*Committee on Payments and Market Infrastructures, CPMI*), структурно входящим в состав Банка международных расчетов (далее — БМР). В соответствии с документами КПРИ организация международной платежной системы, базирующейся на ЦВЦБ, относится к модели платежной системы peer-to-peer. Она представляет собой механизм проведения международных расчетов, не предполагающий наличия финансового посредника между отправителем и получателем денежных средств. Таким образом, в данной модели фактически устраняется потребность в использовании для расчетов корреспондентских счетов банков, а сама модель базируется на децентрализованных расчетах между участниками. Для таких платежей характерно использование технологии распределенного реестра (TRP, блокчейн) [BIS, 2017], позволяющей сохранить у участников всю информацию о транзакции.

По признанию КПРИ, проблемой данной модели расчетов является неопределенность правового статуса цифровых валют и цифровых активов, а также их нелегитимность в некоторых юрисдикциях. Кроме того, проведение крупных операций в цифровых валютах неизбежно подразумевает вовлечение посредника — криптобиржи, которая может выступать объектом государственного контроля или вводить собственные ограничения. Примером таких ограничений могут быть, например, ограничения криптобиржи Binance в отношении проведения операций россиянами [Financial Stability Board, 2020].

Данная проблема снимается использованием ЦВЦБ, легитимность которых, равно как и правовой статус, подтверждены в официальных нормативных актах стран-эмитентов. Тем не менее теоретическая концепция ЦВЦБ остается дискуссионной и неапробированной на практике. Согласно определению Официального форума по денежно-кредитным и финансовым институтам под ЦВЦБ предлагается понимать деньги центрального банка в цифровой форме, которые служат новым средством платежа и альтернативой наличным деньгам [OMFIF, 2019]. В соответствии с этой позицией ЦВЦБ обладает следующими характеристиками:

- представляет собой обязательство центрального банка в цифровой форме, деноминированное в суверенной (национальной) валюте;
- имеет свойства как наличных денег, так и депозитов (счетов) в центральном банке;
- для операций с ЦВЦБ и сохранения информации о транзакциях используется TRP или иные информационные технологии.

БМР предпринял попытку выработать требования к характеристикам ЦВЦБ, которые позволяют повысить эффективность их использования в качестве альтернативы наличным деньгам: 1) инструментальные требования — конвертируемость (свободный обмен цифровой валюты по номинальной стоимости на наличные деньги), удобство (возможность использования физическими лицами и малым бизнесом без специальных устройств и знаний), признание (возможность расчета цифровой валютой во всех торговых точках

и между физическими лицами, включая возможность проведения офлайн-транзакций в течение ограниченного периода времени на определенную сумму), а также низкие тарифы; 2) системные требования — анонимность и конфиденциальность, безопасность, доступность, удобство для пользователя, контроль [OMFIF, 2019].

Специалисты БМР констатируют, что в части организации платежей с использованием ЦВЦБ остаются неясными преимущества таких систем. Вовлечение цифровых валют создает определенный конфликт между анонимностью транзакций и требованиями их прозрачности для целей банковского надзора и налогового учета. Нерешенными остаются и вопросы обращения ЦВЦБ юридического и технического характера, а также вопрос обеспечения кибербезопасности [Bech, Garratt, 2017].

Концептуально ЦВЦБ опосредованно связаны с обязательствами центрального банка, однако не являются таковыми в формально-юридическом смысле. Цифровые кошельки в ЦВЦБ открываются в цифровой системе, оператором которой выступает центральный банк. При этом на балансе центрального банка появляются обязательства перед банками — поставщиками платежных услуг в сумме заблокированных средств на корреспондентских счетах банков в целях ввода в цифровую систему цифровых валют.

Формально ЦВЦБ сохраняют связь с деньгами центрального банка. Однако механизм обращения цифровой валюты отличается от других форм денег тем, что функцию цифрового кошелька выполняет не счет, открытый участникам расчетов, а устройство (аппаратно-программный комплекс), подключенное к сети соединенных устройств, являющихся носителями информации распределенного реестра. Таким образом, в отличие от конвенциональных (нецифровых) банковских счетов и способов расчетов с использованием банковских счетов в обращении ЦВЦБ используются технологии цифрового преобразования платежного средства, синхронизированного учета транзакций в распределенном реестре и криптографической защиты информации. Иными словами, по своей экономической природе ЦВЦБ ближе к категории технологически модифицированных электронных денег, то есть денежных средств, обращающихся в системах расчетов без открытия банковского счета.

Одноранговый характер расчетов, базирующихся на использовании ЦВЦБ, позволяет подключить к ним в рамках TPP как физических лиц, так и бизнес. Для этого используются оптовая и розничная формы ЦВЦБ (*wholesale CBDC* и *retail CBDC*) [Tan, 2021].

Розничная ЦВЦБ используется преимущественно при совершении платежных операций в сегменте B2C, при этом доступ к цифровым кошелькам получают все участники расчетов. Данная форма цифровой валюты повышает скорость и доступность электронных платежей для всех пользователей (как частных лиц, так и компаний), снижает издержки на проведение платежных транзакций, повышает отклик участников рынка на сигналы монетарной политики.

В свою очередь, *оптовая ЦВЦБ* предполагает доступ к цифровым кошелькам только участников межбанковского рынка (кредитные организации и расчетные институты). Использование оптовой ЦВЦБ позволяет улучшить качество межбанковских расчетов, повысить скорость их проведения, снизить издержки банков на совершение транзакций, уменьшить риски финансовых институтов в связи с международными платежами.

Универсальных подходов к эмиссии ЦВЦБ пока не выработано. В международной практике сложилось два основных механизма эмиссии ЦВЦБ. *Прямой (централизованный) механизм*, предполагающий выпуск и управление цифровой валютой исключительно центральным банком либо группой уполномоченных банков, и *децентрализованный механизм*, основанный на передаче части компетенций, связанных с управлением цифровыми кошельками, коммерческим банкам. При этом на банки возлагается функция обмена информацией, связанной с платежными транзакциями клиентов с использованием цифровой валюты, с центральным банком, обеспечение безопасности каналов связи, а также выполнение требований стандартов в области противодействия отмыванию денег.

Вопрос вовлечения кредитных организаций в процесс эмиссии и обращения ЦВЦБ представляется наиболее сложным. В одних прототипах платежных систем с использованием ЦВЦБ кредитные организации являются активными участниками взаимных расчетов в цифровых валютах, исполняя платежные поручения клиентов. На центральный банк в этом случае возлагаются функции эмиссии ЦВЦБ, в том числе путем формирования в реестре записи о пополнении цифрового кошелька коммерческого банка с одновременной блокировкой соответствующего объема денежных средств на счете последнего в центральном банке и их последующего вывода из системы. Центральный банк является оператором цифровой платежной системы, центром концентрации информации о платежных транзакциях и о средствах на цифровых кошельках клиентов банков. Кроме того, в данном контуре центральный банк может осуществлять надзорные и другие контрольные полномочия (например, контроль за государственными расходами и за сбором налоговой информации).

В других прототипах платежных систем с использованием ЦВЦБ все этапы эмиссии и обращения цифровых валют осуществляются центральным банком, в то время как кредитные организации выполняют лишь вспомогательные функции. Кредитные организации выполняют поручения клиентов на списание средств со своих «классических» банковских счетов и их зачисление на цифровые кошельки и обратный перевод средств с цифровых кошельков на банковские счета. При этом банки формируют «параллельный» платежно-расчетный контур с использованием частных денег и традиционных расчетных механизмов.

Активизация интереса центральных банков к разработке собственных проектов ЦВЦБ отмечается на протяжении последнего десятилетия. По данным исследователей, около 80% центральных банков ведут исследования в области цифровых валют [Rohr, Wright, 2019].

Основной причиной популярности ЦВЦБ среди центральных банков выступает потребность в создании новой формы денег, обладающих наряду со свойствами обычных денег рядом новых характеристик. К их числу следует отнести хранение практически полной информации обо всех транзакциях с использованием ЦВЦБ посредством механизма распределенного реестра, что затрудняет расчеты в теневом секторе экономики, повышает прозрачность контроля за государственными расходами, сбором налогов, а также сводит на нет различные мошеннические схемы. Внедрение ТРР в сферу платежей и расчетов позволяет упростить и удешевить процедуру расчетов, сделать возможным осуществление платежей офлайн, то есть производить платежи без доступа к высокоскоростному интернету.

По нашему мнению, в условиях обострения геополитической напряженности одной из важнейших перспективных целей является вовлечение ЦВЦБ в организацию международных расчетов. Использование ЦВЦБ избавляет участников международных расчетов от связи с платежной инфраструктурой и банковскими системами недружественных стран, позволяет скрыть информацию о платежных транзакциях для невовлеченных в сделку игроков.

Модель эмиссии ЦВЦБ предполагает локализацию сведений о трансграничных расчетах между контрагентами из различных юрисдикций у центрального банка — эмитента цифровой валюты и, в отдельных прототипах ЦВЦБ, у вовлеченных в сделку кредитных организаций. Таким образом, минимизируются как страновые, политические, так и операционные риски. Более того, значительно облегчается сам процесс обмена средствами на электронных кошельках резидентов и нерезидентов, который может происходить децентрализованно, в офлайн-режиме, минуя традиционных банковских посредников и механизмы платежно-расчетных инфраструктур.

При этом возможно вовлечение в международные расчеты иностранных контрагентов как в розничных, так и оптовых ЦВЦБ, в то время как роль традиционных посредников внешнеэкономической деятельности — банков постепенно снижается.

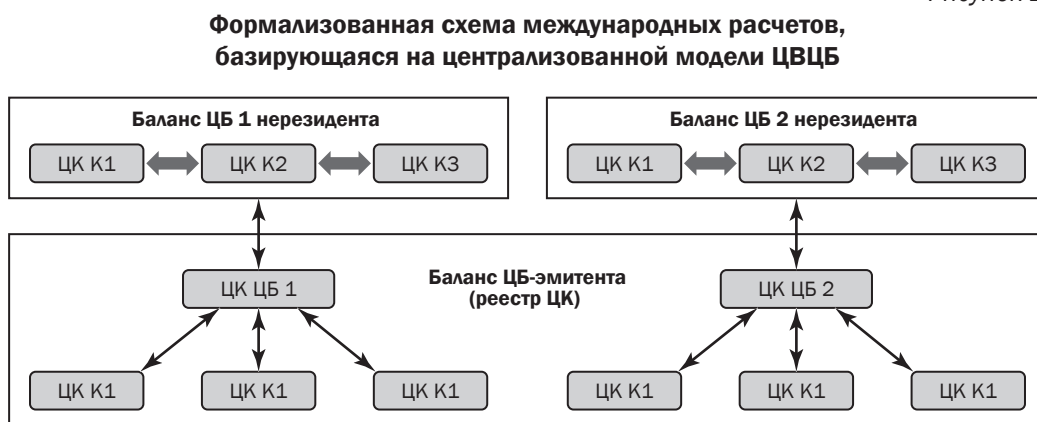
Дискуссионным остается вопрос о вовлечении в систему международных расчетов с использованием ЦВЦБ кредитных организаций. Инновационный хаб БМР осуществил ряд публикаций в рамках аналитического сопровождения проектов трансграничных платежных систем на базе ЦВЦБ (*Dunbar* и *Inthanon-LionRock (mBridge)* [BIS, 2021]). Данные публикации БМР и публикации в рамках других аналогичных международных проектов (*Jasper-Ubin* [Bank of Canada, 2019]) позволяют заключить, что использование оптовых ЦВЦБ не приводит к снижению роли коммерческих банков в качестве посредников во внешнеэкономической деятельности. Банки продолжают обслуживать расчеты небанковских клиентов в «розничных» ЦВЦБ, объединяя их в «пакеты» крупнооптовых платежей при проведении взаимных расчетов с использованием оптовых цифровых валют [Семеко, 2022]. Вместе с тем из контура одноранговой цифровой платежной системы практически исключаются услуги банков-корреспондентов как проводников расчетов, поскольку все платежи в ЦВЦБ опосредуются на уровне цифровых кошельков в центральном банке.

Полагаем, что, исходя из теоретической конструкции ЦВЦБ, возможно построение двух базовых моделей международных расчетов: централизованной и децентрализованной.

Централизованная модель международных расчетов, базирующаяся на ЦВЦБ

В рамках данной модели центральным банком, выступающим организатором закрытой международной платежной системы, и оператором цифровой системы создаются цифровые кошельки центральных банков стран-контрагентов — ЦК ЦБ1 и ЦК ЦБ2 (рис. 2).

Рисунок 2



Источник: рисунок автора.

Образы цифровых кошельков центральных банков-контрагентов (ЦК ЦБ1 и ЦК ЦБ2) используются для аккумуляции всей совокупности расчетов в цифровой платежной инфраструктуре на территории страны-контрагента между зарубежными клиентами (ЦК К1, ЦК К2). То есть все расчеты в ЦВЦБ между банками и участниками расчетов на территории страны-контрагента будут осуществляться в цифровых кошельках, которые ведет иностранный центральный банк (ЦБ1 нерезидент, ЦБ2 нерезидент), и отражаться итоговым движением средств в цифровом кошельке центрального банка страны-контрагента, созданном центральным банком-эмитентом (ЦК ЦБ1 и ЦК ЦБ2).

Последующие итоговые зачисления и списания с цифрового кошелька в стране — организаторе платежной системы осуществляются на основе всей совокупности транзакций между резидентами страны-организатора и нерезидентами из стран-контрагентов.

При этом на центральный банк — организатор расчетов возлагается создание цифровых кошельков в ЦВЦБ для ЦБ-нерезидента с одновременной блокировкой соответствующего объема денежных средств на счете последнего в центральном банке-организаторе и вывод средств с цифровых кошельков в ЦВЦБ с обратной последовательностью действий.

Полагаем, что в сравнении с проведением между центральными банками обычных расчетов по взаимным корреспондентским счетам модель, базирующаяся на использовании ЦВЦБ, позволит максимально упростить взаимодействие между участниками ВЭД, сведя их отношения к возможности проведения транзакций в рамках одноранговой сети и минимизировав временные и финансовые издержки, связанные с вовлечением банковских посредников. Кроме того, использование расчетов в ЦВЦБ позволит вовлечь в оборот цифровые валюты, в которых, как представляется, будет осуществляться все большая часть расчетов в рамках бюджетного процесса.

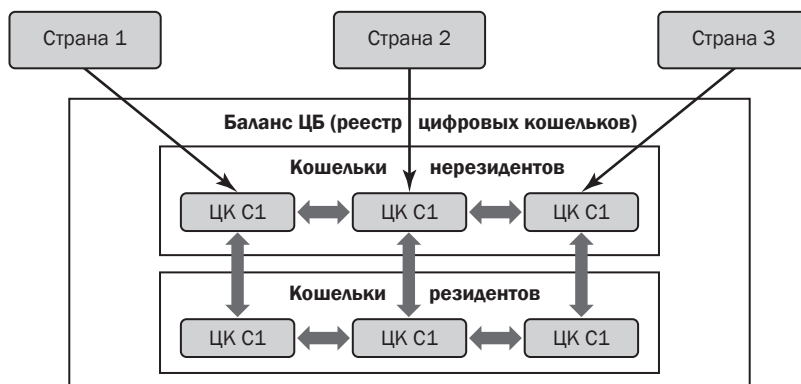
Децентрализованная модель международных расчетов, базирующаяся на ЦВЦБ

В рамках данной модели центральным банком — оператором цифровой системы открываются цифровые кошельки клиентам — нерезидентам из стран-контрагентов, как кредитным организациям, так и бизнесу и физическим лицам. По данным кошелькам осуществляются международные расчеты с резидентами страны — организатора расчетов. При этом средства на цифровых кошельках, находящиеся в распоряжении нерезидента, могут использоваться для транзакции на территории страны-контрагента, в том числе для расчетов по экспортно-импортным операциям, а также для обслуживания других транзакций между резидентами страны-контрагента. Фактически в данном прототипе вся система расчетов в ЦВЦБ, в том числе между контрагентами, пребывающими за рубежом, находится под полным контролем центрального банка-эмитента (рис. 3).

Концептуальная простота децентрализованной модели международных расчетов сопрягается с крайне высоким уровнем затрат на обслуживание одновременно транзакции банков и небанковских корпораций, а также физических лиц. Кроме того, необходимо учитывать практически полное исключение банков из контура данной модели, что чревато фрагментацией денежной системы и созданием фактически изолированного параллельного контура обращения ЦВЦБ. В связи с этим полагаем, что децентрализованная модель является скорее теоретической абстракцией, нежели реальным прототипом.

Рисунок 3

Формализованная схема международных расчетов, базирующаяся на децентрализованной модели ЦВЦБ



Источник: рисунок автора.

Следует отметить, что в обеих моделях организации международных расчетов с использованием ЦВЦБ и трансграничных транзакций исключается потребность в «классических» корреспондентских отношениях международных банков. Это снимает для участников ВЭД практически все ограничения, связанные с организацией международных расчетов через иностранные банки, включая риски открытия и ведения счетов в кредитных организациях, находящихся в недружественных юрисдикциях, и риски раскрытия детальной информации о трансграничных сделках.

ПРАКТИЧЕСКИЕ АСПЕКТЫ ОРГАНИЗАЦИИ МЕЖДУНАРОДНЫХ РАСЧЕТОВ НА БАЗЕ ЦВЦБ

С учетом степени развития технологий ЦВЦБ в России и КНР наиболее перспективной представляется организация закрытой международной платежной системы типа peer-to-peer на базе использования цифрового рубля и цифрового юаня. С учетом того, что возрастающий объем внешнеторговых потоков обслуживается китайским юанем, реализация данной платежной системы позволит обеспечить защищенное и надежное проведение до 75% всех международных транзакций российских контрагентов.

Цифровой рубль

В основе концепции цифрового рубля [Банк России, 2021] — совмещение преимуществ наличных и безналичных денег. В докладе «Цифровой рубль» [Банк России, 2020] было представлено четыре модели обращения цифровой валюты. Модель D была избрана в качестве базовой для тестирования, открытого в середине февраля 2022 г.¹ (см. «Схему модели цифрового рубля» [Банк России, 2020]). В рамках данной модели банки осуществляют основной объем операций, связанных с ведением «розничных» цифровых кошельков клиентов: зачисление на них средств, переводы цифровой валюты с кошелька на кошелек, информирование клиентов о транзакциях. В свою очередь, за Банком России закрепляется функция ведения «оптовых» кошельков банков, по которым осуществляется движение цифровых рублей клиентов (см. рисунок 5). При этом полный объем информации о движении средств по цифровым кошелькам клиентов сохраняется у центрального банка.

Таким образом, в Российской Федерации принята гибридная модель ЦВЦБ, сочетающая черты как оптовой цифровой валюты (зачисление на счет кредитной организации), так и розничной цифровой валюты (расчеты между клиентами кредитной организации). Так же как и при использовании наличных денег, оплата цифровым рублем может осуществляться даже при отсутствии доступа к интернету или мобильной связи. При этом платформа цифрового рубля интегрирована с существующей платежной инфраструктурой для бесшовного и прозрачного встраивания цифрового рубля в систему безналичных расчетов.

Платформа цифрового рубля, как заявляется в базовых документах, открыта для межсистемного взаимодействия с инфраструктурой других стран при осуществлении трансграничных платежей в цифровых рублях.

При этом иностранный контрагент для открытия цифрового кошелька должен иметь счет в российском банке, пройдя для этого все необходимые процедуры идентификации и проверки.

Цифровой юань

Разработка проекта цифрового юаня официально стартовала в 2017 г. на основе решения Госсовета. Китайский вариант ЦВЦБ получил наименование e-CNY, или Digital Currency

¹ Решение о прототипе модели цифрового рубля было принято в 2021 г. на основе общественных консультаций и обсуждения доклада «Цифровой рубль».

Electronic Payment (DCEP). e-CNY в соответствии с концептуальными подходами [People's Bank of China, 2021] сохраняет все функции денег, выступает законным средством платежа на территории КНР и является обязательством центрального банка.

Модель обращения e-CNY — двухуровневая. На первом уровне осуществляется эмиссия цифровой валюты в рамках открытых коммерческими банками цифровых кошельков. На этом уровне происходит движение по цифровым кошелькам кредитных организаций. На втором уровне открываются цифровые кошельки клиентам — конечным пользователям. Причем в первой базе данных («оптовых» e-CNY) аккумулируется информация об обращении цифровых юаней, эмитированных Народным банком Китая (НБК), на уровне коммерческих банков, а вторая база данных предназначена для сбора сведений об обращении «розничных» цифровых юаней на уровне клиент — банк. При этом предусмотрен сквозной контроль: 1) за процессом регистрации пользователей цифровой валюты и владельцев электронных кошельков; 2) за хранением данных о транзакциях, совершаемых с использованием цифровых кошельков; 3) за выполнением функций анализа операций с цифровой валютой (концепция двух баз данных и трех дата-центров).

Как следует из прототипа e-CNY, моделям обращения цифрового рубля и цифрового юаня присущ ряд схожих черт. Это в первую очередь сочетание оптовой (централизованной) формы эмиссии ЦВЦБ в пользу кредитных организаций и децентрализации полномочий по обслуживанию розничных транзакций клиентов коммерческими банками при сохранении централизованного учета транзакций и владельцев кошельков в центральном банке.

В рамках пилотного проекта e-CNY обслуживает внутренние розничные платежи на территории КНР. Цифровые юани выпускаются в двух формах: оптовой и розничной. Оптовые e-CNY эмитируются на цифровые кошельки коммерческих банков и обеспечивают проведение крупнооптовых платежей внутри банковской системы. Розничные e-CNY обеспечивают транзакции между физическими лицами. Особенностью китайского прототипа ЦВЦБ является то, что оптовые e-CNY на цифровых кошельках коммерческих банков приравнены к наличным деньгам и учитываются при определении параметров денежно-кредитной политики.

Международные транзакции с цифровым юанем пока представлены возможностью для иностранных граждан открывать электронный кошелек в юанях и обслуживать розничные платежи без открытия банковского счета.

Одной из важнейших перспективных целей внедрения цифрового юаня в КНР является расширение возможностей для совершенствования трансграничных платежей в e-CNY, или интернационализация юаня. В данном направлении НБК занимает проактивную позицию, участвуя в создании на уровне КПРИ единых стандартов международных расчетов с использованием ЦВЦБ, а также продвигая инициативы «Группы 20» и других международных организаций в данном направлении [Mancini-Griffoli et al., 2018; Khiaonarong, Humphrey, 2019].

Перспективы создания закрытой международной платежной системы на базе цифрового рубля и цифрового юаня

С учетом особенностей конструкции цифрового рубля и цифрового юаня при потенциальном построении закрытой платежной системы peer-to-peer, базирующейся на использовании двух цифровых валют, очевидно, что более жизнеспособным является применение централизованной формы расчетов, изображенной на рис. 2.

В общем виде закрытая платежная система peer-to-peer, базирующаяся на использовании цифрового юаня и цифрового рубля, может быть представлена в следующем виде (см. рис. 4).

В цифровой системе Банка России открывается «оптовый» цифровой кошелек НБК, через который осуществляются расчеты между «оптовыми» цифровыми кошельками российских банков и банков КНР, связанных с обслуживанием внешнеторговой деятельности между отечественными и китайскими участниками ВЭД. При открытии цифрового кошелька НБК осуществляется блокировка части корреспондентских счетов НБК в целях ввода в цифровую систему цифровых рублей. Причем все транзакции в цифровых рублях, осуществляемые банками КНР, отражаются на «оптовом» цифровом кошельке НБК.

По аналогичной схеме в цифровой системе НБК открывается «оптовый» цифровой кошелек Банка России в цифровом юане, на нем отражаются все транзакции в e-CNY, связанные с обслуживанием внешнеторговых потоков между участниками ВЭД с использованием ЦВЦБ КНР, которые опосредуются движением по «оптовыми» цифровым кошелькам российских и китайских банков. Так же как и в случае с цифровым рублем, при открытии цифрового кошелька Банка России блокируется часть корреспондентских счетов Банка России в целях ввода в цифровую систему цифровых юаней. Все транзакции в цифровых юанях, осуществляемые по «оптовыми» цифровым кошелькам российских банков, отражаются в «оптовом» цифровом кошельке, открытом Банку России в НБК в цифровых юанях.

На различных элементах схемы, в зависимости от типа транзакции, используются розничные или оптовые ЦВЦБ. Оптовые цифровые юани и оптовые цифровые рубли используются на «верхнем» уровне в крупных межбанковских транзакциях между цифровыми кошельками, открытыми в НБК и в Банке России, а также в операциях коммерческих банков с НБК и Банком России. Розничные ЦВЦБ используются в клиентских операциях участников ВЭД.

Рисунок 4

Формализованная схема закрытой системы международных расчетов, базирующейся на цифровом юане и цифровом рубле



Источник: рисунок автора.

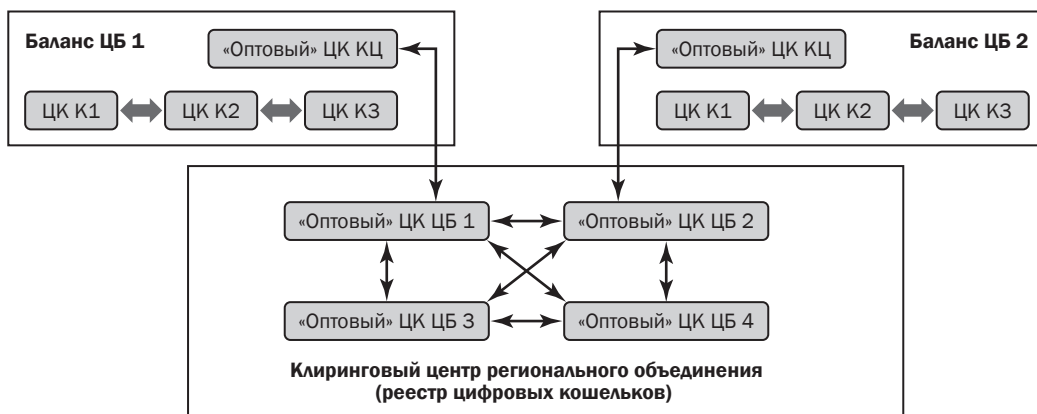
Перспективы построения системы международных расчетов на базе использования ЦВЦБ стран БРИКС

Идея построения закрытой международной платежной системы на базе цифровых валют стран БРИКС обсуждалась и на полях саммитов БРИКС. В 2019 г. в рамках трехсторонних переговоров России, Китая и Индии проходило обсуждение планов создания единой системы международных расчетов с использованием ЦВЦБ. Данная система, как предполагалось, могла быть создана на основе систем обмена финансовыми сообщениями (СПФС Банка России и китайской CIPS). Кроме того, рассматривалось создание «корзины цифровых валют» стран БРИКС, в которую на первом этапе вошли бы рубль и юань с собственными платежными системами². Предлагалось задействовать для организации функционирования единой платежной системы ЦВЦБ БРИКС действующий в Москве клиринговый центр для расчетов в китайских юанях на базе Торгово-промышленного банка Китая (ICBC), а также другие площадки стран БРИКС.

Модель функционирования платежной системы, базирующейся на использовании ЦВЦБ стран БРИКС, представлена на рис. 5. Центральные банки — участники расчетов открывают «оптовые» цифровые кошельки в едином клиринговом центре. Расчеты, осуществляемые между участниками международных транзакций в ЦВЦБ, отражаются в виде списаний и зачислений по «оптовым» цифровым кошелькам соответствующих центральных банков в режиме реального времени.

Рисунок 5

Формализованная схема международных расчетов с использованием ЦВЦБ на базе клирингового центра БРИКС



Источник: рисунок автора.

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

Представленная схема организации международных расчетов, базирующаяся на использовании ЦВЦБ, снимает основную часть проблем обеспечения надежности и безопасности трансграничных платежей между странами — торговыми партнерами из дружественного для Российской Федерации блока. С учетом растущих объемов внешней торговли со странами Ближнего и Дальнего Востока потенциально такая схема может покрыть

² Рыбин А. Глава РСПП Шохин предложил создать платежную систему в странах БРИКС // Российская газета. 25.02.2022. URL: <https://rg.ru/2022/02/25/glava-rspp-shohin-predlozhit-sozdat-platezhnuiu-sistemu-v-stranah-briks.html>.

большую часть платежей между Российской Федерацией и остальным миром. Основной проблемой выступает неапробированность массового использования ЦВЦБ в международных расчетах, а также настороженное отношение к ЦВЦБ со стороны руководства стран — участниц БРИКС, особенно стран, не обладающих достаточно развитой цифровой инфраструктурой. Кроме того, нерешенными остаются вопросы обеспечения безопасности трансграничных расчетов с использованием ЦВЦБ, отсутствия единых стандартов и требований к функционированию платежной инфраструктуры ЦВЦБ, в том числе на уровне международных организаций (КПРИ).

В связи с этим наиболее актуальными решениями являются форсированное тестирование трансграничных платежных транзакций с ЦВЦБ России и Китая, в том числе в рамках технологического обмена опытом; унификация стандартов и требований к функционированию инфраструктуры ЦВЦБ, которая будет задействована для проведения международных расчетов. В дальнейшем позитивный опыт использования цифрового рубля и цифрового юаня может быть масштабирован в рамках создания единой платежной платформы стран БРИКС.

Список источников

1. Концепция цифрового рубля. Москва: Банк России, 2021. URL: https://cbr.ru/Content/Document/File/120075/concept_08042021.pdf.
2. Международные валютно-кредитные и финансовые отношения / Учебник под ред. Л. Н. Красавиной. Москва: Финансы и статистика, 1994.
3. Обзор рисков финансовых рынков. Москва: Банк России, 2023. URL: http://www.cbr.ru/collection/collection/file/45128/orfr_2023-06.pdf.
4. Семёко Г. В. Суверенная цифровая валюта: новые возможности для трансграничных платежей // Финансовый журнал. 2022. Т. 14. № 4. С. 108–121. <https://doi.org/10.31107/2075-1990-2022-4-108-121>.
5. Цифровой рубль. Доклад для общественных консультаций. Москва: Банк России, 2020. URL: https://www.cbr.ru/StaticHtml/File/112957/Consultation_Paper_201013.pdf.
6. Bech M., Garratt R. Central bank cryptocurrencies / BIS Quarterly Review, September 2017.
7. Distributed ledger technology in payment, clearing and settlement: an analytical framework / BIS, 2017. URL: <https://www.bis.org/cpmi/publ/d157.pdf>.
8. Enhancing Cross-border Payments Stage 1 report to the G20: Technical background report / Financial Stability Board, 2020.
9. Inthanon-LionRock to mBridge: Building of multi CBDC platform for international payments / BIS, 2021. 72 p. URL: <https://www.bis.org/publ/othp40.pdf>.
10. Jasper — Ubin Design Paper: Enabling Cross-Border High Value Transfer Using Distributed Ledger Technologies / Bank of Canada, Monetary Authority of Singapore, 2019. 44 p. URL: <https://www.mas.gov.sg/-/media/Jasper-Ubin-Design-Paper.pdf?la=en&hash=EF5857437C4857373A9287CD86F56D0E7C46E7FF>.
11. Khiaonarong T., Humphrey D. Cash Use Across Countries and the Demand for Central Bank Digital Currency // IMF Working Paper. 2019. № 046. URL: <https://www.imf.org/en/Publications/WP/Issues/2019/03/01/Cash-Use-Across-Countries-and-the-Demand-for-Central-Bank-Digital-Currency-46617>.
12. Mancini-Griffoli T. et al. Casting Light on Central Bank Digital Currency // IMF Staff Discussion Note. 2018. SDN/18/08. URL: <https://www.imf.org/-/media/Files/Publications/SDN/2018/SDN1808.ashx>.
13. Progress on Research and Development of E-CNY in China / Working Group on E-CNY Research and Development of the People's Bank of China. July, 2021. URL: <http://www.pbc.gov.cn/en/3688110/3688172/4157443/4293696/2021071614584691871.pdf>.
14. Retail CBDCs. The next payments frontier: OMFIF and IBM report / OMFIF, 2019. URL: <https://www.omfif.org/ibm19/>.
15. Rohr J., Wright A. Blockchain-Based Token Sales, Initial Coin Offerings, and the Democratization of Public Capital Markets // Hastings Law Journal. 2019. Vol. 70. URL: <https://larc.cardozo.yu.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1511&context=faculty-articles>.
16. Tan L., Xue L. Research on the Development of Digital Currencies under the COVID-19 Epidemic // Procedia Computer Science. 2021. Vol. 187. P. 89–96. <https://doi.org/10.1016/j.procs.2021.04.037>.

References

1. Central Bank of the Russian Federation (2021). Digital Ruble Concept (In Russ.). Available at: https://cbr.ru/Content/Document/File/120075/concept_08042021.pdf.
2. International Monetary and Financial Relations (1994). Textbook. Ed. by L.N. Krasavina. Moscow: Financy i statistika Publ. (In Russ.).
3. Central Bank of the Russian Federation (2023). Financial Markets Risk Review. June, 2023 (In Russ.). Available at: http://www.cbr.ru/collection/collection/file/45128/orfr_2023-06.pdf.
4. Semeko G.V. (2022). Central Bank Digital Currency: New Opportunities for Cross-Border Payments. *Financial Journal*, 14 (4), 108–121 (In Russ.).
5. Central Bank of the Russian Federation (2020). Digital Ruble. Report for Public Consultations (In Russ.). Available at: https://www.cbr.ru/StaticHtml/File/112957/Consultation_Paper_201013.pdf.
6. Bech M., Garratt R. Central bank cryptocurrencies. *BIS Quarterly Review*, September 2017.
7. BIS (2017). Distributed ledger technology in payment, clearing and settlement: an analytical framework. Available at: <https://www.bis.org/cpmi/publ/d157.pdf>.
8. Financial Stability Board (2020). Enhancing Cross-border Payments Stage 1 report to the G20: Technical background report.
9. BIS (2021). Inthanon-LionRock to mBridge: Building of multi CBDC platform for international payments. 72 p. Available at: <https://www.bis.org/publ/othp40.pdf>.
10. Bank of Canada, Monetary Authority of Singapore (2019). Jasper-Ubin Design Paper: Enabling Cross-Border High Value Transfer Using Distributed Ledger Technologies. 44 p. Available at: <https://www.mas.gov.sg/-/media/Jasper-Ubin-Design-Paper.pdf?la=en&hash=EF5857437C4857373A9287CD86F56D0E7C46E7FF>.
11. Khiaonrong T., Humphrey D. (2019). Cash Use Across Countries and the Demand for Central Bank Digital Currency. IMF Working Paper, 046. Available at: <https://www.imf.org/en/Publications/WP/Issues/2019/03/01/Cash-Use-Across-Countries-and-the-Demand-for-Central-Bank-Digital-Currency-46617>.
12. Mancini-Griffoli T. (2018). Casting light on central bank digital currency. IMF Staff Discussion Note, SDN/18/08. Available at: <https://www.imf.org/-/media/Files/Publications/SDN/2018/SDN1808.ashx>.
13. People's Bank of China (2021). Progress on Research and Development of E-CNY in China. Working Group on E-CNY Research and Development. July. Available at: <http://www.pbc.gov.cn/en/3688110/3688172/4157443/4293696/2021071614584691871.pdf>.
14. OMFIF (2019). Retail CBDCs. The next payments frontier: OMFIF and IBM report. URL: <https://www.omfif.org/ibm19/>.
15. Rohr J., Wright A. (2019). Blockchain-Based Token Sales, Initial Coin Offerings, and the Democratization of Public Capital Markets. *Hastings Law Journal*, 70. Available at: <https://larc.cardozo.yu.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1511&context=faculty-articles>.
16. Tan L., Xue L. (2021). Research on the Development of Digital Currencies under the COVID-19 Epidemic // *Procedia Computer Science*, 187, 89–96. <https://doi.org/10.1016/j.procs.2021.04.037>.

Информация об авторе

Антон Викентьевич Навой, доктор экономических наук, доцент, профессор кафедры «Мировые финансы» Финансового университета при Правительстве Российской Федерации, г. Москва

Information about the author

Anton V. Navoy, Doctor of Economic Sciences, Docent, Professor of Global Finance Department, Financial University under the Government of the Russian Federation, Moscow

Статья поступила в редакцию 04.08.2023
Одобрена после рецензирования 05.03.2024
Принята к публикации 05.04.2024

The article submitted August 4, 2023
Approved after reviewing March 5, 2024
Accepted for publication April 5, 2024



Перспективные подходы к оценке эффективности деятельности органов государственного финансового контроля

Марина Эрнестовна Кеворкова

E-mail: mekevorkova@mail.ru, ORCID: 0009-0008-2887-4769

Управление Федерального казначейства по г. Москве,
Российская Федерация;

РЭУ им. Г. В. Плеханова, г. Москва, Российская Федерация

Аннотация

В статье рассмотрены существующие научные подходы к оценке эффективности деятельности органов государственного финансового контроля. Раскрыто содержание понятия «эффективность», изучены научные взгляды на формирование системы показателей для оценки эффективности. Выявлено отсутствие единообразия подходов к разработке критериев и показателей оценки эффективности деятельности органов государственного финансового контроля.

Цель исследования заключается в формировании единых, универсальных подходов к оценке эффективности деятельности органов государственного финансового контроля. Автором предлагаются оригинальные способы оценки эффективности деятельности таких контрольных органов с применением комплексных показателей. В ходе исследования были применены методы систематизации, сравнительного, логического и статистического анализа. Результаты исследования могут быть использованы органами государственного финансового контроля для разработки методики оценки эффективности деятельности органов государственного финансового контроля.

Ключевые слова: государственный финансовый контроль, эффективность, оценка эффективности, критерии, показатели

JEL: E63, H83

Для цитирования: Кеворкова М. Э. Перспективные подходы к оценке эффективности деятельности органов государственного финансового контроля // Финансовый журнал. 2024. Т. 16. № 2. С. 59–71. <https://doi.org/10.31107/2075-1990-2024-2-59-71>.

© Кеворкова М. Э., 2024

<https://doi.org/10.31107/2075-1990-2024-2-59-71>

Prospective Approaches to Assessing the Efficiency of the State Financial Control Bodies' Activities

Marina E. Kevorkova^{1, 2}

¹ Federal Treasury Department for Moscow, Russian Federation

² Plekhanov Russian University of Economics, Moscow, Russian Federation

^{1, 2} mekevorkova@mail.ru, <https://orcid.org/0009-0008-2887-4769>

Abstract

The article discusses the existing scientific approaches to evaluating the efficiency of the activities of state financial control bodies. The content of the efficiency concept is disclosed, scientific views on the formation of the system of performance measurement indicators are examined. The lack of uniformity of approaches to the development of criteria and indicators for assessing the efficiency of the state financial control bodies' activities is also revealed. The purpose of the study is to formulate unified, universal approaches to such an assessment. The author proposes original ways of evaluation using complex indicators. In the course of the study the methods of systematization, comparative, logical and statistical analysis were used. The results can be used by the bodies of state financial control for the development of efficiency assessment methodology.

Keywords: state financial control, efficiency, efficiency assessment, criteria, indicators

JEL: E63, H83

For citation: Kevorkova M.E. (2024). Prospective Approaches to Assessing the Efficiency of the State Financial Control Bodies' Activities. *Financial Journal*, 16 (2), 59–71 (In Russ.).
<https://doi.org/10.31107/2075-1990-2024-2-59-71>.

© Kevorkova M.E., 2024

ВВЕДЕНИЕ

В процессе поиска путей совершенствования деятельности органов государственного финансового контроля (далее — ГФК) нельзя обойти стороной вопросы, касающиеся оценки ее эффективности. Ведь именно эффективная деятельность органов ГФК является ключевым фактором, влияющим на качество организации системы ГФК в целом.

Оценка эффективности деятельности органов ГФК представляет собой динамичный процесс мониторинга и анализа направлений деятельности органов ГФК в целях формулирования выводов об их состоянии.

В настоящее время критерии оценки эффективности деятельности органов внешнего и внутреннего ГФК в Российской Федерации законодательно не закреплены. Существует множество различных подходов к формированию системы такой оценки. Отсутствие единого подхода к оценке эффективности деятельности органов ГФК может привести к сложностям при сравнении между собой результатов контрольной деятельности, а также при их анализе.

По своей природе оценка эффективности деятельности органов ГФК является довольно сложным и многогранным процессом, требующим соблюдения определенных принципов, которые будут раскрыты в данной статье.

**ПОНЯТИЕ «ЭФФЕКТИВНОСТЬ»
ПРИМЕНИТЕЛЬНО К ДЕЯТЕЛЬНОСТИ ОРГАНОВ ГФК**

Прежде чем перейти к анализу существующих подходов к оценке эффективности деятельности органов ГФК, раскроем сущность и содержание дефиниции «эффективность» применительно к бюджетной сфере в целом и ГФК в частности.

В научной литературе встречается множество трактовок данного термина. С одной стороны, его можно рассматривать с точки зрения эффективности расходования бюджетных средств, с другой стороны — с позиции эффективности деятельности органов ГФК. На наш взгляд, эффективность расходования бюджетных средств неразрывно связана с самой деятельностью органов ГФК.

Систему оценки эффективности ГФК схематично можно представить следующим образом (рис. 1).

Рисунок 1



Источник: рисунок автора.

В настоящей статье автором будет рассматриваться эффективность деятельности органов ГФК, в частности через проводимые контрольные мероприятия. Оценка эффективности деятельности органов ГФК принципиально важна для принятия управленческих решений, направленных на повышение качества выполняемых органами ГФК функций.

Для раскрытия сущности дефиниции «эффективность» целесообразно обратиться к документам, в которых на законодательном уровне раскрывается ее содержание. В Бюджетном кодексе Российской Федерации закреплено определение принципа эффективности использования бюджетных средств. Данный принцип включает в себя две составляющие:

- 1) экономность — достижение запланированного результата (цели) с применением наименьшего объема средств (при минимальных трудовых, материальных и иных ресурсах);
- 2) результативность — достижение наилучшего (максимального) результата с применением заданного объема средств¹.

Аналогичный подход используется в раскрытии понятия «эффективность» в стандарте внешнего государственного аудита (контроля) СГА 104 «Аудит эффективности». Основной акцент в документе сделан не только на оценку конечных результатов, но и на сопоставление результатов и ресурсов, затрачиваемых для их получения. Результативность не является единственным значимым показателем оценки. Помимо достигнутого результата важны задействованные для его достижения ресурсы, находящиеся в распоряжении органа ГФК.

Счетная палата Российской Федерации, как орган внешнего ГФК, и Федеральное казначейство, как орган внутреннего ГФК, осуществляют свою деятельность в соответствии с определенными принципами, среди которых — принцип эффективности. В Федеральном законе № 41-ФЗ², регламентирующем деятельность Счетной палаты Российской Федерации, содержание данного принципа не раскрывается. В Постановлении Правительства Российской Федерации от 06.02.2020 № 95³ принцип эффективности относят к группе принципов осуществления профессиональной деятельности, который раскрывается с позиции осуществления контрольной деятельности, исходя из необходимости повышения качества финансового менеджмента объектов контроля с соблюдением принципа риск-ориентированности, оптимального объема трудовых, материальных, финансовых и иных ресурсов. Иными словами, выбор методов и инструментов для максимального достижения

¹ Бюджетный кодекс Российской Федерации от 31.07.1998 № 145-ФЗ, ст. 34.

² Федеральный закон от 05.04.2013 № 41-ФЗ «О Счетной палате Российской Федерации».

³ Постановление Правительства Российской Федерации от 06.02.2020 № 95 «Об утверждении федерального стандарта внутреннего государственного (муниципального) финансового контроля “Принципы контрольной деятельности органов внутреннего государственного (муниципального) финансового контроля”».

целей ГФК должен исходить из применения наименьшего объема затрат (трудовых, материальных, финансовых и иных), выбора рискоемких направлений деятельности при планировании, что, в частности, позволит повысить уровень финансовой дисциплины подконтрольных объектов.

Использование наименьшего объема ресурсов достигается путем применения различных форм, методов и видов контрольной деятельности (проведение документарной проверки вместо выездной, сбор информации при подготовке к проверке, а не во время ее проведения), что позволяет минимизировать задействованные ресурсы органа ГФК⁴. Достижение наилучшего результата с использованием имеющегося объема ресурсов возможно при переходе к применению риск-ориентированного подхода, что позволяет осуществлять выбор подконтрольных объектов с учетом отнесения их к определенной категории риска⁵.

Таким образом, в широком смысле эффективность представляет собой достижение заданных результатов при использовании минимально возможного объема ресурсов или достижение наилучшего результата при заданном объеме ресурсов.

Результативность и эффективность следует рассматривать как взаимодополняющие категории. Если результативность отражает способность выбрать основную цель и достичь ее, то эффективность — умение правильно применить ресурсы для достижения выбранной цели.

Эффективность контрольной деятельности можно определить через соотношение достигнутого результата с запланированными целями с учетом оптимального сочетания объема ресурсов (трудовых, временных, финансовых). Оптимальной комбинацией ресурсов можно считать в том случае, если она позволяет минимизировать издержки, затрачиваемые на проведение контрольных мероприятий, и при этом обеспечить качество выполнения контрольных функций.

К трудовым ресурсам следует отнести фактическую численность должностных лиц, уполномоченных на осуществление контроля. К временным — сроки проведения контрольных мероприятий. Финансовыми ресурсами являются расходы, понесенные на выполнение контрольных мероприятий (например, оплата труда, командировочные расходы, расходы на приобретение форменной одежды и т. д.).

Повысить эффективность возможно на основе грамотного сочетания трудовых, временных, финансовых ресурсов и выполняемых органами ГФК функций.

Экономический и социальный эффекты деятельности органов ГФК получают свое выражение в соотношении достигнутой цели и затрат органом ГФК на его содержание.

Для оценки экономической эффективности использования ресурсов необходимо выявить, имелась ли у субъекта контроля возможность достижения заданных результатов наименее затратным способом. В данном контексте суть эффективности деятельности органов ГФК раскрывается через соотношение издержек на проведение контрольной деятельности и суммы выявленных и доказанных финансовых потерь государства в виде чрезмерных транзакционных издержек. Указанные издержки имеют сложную структуру и природу и могут классифицироваться по разным категориям [Кеворкова, 2018]. Снизить издержки контроля — одна из важнейших задач институтов ГФК. Полученную экономию в результате проведенных мероприятий целесообразно направить на содержание органов ГФК.

⁴ Методические рекомендации по реализации органами государственного контроля (надзора) Российской Федерации, органами государственного контроля (надзора) субъектов Российской Федерации и органами муниципального контроля мер, направленных на повышение результативности и эффективности осуществляемых ими в рамках контрольно-надзорной деятельности проверок (утв. протоколом заседания Правительственной комиссии по проведению административной реформы от 09.06.2016 № 142).

⁵ Там же.

В свою очередь, социальный эффект в деятельности органов ГФК может проявляться в различных направлениях, таких как отстранение от должности лиц, допустивших нарушение бюджетного законодательства, повышение уровня доверия общества к органам государственной власти, обеспечение развития социальных институтов за счет выявления случаев нецелевого использования средств, предусмотренных на достижение социальных целей.

В Федеральном законе от 31.07.2020 № 248-ФЗ «О государственном контроле (надзоре) и муниципальном контроле в Российской Федерации» (далее — Федеральный закон № 248-ФЗ) закреплена норма об оценке результативности и эффективности деятельности контрольных (надзорных) органов⁶. Выделяются ключевые и индикативные показатели видов контроля. Ключевые показатели отражают уровень минимизации ущерба, уровень устранения риска причинения ущерба в определенной сфере деятельности, по которым устанавливаются целевые (плановые) значения, достижение которых должен обеспечить соответствующий контрольный (надзорный) орган⁷. Индикативные показатели используются для мониторинга контрольной деятельности, установления проблем и причин их возникновения, и определяются через соотношение между степенью устранения риска причинения ущерба и объемом трудовых, материальных и финансовых ресурсов, используемых для выполнения контрольной деятельности, а также через уровень вмешательства контрольного органа в деятельность контролируемых лиц⁸.

В частности, Федеральный закон № 248-ФЗ гласит, что ключевые показатели контроля утверждаются положением о виде контроля, а индикативные показатели для видов федерального государственного контроля утверждаются федеральными органами исполнительной власти, осуществляющими нормативно-правовое регулирование в соответствующей сфере деятельности.

Несмотря на то что положения Федерального закона № 248-ФЗ не применяются к организации и осуществлению ГФК⁹, целесообразно использовать предусмотренные им подходы к оценке эффективности деятельности органов ГФК. Это обусловлено тем, что действующая нормативно-правовая база не содержит положений об оценке эффективности деятельности органов ГФК и ГФК в целом, в частности, отсутствует перечень критериев и показателей оценки эффективности, а также механизм ее проведения.

Таким образом, следует отметить, что эффективность деятельности органов ГФК представляет собой сложную экономическую категорию, которую можно оценить через критерии и показатели.

АНАЛИЗ СУЩЕСТВУЮЩИХ ПОДХОДОВ К ОЦЕНКЕ ЭФФЕКТИВНОСТИ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ ОРГАНОВ ГФК

В настоящее время единый перечень критериев для проведения оценки эффективности деятельности органов внешнего и внутреннего ГФК не закреплён на законодательном уровне. Существует множество подходов к проведению указанной оценки, в связи с чем рассмотрим некоторые из них (табл. 1).

Представленные в табл. 1 подходы к оценке эффективности деятельности органов ГФК, на наш взгляд, являются дискуссионными. Они не в полной мере соответствуют современным вызовам в части разработки системы по оценке эффективности деятельности органов ГФК. В частности, указанные подходы должны основываться на технологической, организационно-функциональной и мотивационной составляющих [Лукашов, 2022].

⁶ Федеральный закон от 31.07.2020 № 248-ФЗ «О государственном контроле (надзоре) и муниципальном контроле в Российской Федерации», ст. 5.

⁷ Там же, ст. 30.

⁸ Там же.

⁹ Там же, ст. 2.

**Анализ отдельных подходов к оценке эффективности
деятельности органов ГФК**

Автор подхода	Содержание подхода	Критерии/показатели оценки эффективности
С. Шохин [Шохин, 1999]	Применение комплексного набора показателей	— степень полноты исполнения контрольных функций; — степень автоматизации контрольных мероприятий; — степень своевременности и полноты перечисления бюджетных средств их получателям; — степень нецелевых расходов бюджетных средств за отчетный период
В. Бурцев [Бурцев, 2001]	Оценку эффективности ГФК необходимо рассматривать через оценку деятельности специально создаваемых контрольных органов. Оценка эффективности состоит из экономического эффекта и предупреждения потерь	— прямой эффект, т. е. сумма возмещенных государству средств за вычетом затрат на контроль; — анализ чрезмерных расходов и других недостатков системы контроля; — уровень качества исполнения функций органами ГФК; — соблюдение профессиональных стандартов и кодекса этики
В. Жуков, С. Опенышев [Жуков, 1999]	Модель эффективности, состоящая из трех основных компонентов: социального, экономического и организационного	— социальный эффект — улучшение социальной среды; — экономический эффект — объем средств, возмещенных в бюджет; — организационный эффект — степень улучшения организации работы субъекта и объекта контроля по результатам проверок
А. Балтина [Балтина, 2014]	Результативность и эффективность характеризуют разные аспекты деятельности — производственную и финансовую	— результативность — эффективность
С. Платонова [Платонова, 2012]	Высокая степень корреляции между показателем объема проверенных средств и суммой выявленных нарушений. Влияние фактора эффективности трудовых затрат	Экономический эффект от реализации мероприятий внутреннего ГФК — объем выявленных нарушений, а также промежуточный экономический эффект и предотвращенные потери
Д. Яковенко [Яковенко, 2021]	Многофакторная система оценки эффективности. Степень эффективности контроля может оцениваться в том числе как соотношение объема усилий и средств, затраченных на достижение положительного результата	— результативность; — действенность; — экономичность; — интенсивность; — динамичность
К. Тимошенко [Тимошенко, 2020]	Проведение оценки эффективности в форме экспертно-аналитического заключения, ежегодно подготовляемого самостоятельно органами ГФК	— результативность превентивного и последующего контроля; — качество внутренней организации деятельности контрольного органа
Р. Колесов, В. Быков, А. Юрченко [Колесов и др., 2020]	Проведение комплексной оценки эффективности организации и осуществления ГФК на основе совокупности частных показателей	— показатели, характеризующие эффективность организации деятельности контрольного органа; — показатели, характеризующие результативность деятельности контрольного органа; — показатели, характеризующие эффективность реализации результатов деятельности контрольного органа

Источник: составлено автором.

По мнению автора, требуется пересмотр предлагаемых показателей с переносом акцента на качественную компоненту. Вопрос повышения эффективности деятельности органов ГФК нельзя сводить исключительно к оценке количественных показателей (количество выявленных нарушений, сумма выявленных нарушений и др.).

Как правило, эффективность рассчитывают как отношение полученной выгоды к понесенным затратам. Однако с позиции контроля данная формула требует уточнений.

Оценивать эффективность лишь с количественной точки зрения будет некорректным. В Федеральном законе № 248-ФЗ отражено, что не допускается установление ключевых показателей оценки, основанных на количестве проведенных профилактических мероприятий и контрольных (надзорных) мероприятий, количестве выявленных нарушений, количестве контролируемых лиц, привлеченных к ответственности, количестве и размере штрафов, наложенных на контролируемых лиц.

Следовательно, эффективность ГФК следует рассматривать с применением не только количественных показателей, но и качественных, таких как надлежащий уровень планирования контрольной деятельности, уровень координации деятельности участвующих сторон (своевременность предоставления информации, отчетов), уровень профессиональной подготовки контролеров, показатель компаративности (сравнение показателей деятельности с целью установления отклонений и своевременного их устранения) и др.

Заметим, что между качественными и количественными показателями, несмотря на разницу в методике их оценки, существует взаимосвязь. Например, после проведения расчетов количественных показателей возможно применить качественную оценку путем сравнительного анализа полученных данных в динамике.

Таким образом, можно сделать вывод о том, что отраженные в табл. 1 показатели оценки эффективности недостаточны для осуществления полноценного анализа. Связано это с тем, что в большей степени во внимание принимаются количественные показатели: количество проведенных контрольных мероприятий, охват проверенного финансирования, количество выявленных нарушений и т. д. Однако отсутствует анализ качественных показателей, позволяющих в полной мере оценить эффективность функционирования как отдельного органа ГФК, так и системы ГФК в целом.

Рассматривая результаты деятельности Счетной палаты Российской Федерации и Федерального казначейства за период 2019–2022 гг., можно констатировать наличие стабильно высоких показателей по количеству фактов и сумме выявленных нарушений, несмотря на введенные ограничения по проведению контрольных мероприятий¹⁰. Подтверждением тому является информация, представленная в табл. 2.

Таблица 2

Информация об основных результатах контрольных мероприятий, проведенных органами ГФК

Период	Федеральное казначейство			Счетная палата Российской Федерации		
	Количество контрольных мероприятий, ед.	Выявленные нарушения		Количество контрольных мероприятий, ед.	Выявленные нарушения	
		Количество, ед.	Сумма, млрд руб.		Количество, ед.	Сумма, млрд руб.
2019	5592	24 236	2039,4	242	4443	884,6
2020	3131	11 704	1044,2	244	3698	355,5
2021	6908	17 193	1208,9	249	4253	1541,4
2022	2958	19 341	624,5	246	4447	885,6

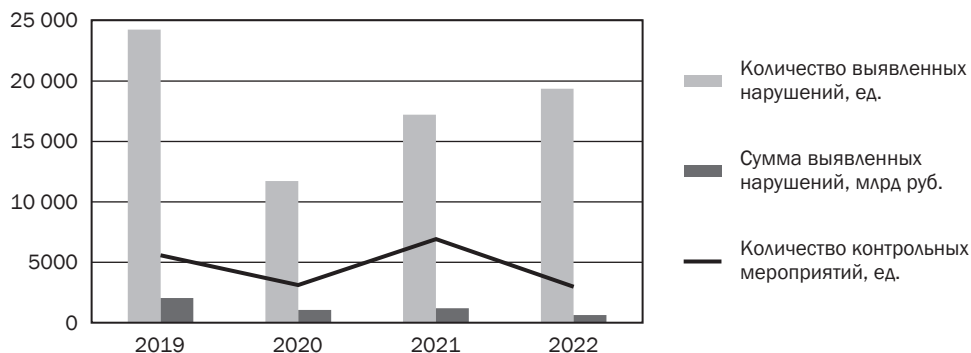
Источник: составлено автором на основании анализа годовых отчетов Счетной палаты Российской Федерации за 2021 и 2022 гг. (<https://ach.gov.ru/reports/>); проектов итоговых докладов о результатах деятельности Федерального казначейства за 2019–2022 гг. и основных направлениях деятельности на среднесрочную перспективу (<https://roskazna.gov.ru/o-kaznachejstve/plany-i-otchet/y-o-rezultatakh-raboty-fk/>).

¹⁰ Постановление Правительства Российской Федерации от 03.04.2020 № 438 «Об особенностях осуществления в 2020 году государственного контроля (надзора), муниципального контроля и о внесении изменения в пункт 7 Правил подготовки органами государственного контроля (надзора) и органами муниципального контроля ежегодных планов проведения плановых проверок юридических лиц и индивидуальных предпринимателей» / *Собрание законодательства РФ*. 13.04.2020. № 15 (часть IV); Постановление Правительства РФ от 10.03.2022 № 336 «Об особенностях организации и осуществления государственного контроля (надзора), муниципального контроля» / *Собрание законодательства РФ*. 14.03.2022. № 11.

На рис. 2 наглядно показаны основные показатели в финансово-бюджетной сфере на примере Федерального казначейства в динамике за период 2019–2022 гг.

Рисунок 2

Динамика основных показателей контрольной деятельности Федерального казначейства



Источник: рисунок автора на основании анализа данных годовых отчетов Счетной палаты Российской Федерации за 2021 и 2022 гг. (<https://ach.gov.ru/reports/>); проектов итоговых докладов о результатах деятельности Федерального казначейства за 2019–2022 гг. и основных направлениях деятельности на среднесрочную перспективу (<https://roskazna.gov.ru/o-kaznachejstve/plany-i-otchety/o-rezultatakh-raboty-fk/>).

В 2022 г. при снижении количества контрольных мероприятий наблюдается рост числа выявленных нарушений. Это свидетельствует об отсутствии прямой взаимосвязи между данными показателями. На наш взгляд, большое количество проведенных проверок или ревизий не следует относить к признаку эффективной работы контрольного органа.

Для органов внешнего и внутреннего ГФК разработаны собственные стандарты деятельности. Следовательно, показатели, используемые при оценке эффективности деятельности, у разных органов ГФК могут быть отличными друг от друга. В связи с этим возникает сложность сравнения результатов деятельности органов ГФК, поскольку принцип сопоставимости показателей не соблюдается в полной мере. Однако одним из способов определения эффективности можно считать сравнение полученных показателей отдельно взятого органа ГФК с показателями других органов ГФК.

Необходимо обеспечить методологическое единство, унифицировать документацию, что позволит выработать единые подходы к оценке эффективности деятельности органов ГФК. Это, в свою очередь, свидетельствует о необходимости разработки комплексных показателей оценки эффективности деятельности органов ГФК.

ПРЕДЛОЖЕНИЯ ПО ФОРМИРОВАНИЮ СИСТЕМЫ ОЦЕНКИ ЭФФЕКТИВНОСТИ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ ОРГАНОВ ГФК

При проведении оценки эффективности необходимо комплексное применение системы показателей. В развитие ранее проведенного исследования [Кеворкова, 2023], где автором предлагалось создание единой методологической базы стандартов, представляется целесообразным разработать единую группу показателей для указанных органов, что позволит обеспечить сопоставимость сравниваемых показателей.

Расчет показателей может осуществляться следующими способами:

- 1) сравнение планового и фактического значения показателя;
- 2) сравнение данных за разные периоды в динамике;
- 3) расчет удельного веса показателя.

Система основных показателей оценки эффективности деятельности органов ГФК

Группа показателей	Показатель	Формула расчета показателя	Оценка эффективности
Ключевой показатель	Уровень эффективности контрольного действия (Уэк)	$Y_{эк} = \frac{C_n}{З} * 100\%$, где C_n — сумма выявленных нарушений, по которым вынесено решение в пользу контрольного органа, $З$ — понесенные фактические затраты на выполнение контрольных мероприятий	
	Степень охвата контролем наиболее рискованных направлений (Ок)	$O_k = \frac{P_{км}}{P_o} * 100\%$, где $P_{км}$ — объем расходов бюджета, охваченный контрольными мероприятиями, P_o — общий объем расходов бюджета у объектов контроля с высоким уровнем риска	
Индикативные показатели (количественные)	Уровень экономической эффективности (Уэ)	$Y_э = \frac{O_{вс}}{Зс} * 100\%$, где $O_{вс}$ — объем восстановленных бюджетных средств, $Зс$ — затраты на содержание контрольного органа	от 80 до 100% — высокий уровень
	Оценка качества проверок (Кп)	$K_p = \frac{K_m}{K_c} * 100\%$, где K_m — количество контрольных мероприятий, по результатам которых суд вынес решение в пользу контрольного органа, K_c — количество контрольных мероприятий, по результатам которых инициировано судебное разбирательство	
Индикативные показатели (качественные)	Уровень достаточности фактических данных для возбуждения дела (Уд)	$Y_d = \frac{K_v}{K_{по}} * 100\%$, где K_v — количество контрольных мероприятий, по итогам рассмотрения которых принято решение о возбуждении дела об административном правонарушении / возбуждении уголовного дела, $K_{по}$ — количество контрольных мероприятий, по результатам которых материалы направлены в правоохранительные органы и органы государственной безопасности	от 51 до 80% — средний уровень
	Уровень действенности представлений и предписаний (Удп)	$Y_{дп} = \frac{K_i}{K_{оп}} * 100\%$, где K_i — количество исполненных представлений и предписаний, $K_{оп}$ — общее количество направленных представлений и предписаний	< 51% — низкий уровень
	Уровень профессиональной подготовки контролеров, осуществляющих контрольные мероприятия (Уп)	$Y_p = 1 - \frac{K_n}{K_o} * 100\%$, где K_n — количество контрольных мероприятий, проведенных с грубым нарушением требований к организации и осуществлению ГФК, и результаты которых были признаны недействительными и (или) отменены, K_o — общее количество проведенных контрольных мероприятий	

Источник: разработано автором с использованием Федерального закона от 31.07.2020 № 248-ФЗ «О государственном контроле (надзоре) и муниципальном контроле в Российской Федерации».

В качестве принципов, используемых при оценке эффективности, следует выделить:

- 1) объективность (расчет показателя должен основываться на объективных данных и фактах, отражающих особенности или характеристики, которые изучаются);
- 2) измеримость (практическая возможность определения размера показателя в количественном/стоимостном выражении);

3) достаточность (на основе совокупности показателей можно сделать обоснованные выводы об эффективности деятельности);

4) сопоставимость (возможность сравнения полученных показателей того или иного органа ГФК с показателями других органов ГФК, а также сравнения накопленных данных в динамике);

5) информационность (возможность использования полученных расчетов для информирования заинтересованных пользователей).

В табл. 3 представлена авторская разработка системы основных показателей оценки эффективности деятельности органов ГФК.

Анализ различных подходов к оценке эффективности деятельности органов ГФК показал, что основополагающим показателем оценки является уровень эффективности контрольного действия, определяемый через сопоставление суммы выявленных нарушений и фактических затрат, понесенных на выполнение контрольных мероприятий. К фактическим затратам можно отнести командировочные расходы, затраты на услуги связи, транспортные расходы, затраты на услуги по приобретению и эксплуатации программного обеспечения и т. д. Однако стоит отметить, что проводить оценку с учетом общей суммы выявленных нарушений не вполне корректно, поскольку принимать во внимание необходимо именно те нарушения, по результатам рассмотрения которых вынесено решение в пользу контрольного органа.

При расчете степени охвата контролем наиболее рискованных направлений необходимо установить категории риска для подконтрольных объектов. В качестве таких критериев могут выступать: отнесение деятельности объекта контроля к социально значимой, уровень организации системы внутреннего контроля и аудита, наличие/отсутствие выявленных нарушений за последние три года и т. д.

Для расчета показателя «Уровень профессиональной подготовки контролеров, осуществляющих контрольные мероприятия, необходима информация о количестве контрольных мероприятий, проведенных с грубым нарушением требований к организации и осуществлению ГФК. Перечень таких нарушений содержится в Федеральном законе № 248-ФЗ (отсутствие оснований для проведения контрольного мероприятия, нарушение сроков проведения и др.).

Предлагается установить балльную систему, основанную на весовых коэффициентах, определяющих значимость каждого показателя. Наличие показателей с низким коэффициентом будет способствовать выявлению существующих в контрольном органе проблем и поможет усовершенствовать работу отдельных структурных элементов и контрольного органа в целом.

Источниками данных для расчета показателей могут служить отчеты о результатах деятельности органов ГФК, планы контрольных мероприятий, содержащие информацию о планируемых затратах, количестве участвующих контролеров, а также методах контроля и сроках проведения, аналитические материалы, а также официальные данные, размещенные в государственной информационной системе «Официальный сайт Российской Федерации в информационно-телекоммуникационной сети “Интернет” для размещения информации об осуществлении государственного (муниципального) финансового аудита (контроля) в сфере бюджетных правоотношений» (ГИС ЕСГФК), состоящей из открытой и закрытой части и содержащей информацию о результатах контрольных мероприятий органов ГФК.

В качестве субъектов оценки эффективности могут выступать Счетная палата Российской Федерации и Федеральное казначейство, поскольку они обладают необходимой информационной базой, в которой сосредоточены сведения о проведенных органами ГФК контрольных мероприятиях. Кроме того, результаты проведенной оценки будут более объективными и независимыми в отличие от ситуации, если бы каждый орган ГФК проводил

оценку своей деятельности самостоятельно. Разработка универсальных показателей, для расчета которых потребуются сведения, размещенные в информационной системе, позволит упростить процесс расчетов, автоматизирует его и в режиме реального времени позволит осуществлять мониторинг деятельности органов ГФК на постоянной основе для выявления рисков и их дальнейшего устранения.

Однако установить факт эффективной или неэффективной деятельности в большинстве случаев возможно только по результатам проведенных контрольных мероприятий, после того как необходимые ресурсы были использованы. С другой стороны, существует вариант проведения оперативной деятельности в момент, когда есть возможность повлиять на оптимальное управление ресурсами — на этапе планирования контрольных мероприятий.

Следовательно, оценку эффективности следует проводить на каждом этапе контрольной деятельности. На этапе планирования — в момент выбора оптимального варианта сочетания ресурсов. На стадии проведения контроля — с целью принятия грамотных решений, которые позволят свести к минимуму финансовые потери (например, применение менее затратных методов осуществления контроля в случае, если они оправданы). На заключительном этапе — для оценки эффективности по результатам проведенных контрольных мероприятий путем сравнения фактических и запланированных показателей.

ВЫВОДЫ

Эффективность контрольной деятельности органов ГФК представляет собой отношение достигнутого результата в виде экономического и социального эффекта к затратам, понесенным на получение данного результата. Эффективной можно считать деятельность органов ГФК, в рамках которой достигнуто наиболее оптимальное сочетание ресурсов с выполняемыми контрольными органами функциями.

Оценка эффективности деятельности органов ГФК представляет собой динамичный процесс, характеризующийся применением количественных и качественных показателей. Показатели оценки эффективности являются индикаторами, позволяющими оценить состояние действующей системы ГФК и принять необходимые меры для ее совершенствования.

Существует проблема в расчете оценки эффективности, связанная с множественностью критериев оценки и трудностью оценки некоторых показателей. Отсутствуют единые показатели эффективности для внешнего и внутреннего ГФК. Количественное выражение оценочных показателей является основополагающим при проведении оценки эффективности деятельности органов ГФК. Однако необходимо ориентироваться не только на количественные показатели, но и на качественные, позволяющие оценить социально-экономический эффект в результате проведенных контрольных мероприятий. Автором представлена классификация, состоящая из количественных и качественных показателей, которые могут быть использованы при разработке методики оценки эффективности, универсальной для деятельности всех органов ГФК.

Кроме того, предложены принципы, которые следует соблюдать при проведении оценки эффективности: объективность, измеримость, достаточность, сопоставимость, информационность. К субъектам оценки эффективности предлагается отнести Счетную палату Российской Федерации и Федеральное казначейство.

Представляется целесообразным закрепить единую методологию оценки эффективности деятельности органов ГФК на законодательном уровне с целью повышения качества оценки деятельности работы контрольного органа и ГФК в целом. Кроме того, это позволит проводить оценку на различных уровнях ГФК.

Условиями повышения эффективности могут являться координация деятельности контрольных органов, исключая наличие дублирующего контроля, учет оптимальной

персональной нагрузки, высокий уровень автоматизации контрольных функций, модернизация применяемых в деятельности органов ГФК информационных систем.

Таким образом, оценка эффективности деятельности органов ГФК окажет непосредственное воздействие на всю контрольную деятельность. Следовательно, от успешной реализации принципа эффективности зависит качество выполнения возложенных на органы ГФК функций.

Список источников

1. Балтина А. М. Государственный финансовый контроль в концепции бюджетирования, ориентированного на результат // Казанский экономический вестник. 2014. № 6 (14). С. 37–44.
2. Бурцев В. В. Основные принципы организации государственного контроля в современных условиях // Финансовый менеджмент. 2001. № 2. С. 25–38.
3. Жуков В. А. Государственный финансовый контроль / В. А. Жуков, С. П. Опенышев. Москва: Россельхоз-академия, 1999. 385 с.
4. Кеворкова М. Э. Ключевые органы государственного финансового контроля // Финансы. 2023. № 10. С. 58–64.
5. Кеворкова М. Э. Трансакционные издержки осуществления государственного финансового контроля // Вестник Волгоградского государственного университета. Серия 9: Исследования молодых ученых. 2018. № 16. С. 90–94.
6. Колесов Р. В. и др. Методические подходы к оценке эффективности осуществления внешнего государственного финансового контроля на региональном и муниципальном уровнях // Экономика и управление: проблемы, решения. 2019. Т. 2. № 4. С. 84–95.
7. Лукашов А. И. Совершенствование внутреннего финансового контроля и аудита как механизмов повышения эффективности использования бюджетных средств // Финансовый журнал. 2022. Т. 14. № 6. С. 59–73. <https://doi.org/10.31107/2075-1990-2022-6-59-73>.
8. Платонова С. Е. Тестирование критериев оценки эффективности деятельности органов государственного финансового контроля // Финансы и кредит. 2012. № 33 (513). С. 72–80.
9. Тимошенко К. А. Современный подход к методике оценки эффективности контрольно-счетных органов // Финансы и кредит. 2020. Т. 26. № 2 (794). С. 285–298. <https://doi.org/10.24891/fc.26.2.285>.
10. Шохин С. О. Проблемы и перспективы развития финансового контроля в Российской Федерации. Москва: Финансы и статистика, 1999. 350 с.
11. Яковенко Д. А. Сбалансированная система показателей результативности работы ведомственной службы контроля // Бизнес. Образование. Право. 2021. № 4 (57). С. 198–205. <https://doi.org/10.25683/VOLBI.2021.57.478>.

References

1. Baltina A.M. (2014). State Financial Control in the Concept of Results-Oriented Budgeting. *Kazanskii ekonomicheskii vestnik – Kazan Economic Bulletin*, 6 (14), 37–44 (In Russ.).
2. Burtsev V.V. (2001). Basic Principles of Organizing State Financial Control in Modern Conditions. *Finansovyi menedzhment – Financial Management*, 2, 25–38 (In Russ.).
3. Zhukov V.A. (1999). State Financial Control. Moscow: Russian Agricultural Academy, 385 p. (In Russ.).
4. Kevorkova M.E. (2023). Key Bodies of State Financial Control. *Finansy – Finance*, 10, 58–64 (In Russ.).
5. Kevorkova M.E. (2018). Transaction Costs of State Financial Control. *Vestnik Volgogradskogo gosudarstvennogo universiteta. Seriya 9: Issledovaniya molodykh uchenykh – Science Journal of Volgograd State University. Young scientists' research*, 16, 90–94 (In Russ.).
6. Kolesov R.V. et al. (2019). Methodological approaches to evaluating the efficiency of external state financial control at the regional and municipal levels *Economics and management: problems, solutions*, 2 (4), 84–95 (In Russ.).
7. Lukashov A.I. (2022). Improving Internal Financial Control and Audit as Mechanisms to Increase the Efficiency of Budget Funds. *Financial Journal*, 14 (6), 59–73 (In Russ.). <https://doi.org/10.31107/2075-1990-2022-6-59-73>.
8. Platonova S.E. (2012). Testing Criteria for Evaluating the Efficiency of the Activities of State Financial Control Bodies. *Finansy i kredit – Finance and Credit*, 33 (513), 72–80 (In Russ.).

9. Timoshenko K.A. (2020). A Modern Approach to Assessing the Performance of Institutions of Control and Accounts. *Finansy i kredit — Finance and Credit*, 26 (2), 285–298 (In Russ.). <https://doi.org/10.24891/fc.26.2.285>.
10. Shokhin S.O. (1999). Problems and Prospects for the Development of Financial Control in the Russian Federation. Moscow: Finance and Statistics, 350 p. (In Russ.).
11. Yakovenko D.A. (2021). Balanced Scorecard for Departmental Control Service. *Biznes. Obrazovanie. Pravo — Business. Education. Law*, 4 (57), 198–205 (In Russ.). <https://doi.org/10.25683/VOLBI.2021.57.478>.

Информация об авторе

Марина Эрнестовна Кеворкова, заместитель начальника отдела расходов Управления Федерального казначейства по г. Москве; аспирант базовой кафедры бюджета и казначейства РЭУ им. Г. В. Плеханова, г. Москва

Information about the author

Marina E. Kevorkova, Deputy Head of the Expenses Department of the Federal Treasury Department for Moscow; Postgraduate at the Base Chair of budget and treasury, Plekhanov Russian University of Economics, Moscow

Статья поступила в редакцию 06.02.2024
Одобрена после рецензирования 06.03.2024
Принята к публикации 05.04.2024

The article submitted February 6, 2024
Approved after reviewing March 6, 2024
Accepted for publication April 5, 2024

Практика использования ESG-подходов в сделках секьюритизации

Наталья Александровна Хуторова

E-mail: Khutorova-na@ranepa.ru, ORCID: 0000-0002-2123-4573

Российская академия народного хозяйства и государственной службы при Президенте Российской Федерации, г. Москва, Российская Федерация

Аннотация

Распространение концепции устойчивого развития положило начало созданию новых инструментов, механизмов и практик устойчивого финансирования, а также инфраструктуры, в рамках которой функционирует финансово-консультационная индустрия оценок, верификаций и различных баз данных в области ESG. Настоящее исследование посвящено теоретической и практической проработке накопленного опыта в проведении сделок ESG-секьюритизации с целью систематизации инструментов ESG-финансирования и направлений развития данной сферы в современных условиях. В настоящее время практика ESG-секьюритизации активно интегрируется в процессы управления капиталом в соответствии с целями устойчивого развития; наиболее развитыми центрами являются США, страны Европы и Китай, при этом самые высокие темпы роста фиксируются в странах Азии.

В работе систематизированы основные виды ESG-секьюритизируемых активов, дана их характеристика и выявлены современные тенденции. В России, несмотря на изоляцию от мировых финансовых рынков, практика ESG-секьюритизации развивается, охватывая новые направления. В исследовании отмечается потенциал развития зеленой ипотеки, что будет способствовать активизации сделок секьюритизации в сегменте жилой и коммерческой недвижимости. Отмечен также высокий потенциал развития социального сегмента ESG-секьюритизации, что обусловлено растущей востребованностью финансирования проектов социальной направленности в регионах, в т. ч. на новых территориях РФ. Расширение практики секьюритизации социальной ипотеки будет способствовать перераспределению рисков между государственным и частным сектором, при этом активное вовлечение российских банков в разнообразные программы ESG-кредитования: автокредиты, кредиты малому и среднему бизнесу зеленой и социальной направленности, в т. ч. на строительство социальной инфраструктуры, расширит границы рынка. В статье высказано предположение, что развитие платформ для проведения цифровой ESG-секьюритизации будет способствовать расширению охвата розничных инвесторов, охлаждая при этом рынок «мусорных» облигаций. В статье также отмечено, что расширение практики многотраншевой ESG-секьюритизации позволит привлечь долгосрочные активы пенсионных фондов и разнообразных ESG-фондов в ипотечные ценные бумаги. В целом ESG-секьюритизация совершенствует структуру сделок, расширяет диапазон используемых деривативов, позволяет повышать качество управления кредитными и процентными рисками и способствует достижению целей устойчивого развития.

Ключевые слова: устойчивое развитие, ESG-секьюритизация, ипотечные ценные бумаги

JEL: G32, P11, G15, Q57

Для цитирования: Хуторова Н. А. Практика использования ESG-подходов в сделках секьюритизации // Финансовый журнал. 2024. Т. 16. № 2. С. 72–87.
<https://doi.org/10.31107/2075-1990-2024-2-72-87>.

© Хуторова Н. А., 2024

<https://doi.org/10.31107/2075-1990-2024-2-72-87>

ESG Approaches in Securitization Transactions

Natalya A. Khutorova

RANEPА, Moscow, Russian Federation

khutorova-na@ranepa.ru, <https://orcid.org/0000-0002-2123-4573>

Abstract

The spread of the sustainable development concept has given rise to sustainable finance, as well as the infrastructure of the financial and consulting industry of valuations, verifications and various databases in the field of ESG. This research is devoted to theoretical and practical study of the accumulated experience of ESG securitization transactions in order to systematize ESG financing instruments and directions of development of this sphere in modern conditions.

The study shows that ESG securitization practices are being integrated into capital management processes in line with sustainable development goals, with the most developed centers in the USA, Europe and China. The study systematizes the main types of ESG securitized assets, gives their characteristics and identifies current trends. In Russia, despite its isolation from the world financial markets, the practice of ESG securitization is developing, covering new directions. The study notes the potential for the development of green mortgages, which will contribute to the activation of securitization transactions in the segment of residential and commercial real estate. High potential for development of the social segment of ESG securitization is also noted due to the growing demand for financing social projects in the regions. Expansion of the practice of social mortgage securitization will contribute to the redistribution of risks between the public and private sectors, while active involvement of Russian banks in a variety of ESG lending programs (car loans, lending to small and medium-sized businesses with a green and social focus, e.g. for the construction of social infrastructure, etc.) will expand the market. There is a suggestion that the development of digital ESG securitization platforms will help expand the reach of retail investors, while cooling the junk bond market. The article notes that the expansion of multi-tranche ESG securitization will allow long-term assets of pension funds and various ESG funds to be leveraged into mortgage-backed securities. Overall, ESG securitization improves the structure of transactions, expands the range of derivatives used, improves the quality of credit and interest rate risk management, and contributes to the achievement of sustainable development goals.

Keywords: sustainable development, ESG securitization, mortgage-backed securities

JEL: G32, P11, G15, Q57

For citation: Khutorova N.A. (2024). ESG Approaches in Securitization Transactions. *Financial Journal*, 16 (2), 72–87 (In Russ.). <https://doi.org/10.31107/2075-1990-2024-2-72-87>.

© Khutorova N.A., 2024

ВВЕДЕНИЕ

Концепция устойчивого развития прошла полномасштабное тестирование глубокими социально-экономическими потрясениями последних лет и доказала свою эффективность, оставляя при этом открытыми дискуссии о ее фундаментальности. Основная идея повестки устойчивого развития состоит в создании благоприятных условий для гармоничного сочетания экономических, социальных и экологических аспектов жизни и работы современного населения и сохранения возможностей экосистемы для будущих поколений. Именно эти направления легли в основу «доктрины устойчивого развития», для реализации которой был создан свод правил и подходов, получивший название ESG (*Environmental, Social and Governance*), охватывающий почти все сферы экономики современного государства. Одной из сфер активного применения данной концепции стал финансовый рынок, активно генерирующий инновации, выраженные в создании все более сложных финансовых инструментов, процессов и сервисов. Современная глобальная финансовая система

переживает этап глубокой трансформации с акцентом на развитие ответственного или устойчивого финансирования, направленного на достижение целей устойчивого развития, принятых ООН в 2015 г.¹ Анализ доходности стратегий ESG-инвестирования подтверждает тезис о том, что с ростом горизонта инвестиций «рентабельность инвестиций в ESG-индексы превышает аналогичные вложения в индексы, не ориентированные на устойчивое развитие» [Володина, Траченко, 2023].

Повсеместное признание стратегий ESG проявляется в результатах многочисленных исследований и отчетов влиятельных консалтинговых и рейтинговых агентств, в числе которых PwC. Так, согласно его отчету за 2022 г., все более возрастает значение ESG-информации при проведении инвестиционного анализа и принятии решений: 79% респондентов уже учитывают риски и возможности ESG при принятии инвестиционных решений, при этом 49% отмечают, что они выйдут из инвестиций в активы компаний, которые не проводят политику ESG [PwC, 2022].

Одним из направлений развития ESG-практики стала ESG-секьюритизация. Непрерывно обсуждаемые дискуссии на тему ее эффективности вызывают все больший как практический, так и научный интерес к данному вопросу, что и обусловило актуальность исследования, посвященного анализу подходов к этой теме, а также выявлению основных направлений развития данного рынка на глобальном уровне и в России.

Предметом исследования стала теоретическая и практическая проработка накопленного опыта в проведении сделок ESG-секьюритизации с целью систематизации инструментов ESG-финансирования и направлений их развития в условиях структурных изменений в экономике на современном этапе.

ИСТОРИЯ ВОПРОСА

Несомненно, одной из важных, структурно изменивших ландшафт финансовых рынков финансовых инноваций XX в. стала секьюритизация, которая активно проникает в новые сегменты финансовых рынков, порождая быстрое развитие новых инструментов². Сделки секьюритизации привели к революции в практике управления капиталом финансовых организаций, позволив резко нарастить рентабельность и в то же время породив принципиально новые риски, которые требуют новых подходов к их управлению.

Концепция секьюритизации стала активно развиваться в 1970-х в США. На каждом этапе развития экономики создавались новые специфические варианты, усложняясь по мере развития финансовых технологий [Белозеров, Лупырь, 2013]. Секьюритизация активов представляет собой способ привлечения капитала преимущественно путем выпуска облигаций, обеспеченных залогом активов, по которым существует прогнозируемый денежный поток, в основе которого заложена возможность списания финансовых активов с баланса компании в целях рефинансирования за счет выпуска ценных бумаг. Секьюритизация распространялась в первую очередь на банковские активы, позволяя банкам снижать нагрузку на капитал, наращивать его рентабельность, увеличивая как нормативную, так и фактическую ликвидность. Разгрузка капитала происходит за счет продажи банком пула стандартных кредитов специально созданной финансовой организации — СФО (SPV). Это позволяет снизить размер неликвидных активов в капитале банка и высвободить значительные резервы, задействованные в процессе управления принятого не только кредитного, но и процентного риска, что наращивает кредитный потенциал и улучшает трансмиссию.

¹ 17 Ц У Р. URL: <https://www.un.org/sustainabledevelopment/ru/sustainable-development-goals/>.

² В современном понимании термин «секьюритизация» (*securitisation*) введен в оборот в 1977 г. Л. Раньери (L. Ranieri), главой ипотечного департамента Salomon Brothers, для описания процесса выпуска ценных бумаг, обеспеченных залогом прав требования по ипотечным кредитам.

Оригинаторами сделок секьюритизации выступают разнообразные финансовые организации, среди которых банки, лизинговые, факторинговые или страховые компании, трасты, ипотечные агентства. Секьюритизация позволяет оригинатору привлекать ликвидность на более выгодных условиях по сравнению с прямым размещением облигаций за счет того, что новым облигациям может быть присвоен более высокий кредитный рейтинг, чем у оригинатора. Важную роль в данной схеме играет поручитель, который обеспечивает исполнение обязательств по облигациям, в т. ч. за счет выкупа дефолтных закладных. Принимая во внимание специфику расчета нормативов достаточности капитала и ликвидности для кредитных организаций, ипотечные ценные бумаги (ИЦБ) позволяют значительно улучшить нормативы достаточности собственного капитала (группа H1) и снизить нагрузку на H3 (текущей ликвидности) и H4 (долгосрочной ликвидности), что позитивно отражается на ликвидности в целом. При этом вложения банка в облигации, выпущенные в процессе секьюритизации, включаются в расчет нормативов достаточности капитала в составе рыночного риска³. Кредитный риск передается поручителю по ИЦБ, а процентный риск, включая риск досрочного погашения, передается инвесторам, что позволяет сбалансировать соотношение срочности активов и пассивов, при этом длинные ипотечные кредиты перестают фондироваться короткими источниками⁴. Таким образом оригинатор получает возможность привлечь капитал для участия в новых проектах, повышающих не только прибыль, но и репутацию.

В зависимости от техники проведения секьюритизации выделяются две основные модели: *балансовая (европейская)*, по которой активы остаются на балансе оригинатора, и *внебалансовая (американская)*, по которой активы передаются на баланс SPV. Наибольшее распространение получила внебалансовая модель, на основе которой выделился особый подвид — *синтетическая*, предполагающая включение кредитных деривативов (CDO или CLO)⁵ в структуру сделки, что позволяет оставлять на балансе секьюритизируемые активы, передавая при этом инвесторам риски (кредитный, рыночный и досрочного погашения). Главной целью синтетической секьюритизации является именно уступка кредитного риска, а не привлечение дополнительного дешевого финансирования. Для каждого вида выделяются специфические преимущества и недостатки, которые тщательно проработаны в научных трудах [Веретенникова, Мезенцева, 2012; Schwarcz, 2009; Бэр, 2007; Acharya et al., 2013; Ahn, Breton, 2014; Senarath, 2017]. С точки зрения диверсификации рисков важной характеристикой становится количество траншей в выпуске. Так, различают *однотраншевую* и *многотраншевую секьюритизацию*. Однотраншевые выпуски предполагают, что одно ипотечное покрытие обеспечивает один выпуск облигаций, при этом первоначальный номинал выпуска равен остатку основного долга по закладным, включенным в ипотечное покрытие облигаций; все облигации имеют одинаковый риск и доходность. Многотраншевая секьюритизация предполагает выпуск нескольких видов облигаций (старший транш А, младший транш В) или траншей (трех и более), при этом риск, как и доходность, растут от транша А к младшим траншам. Многотраншевая технология может использоваться при выпуске ИЦБ, обеспеченных нецелевыми ипотечными кредитами, а также при объединении разноплановых кредитов и даже кредитов разных банков. В целом многотраншевые ценные бумаги более гибкие и позволяют оперировать дюрацией и графиком погашения [Бельченко, Кашицын, 2022].

³ Положение Банка России от 04.07.2018 № 647-П (ред. от 27.02.2020). URL: https://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_308984; Пересмотр новых подходов Базельского комитета по банковскому надзору к оценке рыночного риска / Банк России, 2018. URL: <https://www.hse.ru/mirror/pubs/share/219836979>.

⁴ Руководство для эмитента: как выйти на рынок публичного долга / Московская биржа. URL: <https://bondguide.moex.com>.

⁵ *Collateralized Debt Obligations (CDO)* — ценные бумаги, обеспеченные долговыми обязательствами; *Collateralised Loan Obligations (CLO)* — обеспеченное кредитное обязательство.

В статье А. Веролайнен и П. Кашицына отмечено, что многотраншевая секьюритизация позволяет использовать «целый набор кредитных усилений для повышения кредитного качества: субординация обязательств эмитента; нефиксированный график погашения номинала старшего долга; избыточный процентный спред; наличие резервного фонда» [Веролайнен, Кашицын, 2023]. Важно отметить, что секьюритизация в целом обеспечивает расширение источников фондирования банковской системы и позволяет снизить зависимость кредитной организации и системы в целом от депозитов, что стало особенно важной задачей в условиях ужесточения ДКП, активной трансформации структуры сбережений граждан и набора сберегательных инструментов, а также развития параллельной банковской системы. Х. Мински в своей работе «Стабилизируя нестабильную экономику» еще в 1986 г. отмечал, что секьюритизация стала одной из движущих сил финансовой глобализации, в ходе которой значительно изменился ландшафт мировой финансовой системы, сократилось могущество коммерческих банков, выросли роль и значение фондовых рынков [Мински, 2017].

Тема секьюритизации активов традиционно остается весьма актуальной в процессе поиска наиболее эффективных решений в сфере управления капиталом и нашла отражение в многочисленных научных и практических исследованиях как в России, так и за рубежом. Анализ имеющихся трудов показал, что секьюритизация является эффективным способом увеличения рентабельности банка, открывающим новые возможности для создания сложных финансовых инструментов с разным профилем риска и сроком обращения [Schwarcz, 2009; Бэр, 2007]. В то же время во всех научных исследованиях отмечается, что данная практика активно развивается, что позволяет быстро реализовывать инновационные возможности, при этом формируются новые риски, в том числе плохо хеджируемые [Acharya et al., 2013; Ahn, Breton, 2014; Senarath, 2017]. Особого внимания заслуживает кейс компании Enron⁶, на основе которого были внесены значимые поправки в ряд законов и положений на национальном и международном уровнях, направленных на снижение рисков «манипуляций с отчетностью»⁷ [Schwarcz, 2004]. Неконтролируемый рост сделок секьюритизации стал одной из движущих сил кризиса 2007–2009 гг., что привело к ужесточению регуляторного подхода и необходимости выработки унифицированных, понятных и действенных правил [Ahn, Breton, 2014; Segoviano et al., 2015]. В ряде работ исследуется влияние секьюритизации на экономическую безопасность государства и отмечаются сохраняющиеся высокие риски манипуляций при использовании практики «рыночной переоценки» и «структурирования финансов», а также риски формирования «отмывочных схем», реализующихся в силу сложных схем генерации новых продуктов и проблем с аудитированием такого рода сделок, а также пробелов в законодательстве в части определения ответственности за такого рода нарушения [Лопатина, 2019]. В последние годы особую актуальность приобрели исследования, связанные с развитием новой формы — цифровой секьюритизации, которая открывает новые перспективы, но и новые риски в силу малой изученности и отсутствия опыта проведения такого рода сделок. В целом можно резюмировать, что сложность сделок секьюритизации — высокий порог входа, ограниченность обращения новых бумаг, риски утраты прав, все это ограничивает участие в сделках с секьюритизированными активами розничных инвесторов, что и порождает запрос на новые альтернативы в виде цифровых токенизированных активов, которые могут получить широкое распространение среди розничных инвесторов и увеличить глубину финансового рынка [Стерник, 2021]. Цифровизация проникает на рынок секьюритизации, крупные игроки, среди которых государственные и квазигосударственные

⁶ Сделки секьюритизации в практике компании Enron привели к самому крупному банкротству в США, вошли в «учебник по махинациям» и изучаются по всем программам по экономической безопасности.

⁷ Напр., закон Сарбейнса — Оксли (Sarbanes-Oxley Act (SOX)). URL: <https://sarbanes-oxley-act.com/>.

агентства, активно развивают практику цифровой секьюритизации, что открывает новые перспективы роста этого направления. Основным центром концентрации всех сделок по секьюритизации традиционно остаются США, на долю которых приходится свыше 80% всего мирового объема (почти 14 трлн долл. США в 2021 г.), в структуре выпусков на протяжении многих лет преобладают агентские MBS⁸. Доля стран Европы значительно скромнее и не превышает 0,8 трлн долл. [Shome, 2022].

ESG-СЕКЬЮРИТИЗАЦИЯ

По мере развития концепции устойчивого развития и отдельного ее направления — ESG — происходит интеграция ESG-подходов в сделки секьюритизации, порождая новые практики, получившие название «ESG-секьюритизация». Это процесс секьюритизации активов, который учитывает экологические, социальные и управленческие аспекты, в ходе которого компания привлекает финансирование для реализации специфических проектов, отвечающих критериям ESG, в т. ч. для развития новых направлений, расширения бизнеса или финансирования текущих операций. Такой вид секьюритизации может быть полезен компаниям, которые хотят улучшить свои ESG-показатели, получить доступ к более широкому кругу инвесторов, и предполагает использование как классической (внебалансовой) модели, так и синтетической в силу активного расширения кредитных деривативов [Craughan et al., 2022]. В процессе ESG-секьюритизации выпускаются преимущественно облигации или коммерческие бумаги, в т. ч. вексели:

1. обеспеченные ESG-активами (*Collateral Securitizations*);
2. обеспеченные пулом ESG-кредитов (*ESG Credits*);
3. размещаемые с целью финансирования ESG-проектов (*Proceed Securitizations*, секьюритизация доходов).

Секьюритизация, обеспеченная ESG-активами, является классической ABS (*asset-backed security*) и часто называется «зеленой». Активы для нее весьма разнообразны и охватывают новые экологичные технологические процессы: строительство новых энергоэффективных видов жилой недвижимости, реновация жилой недвижимости и объектов социального назначения в целях повышения энергоэффективности, снижения углеродного следа, в т. ч. в автомобилестроении. В настоящее время наблюдается явная нехватка ESG-активов в секторах недвижимости и автомобилестроения, в особенности для реализации социально ориентированных проектов [Craughan et al., 2022].

Секьюритизация, обеспеченная пулом ESG-кредитов, может быть представлена как ABS, так и MBS (*mortgage-backed security*) и включает широкую группу целевых кредитов и займов, выданных на развитие ESG-инициатив. Среди них можно выделить ипотечные кредиты на строительство энергосберегающих домов, объектов социального назначения, на реновацию зданий и сооружений с целью повышения энергоэффективности и ресурсосбережения, а также снижения углеродного следа, и кредиты, предоставленные разнообразным компаниям (крупным и малым) на реализацию социальных проектов (строительство медицинских, социальных, культурных зданий и сооружений). Также перспективным направлением в области малого и среднего бизнеса становятся кредиты на производство биологических продуктов питания, фармацевтики, на развитие зеленого животноводства.

⁸ Агентские ипотечные ценные бумаги выпускаются и гарантируются государственными агентствами и представляют собой ликвидные активы с фиксированным доходом. Федеральная национальная ипотечная ассоциация (*Fannie Mae*) и Федеральная корпорация ипотечного жилищного кредитования (*Freddie Mac*) являются спонсируемыми правительством США предприятиями (*GSE*), которые вправе выпускать и гарантировать ценные бумаги, обеспеченные ипотекой (*MBS*). Государственная национальная ипотечная ассоциация (*Ginnie Mae*) — правительственное агентство США, которое гарантирует MBS.

В ходе секьюритизации с целью привлечения средств на ESG-проекты выпускаются облигации, отвечающие принципам ESG, где определяющим критерием выступают цели, которые должны быть достигнуты эмитентом. В публичных сделках секьюритизация будущих доходов может привлечь большие объемы финансирования и способствовать созданию дополнительных ESG-активов, восполняя нехватку активов, отвечающих критериям ESG, и поддерживая переход к более зеленой экономике. Наиболее показательны проекты, направленные на строительство зарядных станций для электромобилей, комплексов по переработке мусора, солнечных и ветряных электростанций, на проекты по утилизации аккумуляторных батарей и т. п. В последнее время появляется все больше проектов социальной направленности с очень широким диапазоном; как новацию можно привести проекты, нацеленные на улучшение ментального здоровья подростков и взрослых.

В целом следует отметить, что ESG-секьюритизация, как новация последних лет, развивается по мере укрепления и расширения концепции ESG. К настоящему времени в научной литературе данная тематика еще мало проработана и требует детального научного изучения. Основной массив информации представлен отчетами консалтинговых компаний и агентств, предоставляющих услуги по ESG-секьюритизации; в то же время появляются научные работы, в которых проводится анализ эффективности такого рода сделок и их влияния на финансовую стабильность как компании, так рынка в целом [Craughan et al., 2022; Сысоева, Прокопенко, 2022].

В процессе ESG-секьюритизации формируются инструменты как при классической секьюритизации, но с четким акцентом на ESG-подходы. В табл. 1 систематизированы различные виды активов, которые чаще всего используются в сделках ESG-секьюритизации. Список инструментов и проектов остается открытым, и каждый оригинатор может вносить свои новшества.

Таблица 1

Виды активов в сделках ESG-секьюритизации

	Вид актива	Сущность инструмента секьюритизации	ESG-направление использования
1	Секьюритизированные жилищные ипотечные займы (ESG Residential Mortgage-Backed Security)	Жилищные ипотечные ценные бумаги (RMBS) — долговые активы, обеспеченные будущими платежами по жилищным кредитам, полученные в результате секьюритизации однородных ипотечных кредитов. Инвесторы получают доходный инструмент при сниженном риске дефолта и соответствии критериям ESG	Активы, полученные в результате секьюритизации ипотечных кредитов, направленных на покупку новых энергоэффективных видов жилой недвижимости (класса энергоэффективности не ниже А) или проведение реконструкции жилой недвижимости в целях повышения энергоэффективности, тепло- и водосбережения и снижения углеродного следа. Сделки проводятся с 2014 г.
2	Секьюритизированные активы по автокредитам (Auto ABS)	Ценные бумаги структурированного финансирования, обеспеченные автокредитами или лизингом, основаны на денежных потоках платежей клиентов из определенного пула автокредитов или лизинга. В отличие от ИЦБ скорость досрочного погашения меньше зависит от преобладающих процентных ставок	Инструменты, направленные на привлечение финансирования проектов по производству электромобилей, автомобилей с низким расходом топлива и низким углеродным следом. Первые сделки проведены компанией Toyota Motor Credit Corporation в 2014 г. С 2017 г. — в активном обращении
3	Секьюритизированные ипотечные займы коммерческой недвижимости (Commercial mortgage-backed securities, CMBS)	Коммерческие ипотечные ценные бумаги (CMBS) — долговые активы, обеспеченные будущими платежами по кредитам на покупку коммерческой недвижимости социальной и зеленой направленности, полученные в результате секьюритизации однородных ипотечных кредитов. Инвесторы получают доходный инструмент при сниженном риске дефолта и соответствии критериям ESG	Активы, полученные в результате секьюритизации ипотечных кредитов на покупку новых энергоэффективных видов коммерческой недвижимости социальной направленности (не ниже класса А) или проведение реконструкции коммерческой недвижимости (дома для социального найма, студенческие общежития, больницы, образовательные и культурные центры и т. п.) в целях повышения энергоэффективности, тепло- и водосбережения и снижения углеродного следа. Кредиты на проекты развития солнечной энергии

	Вид актива	Сущность инструмента секьюритизации	ESG-направление использования
4	Секьюритизированные кредиты предприятиям малого и среднего бизнеса (<i>Small middle enterprise (SME) loans</i>)	Выпуск ценных бумаг в результате сделок секьюритизации однородных кредитов предприятиям малого и среднего бизнеса, доход от которых зависит от будущих входящих платежей по кредитам. Эмитент передает инвестору кредитный риск	Инструменты, направленные на привлечение финансирования проектов малого и среднего бизнеса по устойчивому развитию (производство органических продуктов питания, товаров из вторичного сырья, проекты по утилизации отходов и другие проекты зеленой направленности)
5	Секьюритизированные активы по корпоративным займам (<i>Corporate ABS</i>)	Выпуск ценных бумаг в результате сделок секьюритизации корпоративных однородных кредитов, доход от которых зависит от будущих входящих платежей по кредитам. Эмитент передает инвестору кредитный риск	Инструменты, направленные на привлечение финансирования инфраструктурных проектов (генерация энергии ветра, водосбережение, очистка, утилизация отходов, производство низкоуглеродного транспорта, строительство зарядных станций для электромобилей и т. п.). Основные эмитенты с 2016 г. — Freddie&Fannie multifamily
6	Коммерческая бумага, обеспеченная активами (<i>Asset-backed commercial paper, ABCP</i>)	Коммерческая бумага, обеспеченная активами; выпускается финансовым учреждением и представляет собой краткосрочный долговой инвестиционный инструмент (вексель) сроком обращения от 90 до 270 дней. Обеспечение часто состоит из ожидаемых будущих платежей или дебиторской задолженности корпорации (будущие поступления по предоставленным стандартным типовым кредитам)	Инструменты, позволяющие финансировать или рефинансировать дебиторскую задолженность для компаний, трансформирующей свой бизнес в соответствии с концепцией ESG. Программы для производителей электромобилей и гибридов, производителей биоразлагаемых химикатов и энергоэффективного оборудования для агро. Первый выпуск ABCP провел «Кредит Агриколь» в 2020 г. на сумму 25 млн долл. США в целях обеспечения финансирования выпуска электромобилей (EV) в рамках клиентских автокредитов и лизинговых пулов
7	Обеспеченное кредитное обязательство (<i>Collateralised loan obligations, CLO</i>)	Инструмент привлечения капитала в процессе секьюритизации обеспечен корпоративными кредитами с низким кредитным рейтингом или долговыми обязательствами инвестиционных компаний. Выпускается траншами с разными сроками обращения и уровнем риска (облигации и акции), подходит для рискованных инвестиций. Инвестор в CLO, получая запланированные платежи по долгу из базовых кредитов, принимает на себя большую часть риска в случае дефолта заемщика. CLO предоставляет инвесторам доступ к основному пулу корпоративных кредитов, позволяя им выбирать ценные бумаги в структуре CLO	ESG-подход к инвестициям CLO позволяет оперировать инструментами «светло-зеленых» CLO, генерированных на основе отраслевого негативного скрининга, и «темно-зеленых» CLO, ориентированных на устойчивые инвестиции. Появились в 2018 г., рекордным по выпуску ESG-CLO стал 2021 г.

Источник: составлено автором по [Deutsche Bank, 2020; Simmons & Simmons, 2022; Müller et al., 2022].

ОБЗОР СОСТОЯНИЯ РЫНКА ESG-СЕКЬЮРИТИЗАЦИИ

История ESG-секьюритизации началась в 1998 г., тогда Barclays Bank впервые секьюритизировал целевые кредиты компании E.ON, привлеченные для снижения эмиссии углерода⁹. Первые сделки ESG-секьюритизации были проведены в США в 2014 г., в Европе и Китае в 2016 г. В Европе первая сделка была инициирована компанией Green Storm на сумму 526,2 млн евро, впоследствии размер сделок постоянно возрастал [Deutsche Bank, 2020; AFME, 2022]. С годами центр ESG-секьюритизации закрепился в США, активное развитие в последние годы отмечается в странах Европы и Китае. По состоянию на конец 2022 г. можно выделить три лидирующих центра: США, где на сделки ESG-секьюритизации приходилось более 50% общего зеленого финансирования; Китай, где доля ESG-секьюритизации превысила 11% общего зеленого финансирования; и Европу,

⁹ On course for net zero / E.ON, 2023. URL: <https://www.eon.com/en/about-us/sustainability/reporting.html>.

где доля составила всего 1,4% [EBA, 2022]. Общий объем таких сделок достаточно сложно оценить в силу использования разнообразных методик верификаций и таксономий в разных странах, но очевидно, что 2022 г. стал «провальным», объем сделок значительно сократился по всем регионам, только в Европе — в четыре раза [AFME, 2022]. Это обусловлено общемировыми трендами, в числе которых рост ставок и инфляции, высокая неопределенность в силу геополитической нестабильности. В табл. 2 приведены основные показатели сделок секьюритизации в США и странах Европы¹⁰ в разрезе разных видов секьюритизированных активов в 2021 г. и первой половине 2022 г., а также данные, из которых понятна специфика рынка Европы и США и существенное доминирование США¹¹. Так, наиболее часто сделки проводились по секьюритизации ипотечных кредитов, доля которых в Европе почти 50%, а в США — 80% [Shome S., 2022].

Таблица 2

**Структура сделок секьюритизации,
в т. ч. ESG-секьюритизации в странах Европы и США в 2021 и 2022 гг., млрд евро**

Вид актива	Объем эмиссии в 2021 и 2022 гг.* в Европе	в т. ч. ESG в 2021 и 2022 гг.	Объем эмиссии в 2021 и 2022 гг.* в США	в т. ч. ESG в 2021 и 2022 гг.
ABS	91,1	1,2	390,4	20,6
CDO/CLO	60,8	1,3	252,1	18,7
CMBS	8,8	1,2	-	-
RMBS	147,8	6,2	-	111,0
SME	28,4	0,1	-	-
Corporate (WBS)	4,8	0,4	-	-
Agency MBS	-	-	4082,9	н.д.
Non-Agency CMBS	-	-	142,4	н.д.
Non-Agency RMBS	-	-	243,2	12,7
Всего	341,7	10,4	5111	155,61**

* По состоянию на I полугодие 2022 г.

** В разных источниках дается разная информация о размерах ESG-секьюритизации. Так, в отчете EBA указано, что ее доля в США составляет 1% от всех сделок секьюритизации (т. е. не менее 500 млрд евро по итогам 2021 и 2022 гг.; по данным Fitch и Structured Finance Association, объем сделок ESG-секьюритизации по итогам 2021 и 2022 гг. составил 70 млрд и 100 млрд долл. США соответственно).

Источник: составлено автором на основе [AFME, 2022; Bryan et al., 2022; EBA, 2022].

На рис. 1 показана динамика структуры различных видов ESG-секьюритизированных активов в Европе в период с 2016 по 2023 г.; на протяжении всего анализируемого периода основные доли приходятся на балансовые ABS и RMBS, в 2023 г. проведен ряд сделок с ABS.

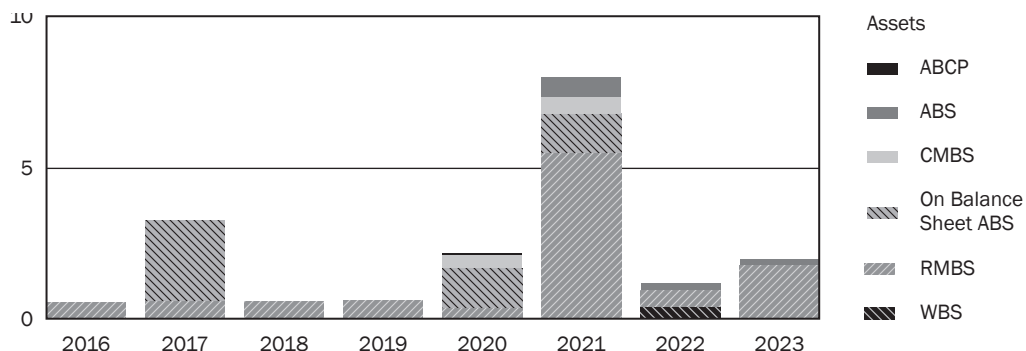
Риски мирового энергетического кризиса 2022 г. определили глубокую трансформацию энергобаланса стран ЕС и стимулировали активизацию рынка ESG-секьюритизации в 2023 г. в целях аккумуляции дополнительных средств на реализацию проектов энергоперехода, что, по мнению регулятора EBA, должно нарастить годовые объемы ESG-секьюритизации до 300 млрд евро к 2030 г. против 8,6 млрд в 2021 г. и 2,3 млрд в 2023 г. [EBA, 2022]. Потенциал ESG-секьюритизации обусловлен высокими потребностями в строительстве и реновации жилого фонда, отвечающего требованиям устойчивости, в строительстве солнечных и ветряных электростанций, в области развития электромобилестроения и проектов утилизации аккумуляторных батарей, а также в создании единой интегративной регуляторной базы стандартов и таксономий стран ЕС [AFME, 2022].

¹⁰ Данные включают Великобританию.

¹¹ Fannie Mae остается ключевым игроком на американском рынке ESG-секьюритизации. Так, к началу 2022 г. объем эмиссии выпущенных ESG RMBS превысил 100 млрд долл. США.

Рисунок 1

**Структура секьюритизированных ESG-активов
в период с 2016 по 2023 г., млрд евро**



Источник: ESG Finance Report Q4 2023 / AFME. URL: <https://www.afme.eu/Portals/0/DispatchFeaturedImages/AFME%20ESG%20Finance%20Report%204Q%202023.pdf>.

ESG-секьюритизация, являясь достаточно сложным и дорогим способом трансформации активов, несомненно, имеет свои преимущества, риски и недостатки, большая часть которых свойственна классической секьюритизации. Но помимо традиционных рисков, которые подробно рассмотрены в ряде научных работ, необходимо отметить специфический риск — Greenwashing (зеленый камуфляж). В то же время в некоторых отчетах к числу преимуществ долговых инструментов, выпущенных в результате ESG-секьюритизации, относят сниженный риск Greenwashing по сравнению с «vanilla bond»¹² [Müller et al., 2022]. В таблице сгруппированы основные характеристики рисков, преимуществ и недостатков ESG-секьюритизации.

Таблица 3

Преимущества, риски и недостатки ESG-секьюритизации

Параметр	Характеристика
Преимущества	<ul style="list-style-type: none"> Повышение рентабельности капитала и ликвидности активов Повышение ESG-рейтингов и деловой репутации Новые возможности управления традиционными рисками (кредитный, рыночный, ликвидности) Расширение списка активов, которые могут быть секьюритизированы Усложнение схем проведения за счет включения новых деривативов Гибкие механизмы проведения операций
Риски	<ul style="list-style-type: none"> Риски структуры и потока платежей Правовые риски Риски регулирования Страновые риски Риск дефолтов и досрочного погашения Риск потери деловой репутации Greenwashing (зеленый камуфляж) Риски формирования «отмывочных» схем
Недостатки	<ul style="list-style-type: none"> Сложность оценки качества актива Высокая стоимость проведения операций Низкая прозрачность сделок Сложность проведения процедуры Due diligence Ограничение доступа частных инвесторов в силу высокого порога входа и регуляторных запретов Трудоемкость процесса сбора информации Отсутствие единых подходов и таксономий может стать причиной неоптимальной структуры сделки

Источник: составлено автором на основе [Simmons & Simmons, 2022; Bryan et al., 2022; Müller et al., 2022; Deutsche Bank, 2020; EBA, 2022; AFME, 2022].

¹² Базовая облигация с фиксированными ставкой и датой погашения.

Российская практика развития рынка ESG-секьюритизации

В России сделки секьюритизации проводятся с начала 2000-х гг. и регулируются ФЗ «Об ипотечных ценных бумагах»¹³, с каждым годом объем сделок секьюритизации возрастает, усложняются их модификации. В 2013 г. был расширен список активов, доступных для сделок секьюритизации за счет секьюритизации иных (неипотечных) видов кредитов. Наиболее перспективными и социально значимыми сегментами среди неипотечных активов выделяют: кредиты малым и средним предприятиям (МСП), лизинг, автокредитование и права требования в рамках проектов ГЧП. В настоящее время основные сделки проводятся в виде трансакции по выпуску ИЦБ, основным эмитентом остается «ДОМ.РФ». Объем эмиссии бумаг с поручительством «ДОМ.РФ» в 2022 г. достиг почти 500 млрд руб., а всего за время действия программы было выпущено ИЦБ на сумму свыше 1,7 трлн руб. В то же время доля ИЦБ, находящихся в обращении в общем ипотечном портфеле банков, составляет всего 7%, что на порядок меньше, чем в странах с развитым рынком ипотечной секьюритизации (так, в США эта доля составляет около 70%) [Бельченко, Веролайнен, 2021]. В выпусках преобладают агентские сделки (однотраншевые) с квазигосударственной гарантией («Фабрика ИЦБ» АО «ДОМ.РФ»), при этом растут объемы и количество сделок в сегменте классической многотраншевой секьюритизации (напр., ООО «ИА Титан-5» выпустило ИЦБ, обеспеченные портфелем ипотечных кредитов АО «Банк БЖФ») [Васильев, 2023].

Несмотря на скромные показатели развития рынка секьюритизации и рынка устойчивого финансирования в России, в последние годы в рамках развития ESG-концепции имеются значительные достижения. Формируется нормативно-правовая база для интеграции ESG-принципов в практику компаний и субъектов РФ. основополагающими документами стали: «Стандарты эмиссии и критерии зеленого финансового инструмента»¹⁴, «Зеленые стандарты. Здания многоквартирные жилые «зеленые» (ГОСТ Р 70346-2022)»¹⁵, в процессе разработки находится «Стандарт зеленой ипотеки» («ДОМ.РФ») и др. Необходимо отметить ведущую роль Банка России в создании нормативной и методологической базы для полноценного функционирования системы устойчивого финансирования¹⁶, особый интерес представляет доклад для общественных консультаций «Модельная методология ESG-рейтингов»¹⁷. Большое внимание данным тенденциям уделено в «Стратегии развития финансового рынка РФ до 2030 года»¹⁸ и в «Основных направлениях развития финансового рынка РФ» в части «расширения вклада финансового рынка в достижение целей устойчивого развития и ESG-трансформации российского бизнеса»¹⁹. С 2019 г. на Московской бирже успешно функционирует «сектор устойчивого развития», где постоянно расширяется список эмитентов и выпусков ценных бумаг, в т. ч. в рамках ESG-секьюритизации.

¹³ Федеральный закон от 11.11.2003 № 152-ФЗ «Об ипотечных ценных бумагах». Ред. от 22.10.2022. URL: https://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_44997/.

¹⁴ Постановление Правительства РФ № 1587 от 21.09.2021 «Об утверждении критериев проектов устойчивого (в том числе зеленого) развития в РФ и требований к системе верификации проектов устойчивого (в т. ч. числе зеленого) развития в РФ».

¹⁵ Национальный стандарт РФ. URL: <https://docs.cntd.ru/document/1200193111>.

¹⁶ Концепция организации в России методологической системы по развитию зеленых финансовых инструментов и проектов ответственного инвестирования. URL: https://cbr.ru/Content/Document/File/84163/press_04102019.pdf.

¹⁷ Модельная методология ESG-рейтингов. Доклад для общественных консультаций. Москва: Банк России. 2023. URL: https://www.cbr.ru/Content/Document/File/144085/Consultation_Paper_17012023.pdf.

¹⁸ Распоряжение Правительства РФ от 29.12.2022 № 4355-р «Об утверждении Стратегии развития финансового рынка РФ до 2030 года». URL: https://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_436693/

¹⁹ Основные направления развития финансового рынка РФ на 2023 год и период 2024 и 2025 годов / Банк России, 2022.

По состоянию на 1 января 2024 г. в обращении находится 33-й выпуск, 19 из которых зеленые, на общую сумму 370 млрд руб. Основу составляют зеленые облигации (230,6 млрд руб.) и облигации сегмента национальных и адаптационных проектов (85 млрд руб.). Основными инвесторами в сектор устойчивого развития остаются кредитные организации (161,2 млрд руб.) и негосударственные пенсионные фонды (70,19 млрд руб.). В целом в период с 01.01.2020 по 01.02.2024 объем бумаг в обращении вырос в 28 раз — с 12,8 млрд до 370 млрд руб. соответственно²⁰. В 2023 г. был запущен сектор устойчивого развития на СПБ Бирже.

Начало истории российской зеленой секьюритизации было положено в 2020 г., когда был проведен ряд инновационных, пионерских сделок. Наибольший интерес представляет выпуск СФО «Русол 1» трех субординированных траншей облигаций общим объемом 5,7 млрд руб., обеспеченных платежами по договорам предоставления мощности солнечных электростанций компании «Солар Системз». Сделка была организована Совкомбанком, получила зеленый статус и стала первой подобной структурной трансакцией на российском рынке [Мурыгин, 2021]. Несомненным лидером на рынке ESG-секьюритизации в России остается «ДОМ.РФ»; так, он провел ряд сделок по выпуску ИЦБ, отвечающих критериям зеленой ипотеки, как важное достижение стоит отметить утвержденную в 2021 г. «Концепцию социальных ипотечных облигаций», в рамках которой уже успешно размещены два выпуска ИЦБ на общую сумму 12,1 млрд руб.²¹ «ДОМ.РФ» пока единственный в РФ проводит секьюритизацию кредитов по социальной ипотеке. В период с начала 2020 г. по первое полугодие 2023-го было реализовано четыре рыночные сделки по выпуску ИЦБ с присвоением им кредитных рейтингов на основе анализа характеристик портфелей обеспечения и структур выпусков.

Основные направления развития ESG-секьюритизации в России

В современных реалиях, несмотря на высокую турбулентность российского финансового рынка, развитие ESG-секьюритизации имеет определенные перспективы.

1. Наиболее развитым сегментом, несомненно, остается ESG-секьюритизация ипотечных кредитов жилой недвижимости (RMBS), именно здесь будет фиксироваться основной рост объемов секьюритизированных активов, в особенности после утверждения стандартов зеленой ипотеки.

2. Запрос на развитие социально ориентированных проектов определяет высокий потенциал социального сегмента секьюритизации в части привлечения средств на предоставление образовательных кредитов и на реализацию социальных проектов на региональном уровне, в особенности в новых субъектах РФ, что может привлечь внимание как институциональных, так и частных инвесторов. Драйвером развития данного направления может стать расширение практики секьюритизации социальной ипотеки «ДОМ.РФ». Формирование региональных программ и расширение списка секьюритизированных активов может стимулировать процесс перераспределения рисков между государственным и частным сектором.

3. Дальнейшая интеграция и развитие ESG-банкинга также будет способствовать более активному включению российских банков в данные практики, при этом есть потенциал развития сегмента green Auto ABS, CMBS²² и секьюритизированных кредитов МСП зеленой и социальной направленности. Направление может быть активизировано за счет

²⁰ Выпущенные на внутреннем рынке долговые ценные бумаги, включенные в сектор устойчивого развития / Банк России, 2024. URL: http://www.cbr.ru/statistics/macro_jtm/sec_st/issue_sector.

²¹ «ДОМ.РФ» выпустит первые в России социальные облигации с ипотечным покрытием. URL: <https://xn--d1aqf.xn--p1ai/media/news/dom-rf-vypustit-pervye-v-rossii-sotsialnye-obligatsii-s-ipotechnym-pokrytiem/>.

²² Секьюритизированные ипотечные займы коммерческой недвижимости.

использования секьюритизации в процессе управления процентным риском, что особенно актуально в период высоких ставок.

4. Развитие цифровых платформ для подготовки и проведения цифровой зеленой секьюритизации также поможет расширить охват розничных инвесторов, тем самым перераспределив капиталы, охлаждая рынок «мусорных» облигаций. Цифровая секьюритизация будет распространяться и на ESG-активы, что позволит существенно снизить инфраструктурные расходы и сроки подготовки сделок и повысить прозрачность их проведения. Так, например, российские аналоги платформы Greeneum²³ могут использоваться и для проведения сделок с ЦФА.

5. Еще одним перспективным направлением может стать использование практики многотраншевой ESG-секьюритизации, что позволит активизировать приток средств НПФ в старшие транши и включение в данный рынок разнообразных ESG-фондов.

ВЫВОДЫ

Исследование показало, что практика ESG-секьюритизации активно интегрируется в процессы управления капиталом в соответствии с целями устойчивого развития, наиболее развитыми центрами являются США, страны Европы и Китай, при этом самые высокие темпы роста фиксируются в странах Азии. В России, несмотря на изоляцию от мировых финансовых рынков и полномасштабную санкционную войну, практика ESG-секьюритизации развивается, охватывая новые направления.

В работе систематизированы основные инструменты ESG-секьюритизации, использование которых позволяет сочетать интерес как эмитентов, так и инвесторов с помощью гибких механизмов управления ликвидностью, дюрацией и рисками. Включение новых игроков уже позитивно отразилось на рынке устойчивых финансов в целом, а развитие рынка ESG-секьюритизации совершенствует структуру сделок, расширяя диапазон используемых деривативов, что позволяет успешно управлять не только кредитным, но и процентным риском. К тому же сделки ESG-секьюритизации способствуют перераспределению рисков между государственным и частным секторами, развивая новые направления.

По сути, можно утверждать, что к началу 2020-х гг. в мире уже создана и функционирует новая финансово-консультационная индустрия оценок, верификаций и различных баз данных в области ESG, которая постоянно развивается, используя самые инновационные как в техническом, так и методологическом аспектах методы и инструменты. В то же время следует отметить, что ESG и тем более ESG-секьюритизация явно не станет панацеей в процессе поиска наиболее перспективных направлений формирования и управления капиталом, но эти направления будут эволюционировать вместе с мировой экономикой и международными финансовыми отношениями.

Список источников

1. Белозеров С. А., Лупырь А. А. Исторические формы и концепции секьюритизации активов // Финансы и кредит. 2013. № 31 (559). С. 69–80.
2. Бельченко Л., Кашицын П. Почему нужно было секьюритизировать ипотеку вчера? / Эксперт РА, 2022. URL: https://www.raexpert.ru/press/articles/belchenko_cbonds_apr2022/.
3. Бельченко Л., Веролайнен А. Секьюритизация — неиспользованный резерв для роста экономики / Эксперт РА, 2021. URL: https://www.raexpert.ru/press/articles/belchenko_futurebanking_dec2021/.

²³ Платформа, где возможно заключение сделок с использованием блокчейна с активами устойчивой ESG-направленности. URL: <https://www.greeneum.net/>.

4. Бэр Х. П. Секьюритизация активов: секьюритизация финансовых активов — инновационная техника финансирования банков / Пер. с нем. Ю. М. Алексеев, О. М. Иванов. Москва: Волтерс Клувер, 2007. 585 с.
 5. Васильев М. Геополитический разлом / Энциклопедия российской секьюритизации, 2023. С. 10–14. URL: <http://russecuritisation.ru/files/securitization/sec-2023.pdf>.
 6. Веретенникова О. Б., Мезенцева И. А. Сущность и виды секьюритизации банковских активов // Известия Уральского государственного экономического университета. 2012. № 4 (42). С. 20–24.
 7. Веролайнен А., Кашицын П. Многограншевая секьюритизация: как оценить финансовый результат сделки / Энциклопедия российской секьюритизации, 2023. С. 92–99. URL: <http://russecuritisation.ru/files/securitization/sec-2023.pdf>.
 8. Володина А. О., Траченко М. Б. Доходность ESG-инвестирования на развитых и развивающихся рынках с учетом временного горизонта // Финансовый журнал. 2023. Т. 15. № 2. С. 59–73. <https://doi.org/10.31107/2075-1990-2023-2-59-73>.
 9. Лопатина С. В. Проблемы механизма секьюритизации и их влияние на экономическую безопасность в Российской Федерации // Инновационное развитие экономики. 2019. № 2 (50). С. 319–331.
 10. Мурыгин А. Опыт секьюритизации бизнеса солнечных станций / Энциклопедия российской секьюритизации, 2021. С. 154–156. URL: <http://russecuritisation.ru/files/securitization/sec-2021.pdf>.
 11. Мински Х. Стабилизируя нестабильную экономику / Пер. с англ. Ю. Каптуревского; науч. ред. И. Розмаинский. Изд-во Института Гайдара, факультет свободных искусств и наук СПбГУ, 2017. 624 с.
 12. Стерник С. Г., Федотова М. А. Цифровые альтернативы секьюритизации активов на рынках недвижимости // Российский экономический интернет-журнал. 2021. № 4. URL: <https://www.e-rej.ru/upload/iblock/e6c/e6c02ea376638b3abc457a84ae2981fb.pdf>.
 13. Сысоева Е. Ф., Прокопенко С. С. Современное состояние секьюритизированного рынка России / Теория и практика функционирования финансовой и денежно-кредитной системы России / Сб. статей международной научно-практической конференции. Воронеж: ИПЦ «Научная книга». 2022. С. 26–29.
 14. Acharya V. V., Schnabl P., Suarez G. Securitization without risk transfer // *Journal of Financial Economics*. 2013. Vol. 107. № 3. P. 515–536.
 15. Ahn J.-H., Breton R. Securitization, competition and monitoring // *Journal of Banking and Finance*. 2014. Vol. 40. № 1. P. 195–210.
 16. Bryan A., Craig A., Tsybina J. ESG securitisation: accelerating after a slow start / Clifford Chance. March 2022. URL: <https://www.cliffordchance.com/content/dam/cliffordchance/briefings/2022/04/ESG-Securitisation-accelerating-after-a-slow-start.pdf>.
 17. Craughan J. et al. Talking about a revolution: making ESG securitisations mainstream // *Butterworth’s Journal of International Banking and Financial Law*. June 2022. URL: https://www.engage.hoganlovells.com/knowledgeservices/news/talking-about-a-revolution-making-esg-securitisations-mainstream_1.
 18. Developing a framework for sustainable securitization / EBA Report. EBA/REP/2022/06.
 19. ESG in securitisation: early days / Deutsche Bank Markets Research, 2020. URL: <https://structuredfinance.org/wp-content/uploads/2020/02/Deutsche-Bank-Markets-Research-ESG-and-Securitization-February-2020.pdf>.
 20. ESG securitization: Taking stock / Simmons & Simmons, 2022. URL: <https://www.simmons-simmons.com/en/publications/cl3acryjv1n6p0a57trvx1sut/esg-securitisation-taking-stock>.
 21. European Green Securitisation Regulatory State of Play. Obstacles to growth and opportunities for leadership / AFME, 2022. URL: https://www.afme.eu/portals/0/dispatchfeaturedimages/afme_esgsecuritisation_2022_07_final-2.pdf.
 22. Global Investor Survey 2022 / PwC. URL: <https://www.pwc.com/gx/en/issues/esg/global-investor-survey-2022.html>.
 23. Müller I., Nguyen H., Nguyen T. The Color of Corporate Loan Securitization / IWH Discussion Papers № 22/2022. URL: <https://www.econstor.eu/bitstream/10419/265425/1/1818137348.pdf>.
 24. Schwarcz S. L. Securitization Post-Enron (May 2004) // *Cardozo Law Review*. 2014. Vol. 25. № 5. <https://doi.org/10.2139/ssrn.386601>.
 25. Schwarcz S. L. (2009). The future of securitization // *Connecticut Law Review*. Vol. 41. № 4. P. 1313–1326.
 26. Segoviano M. et al. Securitization: The Road Ahead / IMF, 2015. URL: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/sdn/2015/sdn1501.pdf>.
 27. Senarath S. Securitisation and the global financial crisis: can risk retention prevent another crisis? // *International Journal of Business and Globalisation*. 2017. Vol. 18. P. 153–166. <https://doi.org/10.1504/IJBG.2017.10001682>.
 28. Shome S. Global Securitisation Markets in 2021: A Robust Year for Structured Finance / Vinod Kothari Consultant, 2022. URL: <https://vinodkothari.com/2022/03/global-securitisation-markets-in-2021-a-robust-year-for-structured-finance/>.
-

References

1. Belozero S.A., Lupyr A.A. (2013). Historical Forms and Concepts of Securitization of Assets. *Finansy i kredit – Finance and Credit*, 31 (559), 69–80 (In Russ.).
2. Belchenko L., Kashitsyn P. (2022). Why Was it Necessary to Securitise Mortgages Yesterday? RA Expert (In Russ.). Available at: https://www.raexpert.ru/press/articles/belchenko_cbonds_apr2022/.
3. Belchenko L., Verolainen A. (2021). Securitization – an Untapped Reserve for Economic Growth. RA Expert (In Russ.). Available at: https://www.raexpert.ru/press/articles/belchenko_futurebanking_dec2021/.
4. Bar H.P. (2007). Securitization of Assets: Securitization of Financial Assets – an Innovative Technique for Financing Banks / Translation from German by Yu.M. Alekseev, O.M. Ivanov. Moscow: Wolters Kluwer, 2007. 585 p. (In Russ.).
5. Vasiliev M. (2023) Geopolitical Fault. In Encyclopedia of Russian Securitization. 188 p. (In Russ.). Available at: <http://russecuritisation.ru/files/securitization/sec-2023.pdf>.
6. Veretennikova O.V., Mezentseva I.A. (2012). Essence and Types of Securitization of Banking Assets. *Izvestiya Ural'skogo gosudarstvennogo ekonomicheskogo universiteta – Proceedings of the Ural State University of Economics*, 2012, 4 (42), 20–24 (In Russ.).
7. Verolainen A., Kashitsyn P. (2023). Multi-Tranche Securitization: How to Evaluate the Financial Result of a Transaction. In Encyclopedia of Russian securitization, 92–99 (In Russ.). Available at: <http://russecuritisation.ru/files/securitization/sec-2023.pdf>.
8. Volodina A.O., Trachenko M.B. (2023). ESG Investment Profitability in Developed and Emerging Markets with Regard to the Time Horizon. *Financial Journal*, 15 (2), 59–73 (In Russ.). <https://doi.org/10.31107/2075-1990-2023-2-59-73>.
9. Lopatina S.V. (2019). Problems of the Securitization Mechanism and Their Impact on Economic Security in the Russian Federation. *Innovatsionnoe razvitiye ekonomiki – Innovative Development of the Economy*. 2 (50), 319–331 (In Russ.).
10. Murygin A. (2021). Experience in Securitization of Solar Power Plants Business. In Encyclopedia of Russian securitization, 154–156 (In Russ.). Available at: <http://russecuritisation.ru/files/securitization/sec-2021.pdf>.
11. Minsky H.P. (1986). Stabilizing an Unstable Economy. Yale University Press.
12. Sternik S.G., Fedotova M.A. (2021). Digital Alternatives to Asset Securitization in the Real Estate Markets. *Russian Economic Online Journal*, 4 (In Russ.). Available at: <https://www.e-rej.ru/upload/iblock/e6c/e6c02ea376638b3abc457a84ae2981fb.pdf>.
13. Sysoeva E.F., Prokopenko S.S. (2022). The Current State of the Securitised Market in Russia. Theory and Practice of the Functioning of the Financial and Monetary System of Russia: Collection of articles of the international scientific and practical conference. Voronezh: CPI Scientific Book Publ., 26–29 (In Russ.).
14. Acharya V.V., Schnabl P., Suarez G. (2013). Securitization without risk transfer. *Journal of Financial Economics*, 107 (3), 515–536.
15. Ahn J.-H., Breton R. (2014). Securitization, competition and monitoring. *Journal of Banking and Finance*, 40 (1), 195–210.
16. Bryan A., Craig A., Tsybina J. (2022). ESG securitisation: accelerating after a slow start. Clifford Chance, March. Available at: <https://www.cliffordchance.com/content/dam/cliffordchance/briefings/2022/04/ESG-Securitisation-accelerating-after-a-slow-start.pdf>.
17. Craughan J. et al. (2022). Talking about a revolution: making ESG securitisations mainstream. *Butterworth's Journal of International Banking and Financial Law*, June. Available at: https://www.engage.hoganlovells.com/knowledgeservices/news/talking-about-a-revolution-making-esg-securitisations-mainstream_1.
18. EBA Report (2022). Developing a framework for sustainable securitisation. EBA/REP/2022/06.
19. Deutsche Bank Markets Research (2020). ESG in securitisation: early days. Available at: <https://structured-finance.org/wp-content/uploads/2020/02/Deutsche-Bank-Markets-Research-ESG-and-Securitization-February-2020.pdf>.
20. Simmons & Simmons, 2022. ESG securitisation Taking stock. Available at: <https://www.simmons-simmons.com/en/publications/cl3acryjv1n6p0a57trvx1sut/esg-securitisation-taking-stock>.
21. AFME (2022). European Green Securitisation Regulatory State of Play. Obstacles to growth and opportunities for leadership. Available at: https://www.afme.eu/portals/0/dispatchfeaturedimages/afme_esgsecuritisation_2022_07_final-2.pdf.
22. PwC (2022). Global Investor Survey 2022. Available at: <https://www.pwc.com/gx/en/issues/esg/global-investor-survey-2022.html>.
23. Müller I., Nguyen H., Nguyen T. (2022). The Color of Corporate Loan Securitization. IWH Discussion Papers No. 22. Available at: <https://www.econstor.eu/bitstream/10419/265425/1/1818137348.pdf>.
24. Schwarcz S.L. (2004). Securitization Post-Enron. *Cardozo Law Review*, 25 (5). <https://doi.org/10.2139/ssrn.386601>.
25. Schwarcz S.L. (2009). The future of securitization. *Connecticut Law Review*, 41 (4), 1313–1326.
26. Segoviano M. et al. (2015). Securitization: The Road Ahead. IMF. Available at: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/sdn/2015/sdn1501.pdf>.

27. Senarath S. (2017). Securitisation and the global financial crisis: can risk retention prevent another crisis? *International Journal of Business and Globalisation*, 18, 153–166. <https://doi.org/10.1504/IJBG.2017.10001682>.
28. Shome S. (2022). Global Securitisation Markets in 2021: A Robust Year for Structured Finance. Vinod Kothari Consultant. Available at: <https://vinodkothari.com/2022/03/global-securitisation-markets-in-2021-a-robust-year-for-structured-finance/>.

Информация об авторе

Наталья Александровна Хуторова, кандидат экономических наук, доцент, доцент кафедры экономической безопасности Института права и национальной безопасности РАНХиГС, г. Москва

Information about the author

Natalya A. Khutorova, Candidate of Economic Sciences, Docent, Associate Professor of the Department of Economic Security, Institute of Law and National Security, RANEPА, Moscow

Статья поступила в редакцию 06.09.2023
Одобрена после рецензирования 20.12.2023
Принята к публикации 05.04.2024

The article submitted September 9, 2023
Approved after reviewing December 20, 2023
Accepted for publication April 5, 2024

Финансовые индикаторы динамики стоимости ESG-ориентированных компаний Китая

Анастасия Олеговна Володина

E-mail: ao_volodina@guu.ru, ORCID: 0000-0003-3466-8212

Государственный университет управления,

г. Москва, Российская Федерация

Марина Борисовна Траченко

E-mail: mb_trachenko@guu.ru, ORCID: 0000-0002-2923-4316

Государственный университет управления,

г. Москва, Российская Федерация

Аннотация

Приоритет инвестирования в устойчивое развитие и ESG-ориентированные компании стал мировым трендом. Наряду с развитыми рынками США и Европы многочисленные ESG-индексы сформировались в странах других континентов. Высокие темпы роста этот сегмент фондового рынка продемонстрировал в Китае. Целью статьи является выявление финансовых индикаторов, в наибольшей степени связанных с динамикой стоимости ESG-ориентированных компаний Китая. Эмпирической базой сравнительного анализа компаний, придерживающихся ESG-принципов и не реализующих их на практике, стали 48 компаний, входящих в индекс SSE 180 ESG Leaders Index Шанхайской фондовой биржи и 44 компании индекса Shanghai Composite, не входящие в ESG-индексы. Анализ динамики стоимости двух групп компаний показал более высокую устойчивость ESG-ориентированных предприятий к кризисным явлениям в экономике. Однако сравнительный анализ мультипликаторов не позволил сделать вывод о большей инвестиционной привлекательности одной из групп компаний.

Особое внимание было уделено исследованию финансовых индикаторов фундаментального анализа. Основной вывод важен для инвесторов: рост стоимости ESG-нейтральных компаний не согласован с позитивной динамикой финансовых показателей, и такие инвестиции более рискованны по сравнению с вложением средств в ESG-ориентированные компании. Дальнейшее исследование инвестиционной привлекательности финансовых ESG-инструментов и отдельных компаний, придерживающихся принципов устойчивого развития и представленных на китайском фондовом рынке, будет связано с более детальным факторным анализом, что важно для принятия взвешенных решений российскими инвесторами при освоении нового рынка капитала.

Ключевые слова: ESG, рентабельность, структура капитала, стоимость компании, устойчивое развитие, денежный поток

JEL: G32

Для цитирования: Володина А. О., Траченко М. Б. Финансовые индикаторы динамики стоимости ESG-ориентированных компаний Китая // Финансовый журнал. 2024. Т. 16. № 2. С. 88–103. <https://doi.org/10.31107/2075-1990-2024-2-88-103>.

© Володина А. О., Траченко М. Б., 2024

<https://doi.org/10.31107/2075-1990-2024-2-88-103>

Financial Indicators of Value Dynamics of ESG-oriented Companies in China

Anastasia O. Volodina¹, Marina B. Trachenko²

^{1,2} State University of Management, Moscow, Russian Federation

¹ ao_volodina@guu.ru, <https://orcid.org/0000-0003-3466-8212>

² mb_trachenko@guu.ru, <https://orcid.org/0000-0002-2923-4316>

Abstract

The priority of investing in sustainable development and ESG-oriented companies has become a global trend. Along with the developed markets of the USA and Europe, numerous ESG indices have been formed in countries of other continents. This segment of the stock market shows high growth rates in China. The purpose of the article is to identify the financial indicators that are most closely related to the value dynamics of ESG-oriented companies in China. The empirical base for the comparative analysis of companies adhering to ESG principles and not implementing them in practice was 48 companies included in the SSE 180 ESG Leaders Index of the Shanghai Stock Exchange, and 44 companies from the Shanghai Composite index that are not included in the ESG indices. The analysis of the value dynamics of the two groups of companies showed the higher resilience of ESG-oriented enterprises to the crisis phenomena in the economy. However, the comparative analysis of multipliers did not allow us to conclude that one of the groups of companies is more attractive for investment.

Special attention was paid to the study of financial indicators of fundamental analysis. The main conclusion is important for investors: the growth in the value of ESG-neutral companies is not consistent with the positive dynamics of financial indicators, and such investments are riskier than investments in ESG-oriented companies. Further research on investment attractiveness of financial ESG-instruments and individual companies, adhering to the principles of sustainable development and represented in the stock market of China, will be associated with more detailed factor analysis, which is important for Russian investors to make informed decisions when developing a new capital market.

Keywords: ESG, profitability, capital structure, company value, sustainable development, cash flow

JEL: G32

For citation: Volodina A.O., Trachenko M.B. (2024). Financial Indicators of Value Dynamics of ESG-oriented Companies in China. *Financial Journal*, 16 (2), 88–103 (In Russ.).

<https://doi.org/10.31107/2075-1990-2024-2-88-103>.

© Volodina A.O., Trachenko M.B., 2024

ВВЕДЕНИЕ

Рынок долгового и долевого ESG-капитала демонстрирует высокие темпы роста и привлекает широкий круг инвесторов. По оценкам международной некоммерческой организации Climate Bonds Initiative (CBI), совокупный выпуск зеленых облигаций составляет 2,334 трлн долл. США, в том числе выпуск 2023 г. равен 531,5 млрд долл. Плановые показатели роста объема эмитированных облигаций по сравнению с 2022 г. были запланированы в диапазоне от 10 до 15%. Этот сегмент рынка облигационного капитала показал в последние годы стремительный рост, в 2022 г. на его долю пришлось 10%, а в 2023 г. ожидался, по прогнозу CBI, рост до 15%¹. Косвенной оценкой роста числа ESG-ориентированных компаний является динамика подписантов Принципов ответственного инвестирования (*Principles for responsible investment*, PRI): в среднем рост 22% в год

¹ Green Bonds Market 2023. URL: <https://www.climatebonds.net/>.

с 2016 г. до 2021 г. включительно и незначительное снижение темпов роста числа присоединившихся к этой инициативе в 2022–2023 гг., что объясняется, в частности, практически полным охватом экономических субъектов и достижением предела роста их численности на наиболее развитых рынках ответственного инвестирования, а также исключением ряда компаний, что в случае сделок M&A не сопровождается уменьшением ESG-активов².

Региональный срез аналитики PRI позволяет оценить динамику по восемнадцати регионам, среди которых отдельные страны (США, Япония, Китай, Австралия, Бразилия, Франция и ряд других), а также группы стран (Средний Восток, Центральная и Южная Европа, Южная Африка, другие). В 2023 г. по состоянию на 31 марта темп роста присоединившихся к PRI компаний по семнадцати регионам был в среднем 19 % (от 10 % в Австралии до 36 % на Среднем Востоке) и только в Китае превысил средний темп роста в 2,4 раза и составил 42 %. Интерес к исследованию динамики стоимости ESG-ориентированных компаний Китая (в анализируемой выборке 48 компаний, входящих в индекс 180 ESG Leaders Шанхайской фондовой биржи) мотивирован не только ростом доли таких активов на китайском фондовом рынке, но и переориентацией российских инвесторов на азиатские рынки в условиях санкционного давления Запада. Инвестиционная привлекательность активов сопряжена с широким спектром мультипликаторов и традиционных финансовых индикаторов, поэтому одной из основных задач исследования является сравнительный анализ динамики таких показателей китайских компаний ESG-индекса и ESG-нейтральных (в анализируемой выборке 44 компании индекса Shanghai Composite, не входящие в ESG-индексы).

Теоретической основой исследования являются многочисленные труды, посвященные влиянию ESG-политики в целом и ее экологической, социальной и управленческой составляющих на рыночную доходность и широкий спектр финансовых показателей развивающихся рынков (Бразилии, Китая, Индии, России, Южной Африки, Иордании, Палестины, Сирии и Ливана и других) и фондовых рынков развитых стран (США, Великобритании и других). Результаты анализа эмпирических данных фондовых рынков США, Европы, Азиатско-Тихоокеанского региона, а также Китая и Индии отражены в проведенном авторами исследовании доходности ESG-инвестирования на развитых и развивающихся рынках, в том числе на разных временных интервалах в диапазоне от одного года до пяти лет [Володина, Траченко, 2023]. Таким образом, значительное количество научных исследований, сопряженных с ESG-проблематикой и проведенных на эмпирических данных фондовых рынков многих развитых и развивающихся стран разных регионов и имеющих неоднозначные, а в ряде случаев и противоречивые результаты, подтверждает актуальность продолжения разработки этой проблемной области, важной для принятия инвестиционных решений.

ОБЗОР ЛИТЕРАТУРЫ

Использование ESG-принципов в деятельности компании положительно отражается на ее стоимости, в том числе за счет расширения круга инвесторов и роста спроса на ее акции. Однако не всегда это влияние может сопровождаться позитивным эффектом, поскольку инвесторы и другие заинтересованные в деятельности предприятия стороны осуществляют мониторинг в первую очередь финансовых показателей. Рост фундаментальной стоимости как основа динамики рыночной стоимости компании является важнейшим сигналом для заинтересованных сторон о положительных перспективах ее развития. Одним из показателей, оцениваемых при анализе деятельности предприятий, является коэффициент

² *Responsible investment ecosystems / Annual Report 2023*. URL: <https://www.unpri.org/annual-report-2023/responsible-investment-ecosystems>.

Тобина (q Тобина). Исследование 40 листинговых компаний Южной Африки за период 2015–2019 гг. показало, что для предприятий, использующих принципы ESG-концепции в своей деятельности, среднее значение q Тобина выше единицы, то есть рынок оценивает компанию выше восстановительной стоимости ее активов [Chininga et al., 2023]. Однако следует провести анализ других мультипликаторов (отношение рыночной цены и прибыли, выручки, денежного потока) для того, чтобы сделать обоснованные выводы о специфике динамики стоимости компаний, которые используют ESG-принципы в своей деятельности.

Максимизация рентабельности на основе роста прибыли является одной из основных целей деятельности компании, позволяет контролировать риск долговой нагрузки и повышать доходность для инвесторов посредством реализации дивидендной политики. Несмотря на множество показателей, на которые потенциальные инвесторы обращают внимание при принятии решения о вложении своих средств, уровень генерируемой прибыли и показатели рентабельности остаются одними из ключевых индикаторов финансовой перспективности компании с точки зрения инвестиционной привлекательности. Исследования взаимосвязи рентабельности деятельности компаний и их ESG-индикаторов показывают неоднозначные результаты. Эмпирический анализ данных 124 нефинансовых компаний из Иордании, Палестины, Сирии и Ливана за период 2012–2019 гг. позволил авторам сделать вывод о положительной взаимосвязи рентабельности деятельности и показателей ESG, при этом существенное влияние на указанные показатели (ESG) оказывает рентабельность активов [Al Amosh et al., 2023]. К такому же выводу пришли авторы анализа листинговых компаний Южной Африки [Chininga et al., 2023]. В свою очередь, результаты исследования 85 европейских компаний энергетического сектора за период 1995–2020 гг., напротив, показали, что рентабельность деятельности компаний оказывает незначительное влияние на показатели ESG и это влияние характеризуется как обратное [Makridou et al., 2023]. Еще одно исследование европейских компаний показало, что использование ESG-принципов положительно влияет на рентабельность активов, при этом отмечается лишь раскрытие экологической составляющей рассматриваемой концепции. Выявлено, что раскрытие информации о социальной и управленческой составляющих оказывает негативное влияние на рентабельность европейских компаний [Buallay, 2022]. Внедрение и следование концепции устойчивого развития требует вложения значительных объемов финансовых ресурсов, корректировки операционных и коммуникационных процессов, и при успешной ее реализации ожидается повышение прибыли, рентабельности и эффективности деятельности в целом, но реальные результаты не всегда оправдывают ожидания. Вероятно, влияние уровня генерируемой прибыли необходимо анализировать с учетом стадии внедрения ESG-практики и ее качественных показателей.

Значительная часть исследований посвящена изучению взаимосвязи структуры капитала и концепции устойчивого развития. Большинство ученых приходит к выводу, что реализуемые элементы ESG-концепции положительно влияют на возможность расширения объемов финансовых ресурсов, поскольку позволяют привлечь инвесторов, для которых в основе их инвестиционных стратегий лежит критерий высокой социальной ответственности и экологичности бизнеса объекта вложений. Более того, считается, что компании, для которых характерна высокая степень корпоративной социальной ответственности и уровень транспарентности информации в отношении не только финансовой отчетности, но и реализуемой ESG-практики, вызывают больший уровень доверия со стороны потенциальных инвесторов и способны привлекать больший уровень финансирования для обеспечения роста деятельности и ее стоимости. Однако сам факт реализации ESG-практики компанией не может быть воспринят как критерий финансовой успешности деятельности, и необходимость исследования обратного влияния становится все более актуальной

задачей. Результаты анализа влияния структуры капитала на ESG-показатели 51 иорданской компании, акции которых обращаются на бирже, за период 2012–2020 гг. показали, что положительное влияние на индикаторы устойчивого развития наблюдается у компаний, использующих долговое финансирование для обеспечения функционирования своей деятельности; между наращиванием акционерного капитала и ESG-показателями зависимости не обнаружено [Al Amosh et al., 2022]. Данная ситуация, с одной стороны, согласуется с проблемой агентского конфликта, поскольку долговое финансирование обусловлено необходимостью осуществления затрат на его обслуживание и приводит к сокращению свободного денежного потока, доступного менеджменту компании. С другой — ситуация неоднозначна в отношении акционерного капитала, поскольку наращивание долгового капитала в долгосрочном периоде может быть сопряжено с более высокими темпами роста прибыли в целях не только обеспечения достаточности средств для обслуживания долга, но и нивелирования финансовых рисков. Так, например, средняя величина отношения долгового капитала к собственному капиталу компаний Южной Африки, которые используют ESG-принципы в своей деятельности, составляет 59,6 [Chininga et al., 2023], что характеризует высокий риск для таких компаний и требует дополнительного анализа их финансовой устойчивости и инвестиционной привлекательности.

В научной литературе отдельные исследования посвящены вопросам влияния ESG-практики не на структурную составляющую источников финансирования, а на стоимость капитала, что также характеризует уровень доступности привлечения финансовых ресурсов для поддержания и развития предприятия. Анализ 171 листинговой компании сектора общественного питания, представленных на развитых рынках Северной Америки, Западной Европы и Азиатско-Тихоокеанского региона за период 2010–2019 гг., показал, что между стоимостью акционерного капитала и уровнем прозрачности информации о показателях ESG предприятий существует значительная отрицательная связь [Raimo et al., 2021]. Выявление обратной зависимости между стоимостью акционерного капитала и открытостью ESG-информации является спорным при оценке инвестиционной привлекательности предприятий и дает противоречивую информацию инвесторам. С одной стороны, снижение стоимости капитала, привлекаемого для финансирования, — положительный критерий для деятельности компании. С другой, стоимость акционерного капитала определяется его доходностью для акционеров, и снижение этой доходности не может быть мотивом принятия решения о вложении средств. Исследование социально ответственных инвестиций на индийском рынке дало похожие результаты: социально ответственные инвестиции в индийские компании характеризуются более низкой доходностью по сравнению с альтернативными источниками вложения своих средств инвесторами [Jonwall et al., 2023]. Результаты исследования австралийских компаний за период 2007–2017 гг. также подтвердили более низкую стоимость привлечения финансовых ресурсов для ESG-ориентированных компаний [Gholami et al., 2023]. Таким образом, на основе результатов анализа структуры и стоимости капитала можно сделать вывод о том, что компании, использующие ESG-концепцию в управлении своей деятельностью, должны наращивать долговое финансирование в структуре капитала и генерировать высокий уровень прибыли для обеспечения доходности инвесторов и обслуживания долгового капитала. Данный вывод подтверждается и исследованием 116 листинговых нефинансовых компаний стран Юго-Восточной Азии за период 2012–2019 гг., в котором была обнаружена положительная взаимосвязь между финансовым рычагом и индикаторами ESG [Adeneye et al., 2023]. Полученные данные требуют дополнительного анализа о возможном предельном уровне долговой нагрузки, разработки специфической системы управления рисками в ESG-парадигме и пересмотра мотивационных и поведенческих теоретических основ действий инвесторов при реализации инвестиционных потребностей, а также расширения продуктов долгового финансирования на основе ESG-критериев.

В научной литературе изучается влияние применения ESG-практик на управление деятельностью предприятий при реализации зеленых инноваций для повышения эффективности деятельности, сокращения негативного влияния на окружающую среду в целях роста финансовых показателей компаний и их стоимости посредством повышения доступности источников финансирования. Изучение финансовых показателей деятельности 115 британских и 90 немецких компаний за период 2005–2019 гг., а именно: балансовой стоимости, рентабельности активов, оборачиваемости активов, рентабельности собственного капитала и q Тобина, показало, что как для британских, так и для немецких компаний наблюдается значительная взаимосвязь между внедрением зеленых инноваций в деятельности компании, раскрытием информации об устойчивом развитии, в частности об экологическом аспекте деятельности компании, и ее финансовыми показателями [Chouaibi et al., 2022]. Выводы о положительном влиянии использования концепции устойчивого развития и зеленых инноваций в деятельности предприятия на его финансовые показатели были получены и в результате анализа 211 компаний из списка S&P 500 за период с 2011 по 2019 г. [Khanchel et al., 2023]. Внедрение зеленых инноваций и применение ESG-концепции в деятельности предприятия позволяет снижать влияние кризисных явлений в экономике на лояльность инвесторов и повышать финансовые показатели, что подтверждается исследованием испанских листинговых компаний [Mattera, Soto, 2023]. Данная ситуация связана с тем, что ориентация компании на устойчивое развитие и внедрение в управление деятельностью индикаторов экологической, социальной и управленческой составляющих сопряжены со стратегическим развитием компании и носят долгосрочный характер. Одним из ключевых элементов ESG-практики является необходимость обеспечения высокого уровня прозрачности информации, который способствует повышению доверия со стороны инвесторов [Aluchna et al., 2023], и в условиях кризисных явлений такие инвесторы могут отказаться от решения разрывать финансовые отношения с компанией. Анализ китайских листинговых компаний за период 2009–2020 гг. показал, что для ESG-ориентированных предприятий характерен более низкий темп снижения рыночной цены акций, чем для ESG-нейтральных компаний, причем такая тенденция в большей степени характерна для негосударственных предприятий [Zhang et al., 2023].

Однако не все эмпирические исследования подтверждают положительное влияние использования компанией ESG-принципов в своей деятельности на ее финансовые индикаторы. Так, в результате анализа 112 предприятий различных секторов экономики была выявлена отрицательная связь между ориентацией деятельности на устойчивое развитие и динамикой корпоративных финансовых показателей [Singh et al., 2023].

ДАнные И МЕТОДОЛОГИЯ

В настоящем исследовании проведен анализ 92 китайских листинговых компаний за период 2018–2022 гг. Из них 48 компаний, входящих в ESG-индекс SSE 180 ESG Leaders Index Шанхайской фондовой биржи³, для целей настоящего исследования приняты как ESG-ориентированные. 44 компании, которые входят в индекс Shanghai Composite (SSEC)⁴ и не отмечены в ESG индексе — ESG-нейтральные.

В выборке представлены компании различных секторов экономики, за исключением финансового: металлургического и горнодобывающего, энергетического, нефтегазового, строительного, а также химической и автомобильной промышленности, торговли, телекоммуникационной сферы, информационных технологий и др.

³ SSE 180 ESG Leaders Index. URL: <https://www.csindex.com.cn/#/indices/family/detail?indexCode=950226>.

⁴ Shanghai Composite (SSEC). URL: <https://ru.investing.com/indices/shanghai-composite>.

Для анализа в качестве финансовых показателей деятельности китайских компаний были использованы: стоимость компании, рыночные мультипликаторы, прибыль, выручка, денежный поток, балансовая стоимость, коэффициенты рентабельности, структуры капитала и денежных потоков.

Стоимость компании в целях настоящего исследования определялась по формуле: Цена закрытия × Обыкновенные акции + Стоимость привилегированных акций + Общий долг + Накопленная доля меньшинства – Денежные средства и краткосрочные инвестиции⁵.

В качестве рыночных мультипликаторов взяты показатели: цена/прибыль; цена/выручка; цена/денежный поток; цена/балансовая стоимость, которые определялись делением рыночной цены акции на соответствующий финансовый индикатор в расчете на одну акцию.

В качестве показателей рентабельности для анализа выбраны: рентабельности активов, рентабельности собственного капитала, доход на инвестированный капитал, валовая рентабельность, операционная рентабельность, рентабельность по EBITDA и рентабельность по чистой прибыли.

Показатели структуры капитала включают соотношение совокупного долга к активам, совокупного долга к капиталу, долгосрочного долга к активам и долгосрочного долга к капиталу.

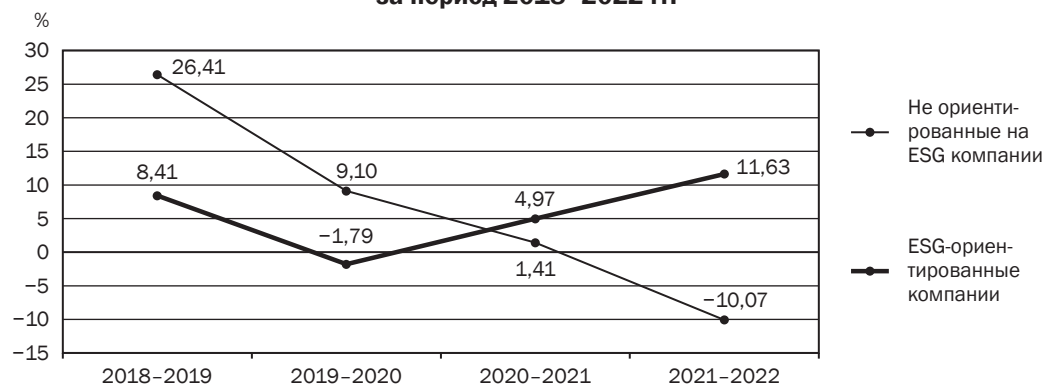
В качестве показателей денежного потока в настоящем исследовании использованы следующие: операционный денежный поток, денежный поток от инвестиционной деятельности, денежный поток от финансовой деятельности, чистый денежный поток, денежная рентабельность продаж, денежное содержание валовой маржи, денежное содержание чистой прибыли и отношение денежного потока к совокупному долгу.

РЕЗУЛЬТАТЫ И ОБСУЖДЕНИЕ

Одной из главных целей управления деятельностью компании является максимизация ее стоимости в определенном периоде времени, в связи с чем авторами был проведен сравнительный анализ стоимости китайских листинговых компаний, которые используют ESG-принципы в своей деятельности, и ESG-нейтральных предприятий (рис. 1).

Рисунок 1

Динамика стоимости китайских листинговых компаний за период 2018–2022 гг.



Источник: рисунок авторов.

⁵ Enterprise value. URL: <https://ru.tradingview.com/symbols/SSE-603378/financials-statistics-and-ratios/?statistics-period=FY&solution=43000597077>.

Результаты сравнительного анализа динамики стоимости китайских листинговых компаний показали, что за анализируемый период стоимость ESG-нейтральных компаний выросла на 25,78% по сравнению с 2018 г., а ESG-ориентированных — на 24,76%. Однако цепной анализ изменения стоимости по годам продемонстрировал ее значительную волатильность в отношении ESG-нейтральных компаний, снижение темпов роста и затем значительное падение стоимости в период высокой турбулентности экономики с 2019 по 2022 г. ESG-ориентированные китайские компании, напротив, после отрицательного темпа роста за 2019–2020 гг. вплоть до 2022 г. показывают устойчивую тенденцию к повышению инвестиционной привлекательности в связи с ростом стоимости, что подтверждает выводы о степени устойчивости таких предприятий к кризисным условиям, возникающим в экономике.

Для поддержания стабильного интереса инвесторов к акциям компании рост ее стоимости должен сопровождаться увеличением фундаментальных показателей деятельности, в связи с чем в табл. 1 представлены значения рыночных мультипликаторов за период 2018–2022 гг. для проведения анализа обусловленности роста стоимости улучшением финансовых индикаторов деятельности китайских листинговых компаний.

Таблица 1

**Рыночные мультипликаторы
китайских листинговых компаний**

Показатель	Год	Shanghai Composite (SSEC)		180 ESG Leaders	
		Средняя	Медиана	Средняя	Медиана
Цена/ прибыль	2018	39,00	20,15	28,04	21,50
	2019	48,13	26,33	36,54	23,36
	2020	55,72	32,22	46,82	38,48
	2021	64,35	39,72	35,71	24,99
	2022	74,14	34,11	32,72	19,20
Цена/ выручка	2018	2,39	1,29	3,10	2,17
	2019	4,12	1,88	4,50	2,68
	2020	5,76	1,96	7,54	4,04
	2021	4,63	1,98	6,26	3,65
	2022	3,36	1,52	4,29	2,40
Цена/ денежный поток	2018	33,05	16,33	22,20	16,22
	2019	37,35	16,86	22,45	12,69
	2020	35,87	20,15	33,25	21,28
	2021	38,41	19,81	46,57	20,68
	2022	29,85	14,86	27,35	15,52
Цена/ балансовая стоимость	2018	2,11	1,81	3,45	2,06
	2019	3,12	2,15	4,71	2,39
	2020	3,55	2,06	7,41	3,57
	2021	3,39	2,54	6,85	3,53
	2022	2,77	2,17	4,39	2,38

Источник: составлено авторами.

Результаты сравнительного анализа мультипликаторов являются неоднозначными. Мультипликаторы цена/прибыль и цена/денежный поток выше у ESG-нейтральных компаний, а показатели соотношения цены и выручки, цены и балансовой стоимости у них, напротив, ниже. Кроме того, разница между средними и медианными значениями мультипликаторов также является довольно существенной, что говорит о высоком уровне разброса показателей обеих групп компаний по отношению к реализуемой политике устойчивого

развития. Выявлено, что для большинства компаний проанализированные показатели ниже среднего уровня мультипликаторов: для ESG-нейтральных компаний это от 58 до 77,27% анализируемой выборки, а для ESG-ориентированных — от 56,52 до 71,74%. Таким образом, полученные результаты неоднозначны и требуют дополнительного анализа динамики используемых фундаментальных финансовых показателей деятельности листинговых компаний, а именно: прибыли, выручки, денежного потока и балансовой стоимости за анализируемый период, которые представлены на рис. 2.

Рисунок 2



Источник: рисунок авторов.

Результаты анализа финансовых показателей, используемых при оценке рыночных мультипликаторов китайских рыночных компаний, показали, что для ESG-нейтральных предприятий на фоне роста соотношения цена/прибыль на 90,12% динамика прибыли за тот же период составляет -123,53%, на фоне роста показателя цена/выручка на 40,48% увеличение выручки составило лишь 3,68%, падение мультипликатора цена/денежный поток на 9,69% обусловлено снижением денежного потока за аналогичный период на 93,97%. Лишь рост соотношения цены и балансовой стоимости на 31,34% обусловлен ростом балансовой стоимости предприятия за 2018–2022 гг. на 44,97%. В отношении ESG-ориентированных листинговых китайских компаний наблюдается следующая ситуация: рост соотношения цена/прибыль на 16,68% обусловлен ростом прибыли на 86,67%; увеличение показателя цена/выручка сопровождалось повышением уровня выручки на 46,90% за тот же период; увеличение мультипликатора цена/денежный поток на 23,21% обусловлено повышением величины денежного потока на 32,69%; рост балансовой стоимости на 44,35% привел к росту отношения цена/балансовая стоимость на 27,09%. Таким образом, в результате анализа рыночных мультипликаторов и фундаментальных финансовых показателей, использующихся в их оценке, было выявлено, что рост рыночной стоимости ESG-ориентированных компаний обусловлен положительной динамикой фундаментальных показателей деятельности. В то же время наращивание стоимостного потенциала ESG-нейтральных компаний по данным большинства анализируемых показателей не связано с улучшением финансового состояния компаний, а зачастую динамика стоимости и финансовых показателей деятельности является разнонаправленной, что следует рассматривать как показатель повышенного риска инвестирования в такие компании. Однако оценка финансового состояния включает в себя несколько групп показателей, которые требуют анализа.

Данные о показателях рентабельности китайских листинговых компаний представлены в табл. 2.

Таблица 2

**Показатели рентабельности китайских компаний
в зависимости от структурной принадлежности
к рыночному ESG-индексу**

Наименование показателя	Год	Shanghai Composite (SSEC)				180 ESG Leaders			
		Средняя	>ср.	<ср.	Медиана	Средняя	>ср.	<ср.	Медиана
Коэффициент рентабельности активов, %	2018	6,17	22	22	5,98	6,37	22	26	4,63
	2019	5,40	22	22	5,28	6,84	19	29	4,26
	2020	4,45	17	27	3,87	6,86	20	28	4,69
	2021	4,73	17	27	3,73	9,03	18	30	6,98
	2022	3,07	16	28	2,11	9,02	19	29	7,63
Коэффициент рентабельности собственного капитала, %	2018	10,25	23	21	10,71	13,52	22	26	12,67
	2019	8,37	26	18	9,25	14,78	19	29	14,03
	2020	6,27	27	17	7,38	14,44	19	29	11,89
	2021	7,58	22	22	7,81	19,20	15	33	15,33
	2022	3,19	27	17	4,14	18,56	17	31	14,59
Доход на инвестированный капитал, %	2018	9,16	23	20	9,45	10,95	20	28	9,24
	2019	7,67	22	22	7,77	12,01	17	31	8,92
	2020	6,14	22	22	6,21	11,57	17	31	8,4
	2021	7,14	17	27	6,04	15,40	18	30	11,82
	2022	4,36	20	24	3,48	15,14	21	27	11,34
Валовая рентабельность %	2018	28,78	17	27	21,64	32,46	22	26	29,43
	2019	28,21	18	26	20,69	31,86	23	25	29,88
	2020	25,31	18	26	20,74	30,88	23	25	27,56
	2021	25,09	17	27	18,7	31,29	20	28	27,81
	2022	23,04	19	25	19,74	30,27	22	26	26,55
Операционная рентабельность, %	2018	12,83	17	27	7,88	15,48	18	30	10,28
	2019	12,08	17	27	7,06	15,18	19	29	10,95
	2020	9,69	15	29	6,32	16,32	23	25	14,57
	2021	9,80	14	30	5,11	17,53	17	31	11,9
	2022	6,65	13	31	4,1	16,71	16	32	12,4
Рентабельность по EBITDA, %	2018	17,26	17	27	11,92	21,51	16	32	15,6
	2019	16,78	15	29	10,68	21,28	18	30	15,63
	2020	15,23	13	31	10,12	22,46	17	31	18,13
	2021	15,19	14	30	9,69	23,10	19	29	17,08
	2022	12,51	14	30	7,95	21,91	18	30	15,9
Рентабельность по чистой прибыли, %	2018	11,06	19	25	5,94	12,03	20	28	10,64
	2019	10,78	15	29	6,25	12,57	19	29	10,68
	2020	9,84	15	29	5,67	13,47	19	29	12,42
	2021	9,33	14	30	4,89	15,07	16	32	11,95
	2022	4,79	17	27	3,44	14,78	18	30	11,73

Примечание: >ср. и <ср. — количество компаний в выборке, рентабельность которых выше или ниже среднего значения.

Источник: составлено авторами.

В результате анализа показателей рентабельности листинговых китайских компаний было выявлено, что деятельность этих предприятий можно охарактеризовать в целом как прибыльную. Однако по всем исследуемым показателям рентабельности наблюдается

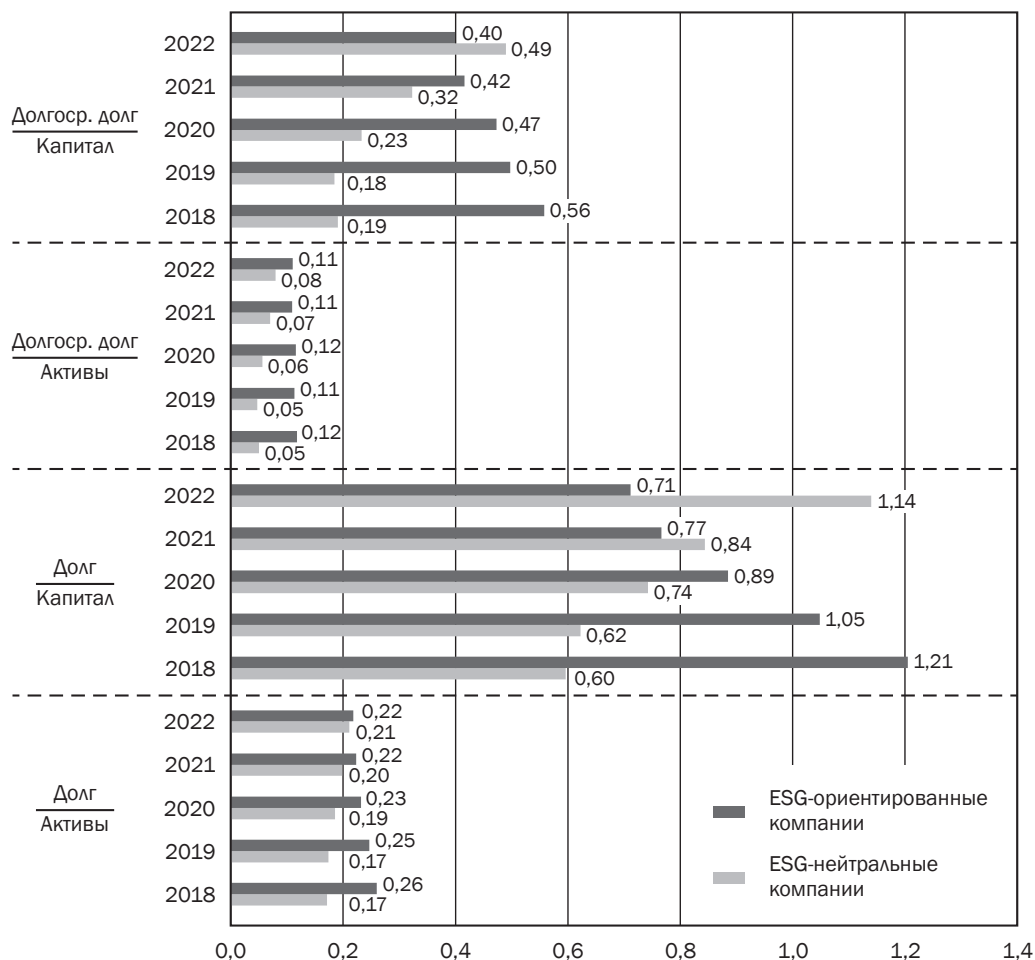
падение в динамике за период с 2018 по 2022 г. у компаний, которые не используют в управлении своей деятельностью ESG-принципы. При этом падение можно охарактеризовать как существенное. Средние значения коэффициента рентабельности активов снизились на 50%, коэффициента рентабельности собственного капитала — на 69%, дохода на инвестированный капитал — на 20%, операционной рентабельности — на 48%, рентабельности по EBITDA — на 28%, а рентабельности по чистой прибыли — на 57%. Динамика средней рентабельности компаний, использующих ESG-критерии в своей деятельности, напротив, за анализируемый период характеризуется как положительная, рост коэффициента рентабельности активов составил 42%, собственного капитала — 37%, дохода на инвестированный капитал — 38%, операционной рентабельности — 8%, рентабельности по EBITDA — 2%, рентабельности по чистой прибыли — 23%. Лишь по показателю валовой рентабельности наблюдается падение на 7%. Сравнительный анализ компаний показал, что у предприятий, ориентированных на учет ESG-индикаторов, наблюдается более высокая средняя рентабельность по всем анализируемым показателям. Сравнительный анализ медианных значений показателей рентабельности позволил подтвердить вывод о том, что устойчиво-ориентированные китайские компании генерируют больший объем прибыли и характеризуются большей рентабельностью. Следует отметить, что наибольший разрыв за 2022 г. приходится на рентабельность собственного капитала как по среднему значению, так и медианному — 15,37% и 10,45% соответственно, что позволяет сделать вывод об увеличении доходности акционеров и повышении инвестиционной привлекательности данных компаний. Анализ количественного распределения компаний относительно среднего значения показал, что в целом в обеих выборках наблюдается аналогичная тенденция — преимущественно рентабельность компаний ниже среднего значения, однако у не ESG-ориентированных предприятий в отдельные периоды обратная ситуация наблюдается чаще. Полученные результаты анализа рентабельности китайских листинговых компаний показали, что долгосрочная ориентация деятельности на улучшение экологических, социальных и управленческих показателей положительно сказывается на величине их прибыли и уровне рентабельности.

Важным следствием использования ESG-принципов в деятельности предприятия выступает расширение источников ее финансирования. Авторами проведен анализ структуры капитала китайских компаний, данные для которого представлены на рис. 3.

Результаты анализа структуры капитала китайских листинговых компаний показали, что полученные данные не согласуются с результатами других эмпирических исследований. Для ESG-ориентированных китайских компаний, несмотря на превышение показателя соотношения долгосрочного долга как к активам, так и к собственному капиталу, динамика последнего имеет тенденцию к снижению за анализируемый период на 28,49%, в то время как для ESG-нейтральных компаний данный показатель за тот же период увеличивается, и за рассматриваемый временной интервал он вырос на 157,16%. Соотношение общего объема долговой нагрузки к активам для ESG-ориентированных компаний также характеризуется тенденцией к уменьшению за период 2018–2022 гг. на 16,05%, а для ESG-нейтральных компаний — к увеличению на 23,39%. По показателю соотношения совокупного долга и собственного капитала результаты аналогичны полученным по другим показателям: для ESG-ориентированных компаний наблюдается устойчивая тенденция к снижению, а для ESG-нейтральных — к увеличению. Таким образом, в долгосрочной перспективе китайские листинговые ESG-ориентированные компании расширяют возможности привлечения финансовых ресурсов скорее за счет собственных источников финансирования (в значительной степени за счет увеличения уровня генерируемой прибыли). Полученные данные не подтверждают результатов предшествующих исследований о росте заемного капитала в структуре источников финансирования ESG-ориентированных предприятий.

Рисунок 3

Показатели структуры капитала китайских листинговых ESG-нейтральных и ESG-ориентированных компаний за период 2018–2022 гг.



Источник: рисунок авторов.

Эффективное управление денежными потоками предприятия является важнейшим индикатором финансовой стабильности деятельности и обеспечения непрерывности производственного процесса. В табл. 3 представлены показатели денежных потоков китайских листинговых компаний.

Таблица 3

Показатели денежных потоков китайских листинговых ESG-нейтральных и ESG-ориентированных компаний за период 2018–2022 гг.

Показатель	Год	Shanghai Composite (SSEC)		180 ESG Leaders	
		Средняя	Медиана	Средняя	Медиана
Операционный денежный поток, млн юаней	2018	2056,27	165,61	23 439,04	3395,00
	2019	2220,50	234,69	23 325,53	4097,65
	2020	1260,75	386,77	23 973,52	5230,74
	2021	1868,65	253,36	29 295,73	6012,14
	2022	123,99	251,99	31 100,22	6749,61

Показатель	Год	Shanghai Composite (SSEC)		180 ESG Leaders	
		Средняя	Медиана	Средняя	Медиана
Денежный поток от инвестиционной деятельности, млн юаней	2018	-1325,89	-237,3	-16 860,47	-2835,00
	2019	-1318,97	-198,45	-19 640,97	-2718,58
	2020	-1312,36	-99,045	-18 264,12	-2542,14
	2021	-1376,33	-257,405	-19 748,89	-3694,44
	2022	-660,92	-217,025	-19 610,29	-4078,57
Денежный поток от финансовой деятельности, млн юаней	2018	-791,73	-56,39	-4917,79	-130,08
	2019	-593,38	-36,39	-2779,29	-181,93
	2020	117,34	-56,195	-1456,68	-460,54
	2021	44,04	-5,6	-4302,58	-611,81
	2022	440,80	-29,765	-5652,74	-624,56
Чистый денежный поток, млн юаней	2018	-59,44	6,515	1660,78	25,06
	2019	308,74	10,43	992,48	857,16
	2020	53,69	21,5	3 826,00	1696,99
	2021	529,30	64,925	5009,46	630,23
	2022	-104,41	18,215	6445,52	634,30
Денежная рентабельность продаж	2018	0,13	0,08	0,19	0,14
	2019	0,14	0,09	0,18	0,14
	2020	0,12	0,10	0,19	0,17
	2021	0,12	0,08	0,17	0,13
	2022	0,09	0,08	0,17	0,13
Денежное содержание валовой маржи	2018	0,37	0,39	0,59	0,44
	2019	0,42	0,37	0,59	0,53
	2020	0,42	0,41	0,61	0,59
	2021	0,41	0,38	0,48	0,43
	2022	0,40	0,43	0,53	0,42
Денежное содержание чистой прибыли	2018	0,33	0,69	1,43	1,11
	2019	0,70	0,76	2,16	1,06
	2020	-0,82	0,62	2,07	1,00
	2021	-0,07	0,48	0,84	0,85
	2022	0,07	0,57	0,89	0,86
Денежный поток к совокупному долгу	2018	0,29	0,20	0,23	0,14
	2019	0,27	0,19	0,20	0,19
	2020	0,20	0,18	0,24	0,20
	2021	0,21	0,12	0,24	0,19
	2022	0,18	0,14	0,26	0,20

Источник: составлено авторами.

В результате проведенного анализа показателей денежных потоков китайских листинговых компаний можно сделать вывод о том, что ESG-ориентированные предприятия генерируют большой объем денежных потоков, при этом по инвестиционной и финансовой деятельности наблюдается отрицательная величина денежного потока, однако объема денежного потока от операционной деятельности достаточно для обеспечения положительной величины чистого денежного потока компании. У ESG-нейтральных компаний, несмотря на положительную величину операционного денежного потока, наблюдается его сокращение в сочетании со снижением инвестиций и ростом заемного финансирования; чистый денежный поток нестабилен и принимал отрицательные значения в 2018 и 2022 гг. По показателям соотношения денежных потоков и других финансовых показателей наблюдается преимущественно снижение, что обусловлено более быстрыми темпами их роста по сравнению со скоростью наращивания объема денежных средств. Однако для ESG-ориентированных компаний характерна более стабильная ситуация по сравнению

с ESG-нейтральными предприятиями. Средние значения денежной рентабельности продаж за анализируемый период у ESG-ориентированных компаний снизились на 10,42%, в то время как у ESG-нейтральных предприятий падение составило 28,77%. Денежное содержание чистой прибыли для обеих групп компаний также характеризуется негативной динамикой, однако падение для ESG-ориентированных предприятий составило 37,41%, а для ESG-нейтральных — 79,81%. Компании, не использующие ESG-принципы в своей деятельности, имеют положительную динамику по соотношению денежного потока и валовой маржи, увеличение за рассматриваемый период составило 5,86%, в то время как у компаний, ориентированных на устойчивое развитие, наблюдается падение за тот же период на 9,82%. Отношение денежного потока к совокупному долгу у ESG-нейтральных компаний за период 2018–2022 гг. снизилось на 36,89, в то время как для ESG-ориентированных китайских листинговых предприятий увеличилось на 14,73%. Полученные результаты согласуются с данными, полученными в ходе анализа других фундаментальных финансовых показателей китайских компаний. Динамика отношения денежного потока к долгу обусловлена снижением с течением времени удельного веса долгового капитала, а снижение денежной рентабельности по чистой прибыли и выручке обусловлено более быстрыми темпами роста этих финансовых индикаторов по сравнению со скоростью повышения уровня генерируемого денежного потока для ESG-ориентированных компаний. Таким образом, можно сделать вывод о том, что внедрение принципов устойчивого развития в деятельность китайских листинговых компаний оказывает положительное влияние на эффективность управления денежными потоками.

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

В результате проведенного анализа стоимости листинговых компаний Китая за период 2018–2022 гг. выявлен примерно одинаковый рост стоимости компаний, входящих в индекс 180 ESG Leaders, и компаний, не ориентированных на проведение ESG-политики (отличие составило примерно 1%). Сравнение динамики стоимости компаний в анализируемой выборке показало устойчивое снижение темпов роста стоимости с 2018 по 2021 г. и снижение стоимости на 10% (отрицательный темп) в 2022 г. компаний, не ориентированных на ESG-развитие, в отличие от ESG-ориентированных компаний, стоимость которых снижалась только в 2020 г. и менее чем на 2%, а в остальные годы рассматриваемого периода показывала положительные темпы роста, причем в 2022 г. — более высокий темп роста по сравнению с 2021 г. Влияние практики устойчивого развития на финансовые показатели деятельности предприятия носит дискуссионный характер, и полученные эмпирические результаты в процессе проведенных исследований не позволяют сделать однозначного вывода о большей инвестиционной привлекательности компаний, внедряющих экологические, социальные решения и стремящихся к открытости и эффективности управления.

Положительным является выявленный факт, что ESG-ориентированные предприятия генерируют значительно более высокий уровень чистой прибыли и, как следствие, показатели рентабельности у таких компаний выше по сравнению с ESG-нейтральными компаниями. Предположения о наращивании долгового капитала в структуре источников финансирования деятельности при следовании концепции устойчивого развития не подтвердились. Было выявлено, что в долгосрочном периоде ESG-ориентированные предприятия, наоборот, сокращают удельный вес заемных источников финансирования в структуре капитала. Кроме того, повышение показателя рентабельности собственного капитала для таких компаний также требует дальнейшего исследования стоимостного аспекта капитала, поскольку ESG-ориентированные компании обеспечивают увеличение дохода акционеров, и согласование таких выводов со снижением стоимости привлекаемого акционерного капитала требует дополнительного уточнения, поскольку

доход акционеров — это плата компании за пользование их средствами для обеспечения функционирования и развития предприятия. Анализ денежных потоков показал более высокую эффективность управления денежными средствами ESG-ориентированных компаний.

Одним из важнейших результатов данного исследования стал вывод о том, что рост стоимости ESG-ориентированных компаний и их рыночных мультипликаторов обусловлен улучшением фундаментальных финансовых показателей их деятельности. У ESG-нейтральных компаний наблюдается обратная ситуация, и рост рыночной стоимости предприятия не сопровождается улучшением финансовых показателей деятельности, а в некоторые периоды, напротив, стоимость предприятия растет на фоне ухудшения финансовых показателей. Полученные результаты позволяют сделать вывод о том, что ориентация китайских компаний на устойчивое развитие влечет за собой улучшение их финансовых показателей и, как следствие, рост их стоимости, что является ключевым индикатором высокой инвестиционной привлекательности для потенциальных инвесторов и критерием снижения рисков вложения средств в ESG-ориентированные компании как в условиях стабильно функционирующей экономики, так и в условиях ее турбулентности.

Список источников / References

1. Володина А. О., Траченко М. Б. Доходность ESG-инвестирования на развитых и развивающихся рынках с учетом временного горизонта // Финансовый журнал. 2023. Т. 15. № 2. С. 59–73 / Volodina A.O., Trachenko M.B. (2023). ESG Investment Profitability in Developed and Emerging Markets with Regard to the Time Horizon. *Financial Journal*. 15 (2), 59–73 (In Russ.). <https://doi.org/10.31107/2075-1990-2023-2-59-73>.
2. Adeneye Y.B., Kammoun I., Ab Wahab S.N.A. (2023). Capital structure and speed of adjustment: the impact of environmental, social and governance (ESG) performance. *Sustainability Accounting, Management and Policy Journal*, 14 (5), 945–977. <https://doi.org/10.1108/SAMPJ-01-2022-0060>.
3. Al Amosh H., Khatib S.F.A., Alkurdi A. et al. (2022). Capital structure decisions and environmental, social and governance performance: insights from Jordan. *Journal of Financial Reporting and Accounting*. Ahead-of-print. <https://doi.org/10.1108/JFRA-12-2021-0453>.
4. Al Amosh H., Khatib S.F.A., Ananzeh H. (2023). Environmental, social and governance impact on financial performance: evidence from the Levant countries. *Corporate Governance*, 23 (3), 493–513. <https://doi.org/10.1108/CG-03-2022-0105>.
5. Aluchna M., Roszkowska-Menkes M., Kamiński B. (2023). From talk to action: the effects of the non-financial reporting directive on ESG performance. *Meditari Accountancy Research*, 31 (7), 1–25. <https://doi.org/10.1108/MEDAR-12-2021-1530>.
6. Buallay A.M. (2022). Sustainability Reporting in Different Regions. *International Perspectives on Sustainability Reporting*. Emerald Publishing Limited, Bingley, 167–187. <https://doi.org/10.1108/978-1-80117-856-320221010>.
7. Chininga E., Alhassan A.L., Zeka B. (2023). ESG ratings and corporate financial performance in South Africa. *Journal of Accounting in Emerging Economies*. Ahead-of-print. <https://doi.org/10.1108/JAEE-03-2023-0072>.
8. Chouaibi S., Chouaibi J., Rossi M. (2022). ESG and corporate financial performance: the mediating role of green innovation: UK common law versus Germany civil law. *EuroMed Journal of Business*, 17 (1), 46–71. <https://doi.org/10.1108/EMJB-09-2020-0101>.
9. Gholami A., Sands J., Shams S. (2023). Corporates' sustainability disclosures impact on cost of capital and idiosyncratic risk. *Meditari Accountancy Research*, 31 (4), 861–886. <https://doi.org/10.1108/MEDAR-06-2020-0926>.
10. Jonwall R., Gupta S., Pahuja S. (2023). Socially responsible investment behavior: a study of individual investors from India. *Review of Behavioral Finance*, 15 (6), 865–888. <https://doi.org/10.1108/RBF-05-2021-0099>.
11. Khanchel I., Lassoued N., Baccar I. (2023). Sustainability and firm performance: the role of environmental, social and governance disclosure and green innovation. *Management Decision*, 61 (9), 2720–2739. <https://doi.org/10.1108/MD-09-2021-1252>.
12. Makridou G., Doumpos M., Lemonakis C. (2023). Relationship between ESG and corporate financial performance in the energy sector: empirical evidence from European companies. *International Journal of Energy Sector Management*. Ahead-of-print. <https://doi.org/10.1108/IJESM-01-2023-0012>.

13. Mattera M., Soto F. (2023). Dodging the bullet: overcoming the financial impact of Ukraine armed conflict with sustainable business strategies and environmental approaches. *Journal of Risk Finance*, 24 (1), 122–142. <https://doi.org/10.1108/JRF-04-2022-0092>.
 14. Raimo N., de Nuccio E., Giakoumelou A. et al. (2021). Non-financial information and cost of equity capital: an empirical analysis in the food and beverage industry. *British Food Journal*, 123 (1), 49–65. <https://doi.org/10.1108/BFJ-03-2020-0278>.
 15. Singh A., Verma S., Shome S. (2023). ESG-CFP relationship: exploring the moderating role of financial slack. *International Journal of Emerging Markets*. Ahead-of-print. <https://doi.org/10.1108/IJOEM-03-2022-0536>.
 16. Zhang Y., Zhang C., Zhang S. et al. (2023). Insight into the risk-resistant function of ESG performance: An organizational management perspective. *Chinese Management Studies*. Ahead-of-print. <https://doi.org/10.1108/CMS-02-2023-0085>.
-

Информация об авторах

Анастасия Олеговна Володина, кандидат экономических наук, доцент кафедры финансов и кредита Государственного университета управления, г. Москва

Марина Борисовна Траченко, доктор экономических наук, профессор, профессор кафедры финансов и кредита Государственного университета управления, г. Москва

Information about the authors

Anastasia O. Volodina, Candidate of Economic Sciences, Docent of the Department of Finance and Credit, State University of Management, Moscow

Marina B. Trachenko, Doctor of Economic Sciences, Professor, Professor of the Department of Finance and Credit, State University of Management, Moscow

Статья поступила в редакцию 07.12.2023
Одобрена после рецензирования 20.02.2024
Принята к публикации 05.04.2024

The article submitted December 7, 2023
Approved after reviewing February 20, 2024
Accepted for publication April 5, 2024

Бюджетно-финансовое положение субъектов Российской Федерации: среднесрочные тенденции в региональном разрезе

Михаил Викторович Мильчаков

E-mail: milchakovmv@mail.ru

г. Москва, Российская Федерация

Аннотация

В статье рассматриваются изменения в бюджетно-финансовом положении субъектов РФ, произошедшие за 2020–2022 гг. В этот период регионы столкнулись с новым вызовом в лице пандемии. Автор дает количественную оценку произошедшим изменениям, анализирует особенности мер поддержки и проводившейся региональной политики. В статье проанализированы изменения параметров доходов бюджетов регионов, бюджетных дефицитов, долговой нагрузки. Кроме того, выделена группа регионов с максимальными изменениями доходов на душу населения, определены факторы таких изменений. Особое внимание уделено мерам в сфере долговой политики, правилам предоставления дотации на выравнивание бюджетной обеспеченности, демографическим характеристикам, влияющим на региональные расходы. Представлены предложения о возможном дальнейшем совершенствовании системы межбюджетных отношений, в том числе подходов к предоставлению текущей финансовой помощи.

Ключевые слова: межбюджетные отношения, государственный долг, межбюджетные трансферты, бюджеты регионов, бюджетная обеспеченность, пандемия

JEL: H61, H63, H72, H77, R11, R58

Для цитирования: Мильчаков М. В. Бюджетно-финансовое положение субъектов Российской Федерации: среднесрочные тенденции в региональном разрезе // Финансовый журнал. 2024. Т. 16. № 2. С. 104–125. <https://doi.org/10.31107/2075-1990-2024-2-104-125>.

© Мильчаков М. В., 2024

<https://doi.org/10.31107/2075-1990-2024-2-104-125>

Fiscal and Financial Situation of the Constituent Entities of the Russian Federation: Medium-term Trends in the Regional Context

Mikhail V. Milchakov

Moscow, Russian Federation

milchakovmv@mail.ru

Abstract

The article is devoted to the changes in the fiscal and financial situation of Russian regions in 2020–2022. During this period, the regions faced a new challenge in the form of a pandemic. The author gives a quantitative assessment of the changes that have occurred, analyzes the features of support measures and the regional policy being implemented. The article examines changes in the parameters

of regional budget revenues, budget deficits and debt burden. In addition, the author identifies a group of regions with maximum changes in per capita budget revenues and the factors that caused these changes. The author pays special attention to measures in the field of debt policy, methodology for equalization grant allocation, as well as demographic characteristics affecting regional expenditures. The article presents proposals for possible further improvement of the system of interbudgetary fiscal relations, including approaches to the provision of unconditional gap-filling financial support.

Keywords: *intergovernmental fiscal relations, public debt, intergovernmental transfers, regional budgets, budget fiscal capacity index, pandemic*

JEL: H61, H63, H72, H77, R11, R58

For citation: *Milchakov M.V. (2024). Fiscal and Financial Situation of the Constituent Entities of the Russian Federation: Medium-term Trends in the Regional Context. Financial Journal, 16 (2), 104–125 (In Russ.). <https://doi.org/10.31107/2075-1990-2024-2-104-125>.*

© Milchakov M.V., 2024

ВВЕДЕНИЕ

Социально-экономическая и бюджетно-финансовая ситуация в субъектах Российской Федерации в известной степени характеризуется значительной инерционностью. Однако в 2020–2022 гг. возник ряд новых факторов различной природы, повлиявших на обстановку в регионах, на их социально-экономическое положение.

В рамках данного периода можно отметить одновременное сочетание и действие факторов регионального развития, имеющих долгосрочный и инерционный характер, а также более краткосрочных факторов и новых обстоятельств (в частности, пандемии), проявившихся именно в рассматриваемый временной отрезок.

К числу долгосрочных факторов можно отнести общую исторически сложившуюся асимметрию социально-экономического пространства, инфраструктурного обустройства и, как следствие, закрепившихся различий в бюджетно-финансовом положении регионов России. В сфере территориального развития и поддержки субъектов РФ роль основного механизма снижения межрегионального неравенства по-прежнему выполняет дотация на выравнивание бюджетной обеспеченности. В отношении отдельных приоритетных территорий (Крымский полуостров, Калининградская область) длительное время реализуются долгосрочные программы социально-экономического развития.

Однако в 2020 г. наша страна, как и все другие государства, столкнулась с новым серьезным вызовом в лице пандемии. ВВП России по итогам 2020 г. сократился на 2,7%. Пандемия стала новым фактором, оказавшим значимое влияние на социально-экономическую ситуацию в регионах. К числу новых факторов, которые отсутствовали в начале рассматриваемого периода, также можно отнести комплекс мер мобилизационного характера, активизацию отраслей ВПК, изменение логистических цепочек и внешнеэкономических связей в условиях санкционного давления, усложнение ситуации в приграничных регионах и присоединение новых территорий в 2022 г.

При этом рубеж 2019 и 2020 гг. стал примечательным и с точки зрения запуска новых инструментов регионального социально-экономического развития. Оказание значительной части целевой финансовой помощи регионам осуществляется в соответствии с национальными целями и национальными проектами, запущенными в 2019 г. Для развития отстающих регионов были сформированы и с 2020 г. реализуются индивидуальные программы социально-экономического развития. Также были запущены новые

механизмы инфраструктурного развития, в том числе предоставление инфраструктурных бюджетных кредитов, проведена дополнительная реструктуризация задолженности регионов по бюджетным кредитам.

Целью данной статьи является оценка изменений в сфере бюджетно-финансового положения субъектов Российской Федерации за 2020–2022 гг. с учетом использования основных механизмов оказания финансовой поддержки, выделенных долгосрочных и относительно новых факторов. При этом автор не ставил задачей подробный анализ эффективности региональных мер по противодействию последствиям пандемии, а также анализ влияния мероприятий мобилизационного характера на региональное развитие. Кроме того, для обеспечения корректности проводимых сопоставлений в сравнительный анализ не включен 2023 г., в котором изменилось количество субъектов РФ.

Для достижения данной цели автор поставил следующие исследовательские **задачи**:

- выделить группы регионов с наиболее существенным изменением бюджетно-финансового положения, дать количественную оценку этим изменениям;
- определить изменения в географии распределения финансовой помощи между регионами в увязке со спецификой положения регионов, оказавшихся в группе риска, рассмотреть основные меры по поддержке регионов;
- по результатам проведенного анализа представить предложения по возможному дальнейшему совершенствованию механизмов оказания финансовой поддержки регионам с учетом выявленных изменений.

Анализ изменений в бюджетно-финансовом положении регионов и выявление групп субъектов РФ с наиболее существенной трансформацией бюджетных параметров проводился за период 2020–2022 гг. В качестве основы для анализа данных использовалась информация из открытых источников (интернет-сервис «Электронный бюджет», Федеральное казначейство, Росстат, данные Минфина России).

АНАЛИЗ ИЗМЕНЕНИЙ В БЮДЖЕТНО-ФИНАНСОВОМ ПОЛОЖЕНИИ СУБЪЕКТОВ РОССИЙСКОЙ ФЕДЕРАЦИИ

Для оценки изменений бюджетно-финансового положения регионов и анализа сбалансированности региональных бюджетов рассмотрены три показателя: доходы консолидированного регионального бюджета в увязке с уровнем расчетной бюджетной обеспеченности субъекта Российской Федерации, дефицит (профицит) консолидированного бюджета региона, а также объем государственного и муниципального долга консолидированного бюджета региона.

Анализ динамики доходов консолидированных бюджетов регионов на душу населения

Показатель, отражающий изменение доходов консолидированного бюджета региона (далее — КБР) на душу населения относительно среднего значения по субъектам РФ за рассматриваемый период представлен на рис. в Приложении.

Данный показатель рассчитывался следующим образом. К примеру, в 2019 г. доходы консолидированного регионального бюджета Удмуртской Республики на душу населения составляли 62,8 тыс. руб. на человека (среднее значение по субъектам РФ — 92,4 тыс. руб.). Соответственно, бюджетные доходы на душу населения по республике составляли 68% от среднероссийского значения. В 2022 г. данный показатель составлял уже 63%. Таким образом, за три года положение региона по объему бюджетных доходов на душу населения относительно других субъектов РФ ухудшилось на 5 п. п. При этом в текущих ценах общие доходы консолидированных бюджетов регионов на душу населения в 2022 г. по сравнению с 2019 г. увеличились на 45%.

У 39 субъектов РФ отмечалось выраженное изменение уровня доходов консолидированного бюджета региона на душу населения относительно среднего значения по регионам России в 2022 г. по сравнению с 2019 г. При этом у 26 регионов имел место прирост данного показателя на уровне более 6,6 п. п., у 13 субъектов Российской Федерации отмечалось его снижение на 4,5 п. п. и более. Эти границы определены экспертно-аналитическим путем, исходя из распределения значений данного показателя по субъектам РФ. Остальные регионы характеризовались незначительным изменением значений данного показателя.

Наибольший относительный рост доходов КБР на душу населения (более 25 п. п.) имели отдельные ресурсные регионы (Кемеровская область, Ненецкий АО и ЯНАО) и г. Санкт-Петербург. Заметным относительным снижением доходов КБР на душу населения (более чем на 36 п. п.) характеризовались некоторые нефтедобывающие регионы (ХМАО и Тюменская область), а также Калининградская и Магаданская области. Негативная коррекция отмечалась также в г. Москве, Калужской области и Республике Якутия (на уровне 16 п. п.).

Изменения в региональной доходной базе возможны как за счет изменения собственной налоговой базы, так и ввиду перераспределения финансовой поддержки между регионами, что в конечном счете влияет на объем безвозмездных поступлений в региональные бюджеты. Также важно учитывать общий уровень социально-экономического развития региона и значение показателя расчетной бюджетной обеспеченности (далее — РБО), который используется при распределении дотаций на выравнивание бюджетной обеспеченности субъектов Российской Федерации и межбюджетных субсидий.

Учет РБО в увязке с динамикой относительного изменения доходов на душу населения важен для оценки чувствительности воздействия текущих изменений на базовый уровень финансового благополучия региона (соответственно, чем выше изначально уровень РБО, тем менее критично относительное снижение бюджетных доходов на душу населения при прочих равных условиях). Такой подход позволяет, с одной стороны, выделить группу регионов, оказавшихся в зоне риска (низкий РБО, негативная динамика доходов на душу населения относительно среднероссийского уровня), с другой стороны, определить группу регионов-лидеров с опережающей динамикой доходов и опорой на внутренние доходные налоговые источники.

В табл. 1 приведены субъекты Российской Федерации с наибольшим изменением показателя доходов КБР на душу населения. Все регионы разбиты на 12 групп. Местоположение региона определяется двумя индексами: первый буквенный индекс отражает положение региона исходя из динамики доходов (от А — с наибольшей положительной динамикой до D — с максимальной отрицательной динамикой); второй цифровой индекс характеризует уровень расчетной бюджетной обеспеченности региона после выравнивания бюджетной обеспеченности (от 1 — с наибольшим показателем, то есть это самые обеспеченные регионы, до 4 — это подгруппа регионов с наиболее низкими бюджетно-финансовыми возможностями).

Данные группы определены экспертно-аналитическим путем, исходя из распределения значений вышеуказанных показателей по субъектам РФ. По каждому показателю выделено четыре группы. Соответственно, для динамики бюджетных доходов предусмотрено две группы с разной опережающей глубиной снижения и две группы, отличающиеся по темпам опережающей положительной динамики. По показателю РБО (после распределения дотации на выравнивание бюджетной обеспеченности) также выделено четыре группы, у двух из которых РБО превышает среднероссийское значение (принимается равным 1), а у двух групп — менее данного параметра (0,999 и ниже). Данный подход позволяет объективно выделить регионы с различным бюджетно-финансовым положением.

К примеру, Самарская область, у которой рост доходов за рассматриваемый период составляет 8 п. п. (подгруппа В) и при этом показатель РБО на 2023 г. определен в размере 1,064 (подгруппа 2), оказалась в группе регионов В2.

Группы субъектов РФ по сочетанию динамики изменения уровня доходов на душу населения относительно среднероссийского уровня и показателя расчетной бюджетной обеспеченности

Группы субъектов РФ по изменению доходов КБР на душу населения относительно среднероссийского значения (первая строка горизонтального заголовка — изменение доходов за 2019–2022 гг., п. п.)																				
А — рост более 20			В — рост от 6 до 20			С — снижение от -4 до -20			D — снижение более -20											
	1	2	3	1	2	3	1	2	3	1	2	3								
1 — более 1,5	г. Санкт-Петербург	25	2,034	-			г. Москва	-16	2,513	ХМАО	-47	1,699								
	ЯНАО	60	1,965							Тюменская обл.	-46	2,036								
2 — от 1 до 1,5	Кемеровская обл.	25	1,156	Самарская обл.	8	1,064	-	Калужская обл.	-16	1,040	-	-								
													Респ. Коми	18	1,000	Ленинградская обл.	-14	1,419		
																Московская обл.	-12	1,274		
				Красноярский край	-	-							-	-	-	-	-	-	-	-
3 — от 0,765 до 0,999	Ненецкий АО	41	0,914	Тверская обл.	7	0,829	-	-	-	-	-	-								
				Нижегородская обл.	8	0,932														
				Курская обл.	8	0,940														
				Астраханская обл.	9	0,811														
				Новосиб. обл.	10	0,974														
				Архангельская обл.	14	0,799														
				Новгородская обл.	15	0,880														
				Респ. Карелия	15	0,825														
Респ. Хакасия	16	0,900																		
4 — менее 0,765	Респ. Тыва	22	0,710	Псковская обл.	7	0,699	Респ. Саха	-15	0,716	-	-	-								
				Респ. Марий Эл	7	0,673														
				Ивановская обл.	7	0,724														
				Каб.-Балк. Республика	7	0,607														
				Респ. Северная Осетия	8	0,679	Камчатский край	-10	0,734											
				Респ. Бурятия	8	0,693														
				Кировская обл.	10	0,700														
				Респ. Ингушетия	13	0,587														
				Еврейская АО	17	0,682														
				Респ. Мордовия	17	0,669														
Калининградская обл.	-42	0,872																		
Магаданская обл.	-37	0,874																		
Чукотский АО	-395	0,811																		

Примечание: цифрами в таблице обозначены: 1 — наименование субъекта РФ, 2 — изменение уровня доходов консолидированного бюджета региона на душу населения относительно среднего значения по регионам России в 2022 г. по сравнению с 2019 г. (процентных пунктов), 3 — значение уровня расчетной бюджетной обеспеченности после распределения дотаций на выравнивание бюджетной обеспеченности субъектов РФ (РБО) по состоянию на 2023 г. (в долях от единицы).

Источник: рассчитано автором по данным Федерального казначейства, URL: <https://roskazna.gov.ru/ispolnenie-byudzheto/konsolidirovannye-byudzhety-subektov/>; Минфина России, URL: <https://budget.gov.ru/>; Росстата, URL: <https://rosstat.gov.ru/>.

Анализ таблицы показывает, что наибольшее количество субъектов Российской Федерации (19 из 39, или около 50%) вошло в группы В3 и В4, для которых характерны умеренный относительный рост доходов КБР и средний или низкий уровень РБО. Таким образом, можно выделить положительную тенденцию улучшения ситуации в относительно небогатых регионах на общероссийском фоне. Улучшили свое положение на фоне других субъектов РФ такие регионы, как республики Северного Кавказа и Сибири (Кабардино-Балкарская Республика, республики Северная Осетия, Ингушетия, Хакасия), а также старопромышленные регионы (к примеру, Ивановская и Псковская области).

Наибольшее снижение относительных доходов на душу населения отмечалось в Дальневосточном макрорегионе¹, в котором четыре региона имели отрицательную динамику по данному показателю. К группе риска могут быть отнесены Республика Саха (Якутия) и Камчатский край, в которых снижение относительных доходов сочетается с относительно невысоким уровнем РБО в связи с повышенным индексом бюджетных расходов. Среди дальневосточных регионов сильнее всего пострадали субъекты РФ добывающей специализации, а Сахалинская область и Чукотский АО даже по итогам 2021 г. не смогли восстановить «доковидную» структуру доходов региональных бюджетов [Леонов, 2022].

При этом одновременно максимальный рост и максимальное относительное снижение бюджетных доходов было характерно для ресурсных нефтегазодобывающих регионов. Однако если в Ямало-Ненецком АО и Ненецком АО произошел «отскок» бюджетных доходов и финансовое положение относительно других регионов улучшилось, то у Ханты-Мансийского АО и Тюменской области отмечалось относительное снижение бюджетных доходов на душу населения с учетом общероссийской динамики. Возможными причинами такой ситуации стали большая доходность и бюджетные поступления в регионы от проектов в сфере газодобычи (в ЯНАО в 2020 г. добывалось около 82% всего природного газа в стране)², чем от нефтяной отрасли (на ХМАО приходилось около 46% добычи нефти в России), а также отраслевая конъюнктура и особенности экономической деятельности компаний в указанных регионах. Косвенно такое размежевание подтверждают и изменения индекса по виду экономической деятельности «Добыча полезных ископаемых» в 2022 г. относительно уровня 2019 г. (накопленным итогом): у Ямало-Ненецкого АО и Ненецкого АО — 104,7% и 102% соответственно (рост), а у Ханты-Мансийского АО и у Тюменской области — 95,3% и 77,7% соответственно (снижение).

Отдельно можно выделить разнонаправленные изменения у крупнейших мегаполисов — г. Санкт-Петербурга и г. Москвы. Если для Северной столицы было в целом характерно относительное укрепление доходной базы, то у Москвы, несмотря на значительные бюджетно-финансовые возможности, имело место относительное снижение доходов КБР на душу населения³.

В качестве особенности можно также указать ухудшение положения наиболее экономически развитых регионов, находящихся в орбите влияния крупных столичных агломераций и привлекавших ранее большой объем частных инвестиций (Ленинградская, Московская и Калужская области). Существенное относительное снижение доходов КБР было также характерно и для Калининградской области, в том числе в связи с усложнением ситуации в обрабатывающем секторе и взаимосвязанным сокращением межбюджетного трансферта на обеспечение поддержки юридических лиц, осуществляющих

¹ Состав Дальневосточного макрорегиона определен в Стратегии пространственного развития Российской Федерации на период до 2025 г., приложение № 2 (утверждена распоряжением Правительства РФ от 13 февраля 2019 г. № 207-р.).

² Расчеты выполнены в соответствии с данными, приведенными в статье Д. П. Егорова [Егоров, 2021].

³ При этом важно учитывать, что прирост доходов консолидированного бюджета г. Москвы в 2022 г. относительно показателя 2019 г. составил 39% (в текущих ценах), однако рост доходов КБР по всем субъектам РФ за данный период составил большую величину — около 45%, а у г. Санкт-Петербурга — 80%.

деятельность на территории Калининградской области, и резидентов Особой экономической зоны в Калининградской области. В одном из исследований все четыре указанных региона были отнесены к группе субъектов РФ с максимальным значением индекса подверженности санкционным рискам [Земцов, 2024].

Таким образом, в целом можно констатировать признаки частичного снижения межрегионального неравенства за рассматриваемый период, в том числе за счет коррекции относительных показателей у ряда наиболее развитых регионов и прироста показателей у менее финансово обеспеченных регионов. При этом, как показывают расчеты автора, изменение коэффициента вариации по показателю бюджетных доходов на душу населения в субъекте РФ (без учета Чукотского АО) указывает на то, что наиболее существенное снижение межрегиональной дифференциации в течение 2019–2022 гг. отмечалось в 2020 г., затем неравенство стало вновь увеличиваться и уже к 2022 г. вышло примерно на допандемийный уровень.

Оценить устойчивость региональных бюджетов позволяет также анализ их сбалансированности на основе соотношения доходов и расходов, то есть исходя из параметризации имеющегося бюджетного дефицита либо профицита, а также путем исследования динамики долговой нагрузки на региональные бюджеты.

Анализ изменений параметров дефицита и профицита консолидированных бюджетов регионов

Анализ изменений за рассматриваемый период показывает наличие значительных скачков в объеме суммарного регионального бюджетного дефицита (профицита) (см. рис. 1). Если в 2019 и 2022 гг. в целом по всем регионам⁴ отмечался умеренный профицит, то в 2020 г. — существенный дефицит (более 676 млрд руб.), а в 2021 г. — значительный профицит (более 660 млрд руб.). Такие «качели» могут свидетельствовать о том, что дополнительные региональные расходы, в том числе непредвиденные и связанные с противоковидными мероприятиями, финансировались за счет привлечения заимствований для финансирования возникшего бюджетного дефицита. Так, в 2020 г. рост расходов КБР составил 14,8% к аналогичному периоду предыдущего года (в текущих ценах), а рост доходов — лишь 9,8%. В 2021 г. имело место существенное замедление роста расходов.

В 2020 г. консолидированные региональные бюджеты у 57 субъектов Российской Федерации, имевших бюджетный дефицит, были исполнены с совокупным дефицитом в объеме около 730 млрд руб.; в 2021 г. число таких регионов уменьшилось до 19 с совокупным объемом бюджетного дефицита 170 млрд руб.

Треть совокупного регионального дефицита в 2020 г. сформировали Москва и Московская область, дефицит также нарастили экономически развитые регионы (г. Санкт-Петербург, республики Татарстан и Башкортостан, Кемеровская, Челябинская и Свердловская области, Пермский край).

В 2020 г. общий региональный дефицит финансировался в основном за счет роста объема бюджетных кредитов (если в 2019 г. общий объем погашения кредитов превысил объем привлечения на 53,8 млрд руб., то в 2020 г., наоборот, за счет их дополнительного привлечения профинансирована часть дефицита консолидированных бюджетов регионов в объеме 217,1 млрд руб.), государственных (муниципальных) ценных бумаг (увеличение с 40,4 млрд руб. в 2019 г. до 184,6 млрд руб. в 2020 г.). Крупный объем бюджетных кредитов отмечался в источниках финансирования бюджетного дефицита у Московской и Свердловской областей и Краснодарского края. У семи субъектов бюджетный дефицит

⁴ В общей сумме учитываются и регионы с бюджетным профицитом, и регионы с бюджетным дефицитом.

в значительной степени финансировался за счет ценных бумаг, в каждом из них такими бумагами обеспечено финансирование более 5 млрд руб. бюджетного дефицита. По данному показателю особенно выделялись Московская область (65,3 млрд руб.), г. Санкт-Петербург (54,9 млрд руб.) и Свердловская область (41 млрд руб.). В источниках финансирования дефицита у восьми регионов объем коммерческих кредитов превысил 5 млрд руб., повышенная роль данного источника отмечалась у Кемеровской области, Пермского края и Удмуртской Республики.

Важно отметить, что на общую картину региональных дефицитов в 2020 г. значительный отпечаток наложила бюджетно-финансовая политика г. Москвы в силу объема ее бюджета и финансовых активов. Так, изменение остатков средств на счетах по учету средств бюджета по регионам России в указанном году составило 544,5 млрд руб., в том числе у г. Москвы уменьшение финансовых активов в собственности субъекта за счет средств регионального бюджета, размещенных на депозитах в валюте Российской Федерации и в иностранной валюте в кредитных организациях, превысило их увеличение на 438,9 млрд руб. Другими словами, данный объем средств в отчетности отразился как источник финансирования дефицита городского бюджета. Одновременно в 2020 г. по регионам России сложилось отрицательное сальдо по иным источникам внутреннего финансирования дефицитов бюджетов в объеме 266,7 млрд руб., в формировании которого существенную роль также сыграла Москва.

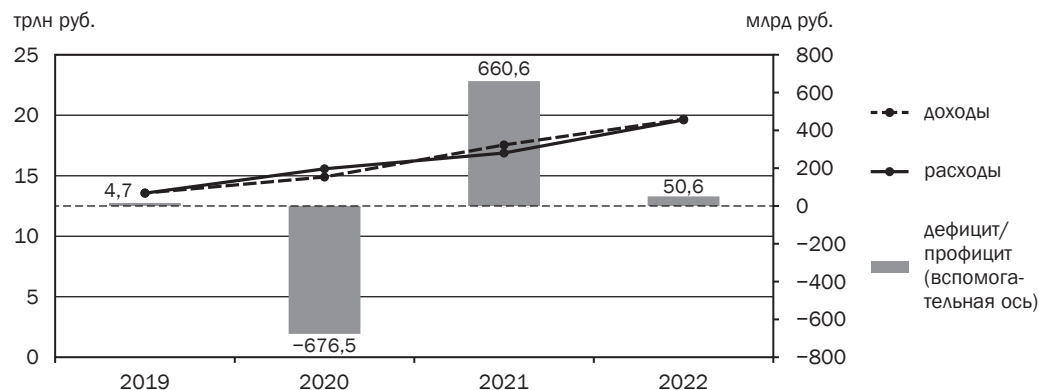
В 2021 г. крупный объем бюджетного дефицита в абсолютном выражении сохранила Москва (109 млрд руб.), в группу регионов с профицитным бюджетом перешли Челябинская и Кемеровская области, Пермский край, Санкт-Петербург.

В 2022 г. география регионов с бюджетным дефицитом вновь расширилась, количество таких регионов увеличилось до 50 с общим объемом дефицита 446,8 млрд руб. Наибольшие объемы бюджетных дефицитов в абсолютном выражении в 2022 г. имели Московская, Тюменская и Челябинская области, в группу регионов с профицитными бюджетами перешла Москва, максимальный профицит бюджета показал Санкт-Петербург (119,1 млрд руб.).

Такие ежегодные «отскоки» из дефицитной зоны в профицитную могут свидетельствовать о сложностях в бюджетном планировании в условиях повышенной неопределенности, связанной в том числе с проведением противоковидных мероприятий и реализацией дополнительных мер по поддержке экономики.

Рисунок 1

Основные параметры консолидированных бюджетов регионов



Источник: рисунок автора по данным Федерального казначейства, URL: <https://roskazna.gov.ru/ispolnenie-byudzheto/konsolidirovannye-byudzhety-subektov/> и Минфина России, URL: <https://budget.gov.ru/>.

Анализ изменения долговой нагрузки консолидированных бюджетов регионов

При недостатке собственных финансовых средств и выделяемой финансовой поддержки регионы вынуждены прибегать к заимствованиям. Соответственно, динамика государственного регионального долга является косвенным индикатором состояния сбалансированности бюджетов субъектов Российской Федерации. В минувшем десятилетии всплеск государственного регионального долга отмечался в 2014 и 2015 гг. (объем госдолга и муниципального долга приблизился к 35% доходов консолидированных бюджетов регионов без учета безвозмездных поступлений), см. рис. 2. Затем отмечался общий тренд на снижение, что было обусловлено частичным ужесточением условий кредитования, осуществлением комплекса федеральных мер по снижению объема задолженности регионов по рыночным обязательствам и проведением реструктуризации регионального госдолга в 2017 г.

При этом имело место локальное увеличение государственного регионального долга в 2020 г. (рост на 4 п. п.), что в значительной степени было обусловлено реализацией субъектами РФ дополнительных мероприятий по борьбе с пандемией. В последние годы объем государственного регионального и муниципального долга стабилизировался на уровне 20–21% доходов консолидированных бюджетов регионов без учета безвозмездных поступлений. Однако важно учитывать, что по данному показателю имеются значительные межрегиональные различия.

Рисунок 2

Параметры государственного долга субъектов РФ и муниципальных образований



Источник: рисунок автора по данным Федерального казначейства, URL: <https://roskazna.gov.ru/ispolnenie-byudzhetrov/konsolidirovannye-byudzhety-subektov/> и Минфина России, URL: <https://budget.gov.ru/>, https://minfin.gov.ru/ru/performance/public_debt/.

В частности, за 2020–2022 гг. у 67 регионов отмечалось увеличение совокупного объема государственного и муниципального долга, в том числе у семи регионов данный показатель увеличился более чем в два раза. Среди регионов — лидеров по темпам относительного роста государственного регионального долга оказались г. Москва и г. Санкт-Петербург. По состоянию на начало 2023 г. в шести регионах общий объем государственного

и муниципального долга превысил 100 млрд руб., в том числе у Московской области превысил 300 млрд руб., у Нижегородской области и Москвы — 150 млрд руб.

Наибольшее снижение госдолга и муниципального долга (более чем на 4 млрд руб.) отмечалось у семи регионов, для которых также было характерно и существенное относительное снижение госдолга. К примеру, у Смоленской области этот показатель снизился на 18,7%, у Воронежской области — на 28,1%, у Республики Мордовия — на 29,6%, у Красноярского края — на 38,9%.

На конец 2022 г. наибольший уровень долговой нагрузки — более 50% к объему налоговых и неналоговых доходов — имел 21 регион, в том числе у пяти регионов данный показатель превысил 70% (республики Мордовия, Калмыкия, Удмуртия, Костромская и Ульяновская области). Если сравнить с 2019 г., то число регионов с долговой нагрузкой более 50% от доходов уменьшилось на девять.

В начале 2020-х гг. были предприняты большие усилия по стабилизации долговой нагрузки на региональные бюджеты. Дополнительно было реализовано несколько программ реструктуризации имеющейся региональной задолженности по бюджетным кредитам. В частности, в 2020 г. был продлен срок погашения задолженности по бюджетным кредитам, реструктурированным в 2017 г., — до 2029 г.⁵; на 2020 г. регионы были освобождены от погашения этой задолженности. В 2021 г. были реструктурированы бюджетные кредиты, выданные ранее в целях замещения бюджетных кредитов на пополнение остатков средств на счетах бюджетов субъектов Российской Федерации в объеме 217 млрд руб.⁶ Затем, как и в 2020 г., в 2022 г. регионы были освобождены от погашения реструктурированной задолженности по бюджетным кредитам с ее переносом на 2025 и 2029 гг.⁷

В 2022 г. была реализована дополнительная мера по замещению рыночных обязательств субъектов РФ бюджетными кредитами со сроком погашения в 2025–2028 гг.⁸ За период 2021–2022 гг. субъектам РФ предоставлено бюджетных кредитов в общем объеме 718,7 млрд руб., в том числе в 2022 г. значительный объем бюджетных кредитов был предоставлен для погашения рыночных заимствований [Горнин Л., 2023].

Таким образом, если в 2019 и 2020 гг. объем задолженности по коммерческим кредитам оставался примерно на одном уровне (более 830 млрд руб.), то за 2021 г. он сократился на 42,7% и на 1 января 2022 г. составил 477,6 млрд руб. Объем задолженности по ценным бумагам в 2021 г. демонстрировал увеличение. К началу 2023 г. по сравнению с началом 2020 г. доля задолженности по рыночным заимствованиям (сумма задолженности по ценным бумагам и кредитам от кредитных организаций, иностранных банков и международных финансовых организаций) в общей структуре государственного долга регионов и муниципальных образований сократилась с 58 до 28,7% соответственно. В текущих ценах объем задолженности по рыночным обязательствам снизился на 37,3% (при этом объем государственного регионального долга и долга муниципальных образований по всем обязательствам вырос на 26,9%).

В этот же период был вначале заморожен, а потом и отменен механизм учета дифференциации прав и полномочий субъектов Российской Федерации в зависимости от отнесения региона к одной из трех групп долговой устойчивости. Группы долговой устойчивости были введены в Бюджетный кодекс РФ в 2019 г.⁹ и предусматривали более жесткую модель управления государственным региональным долгом. Кроме того, были смягчены

⁵ Федеральный закон от 1 января 2020 г. № 103-ФЗ.

⁶ Федеральный закон от 28 июня 2021 г. № 228-ФЗ, Постановление Правительства РФ от 28 июня 2021 г. № 1029.

⁷ Федеральный закон от 29 ноября 2021 г. № 384-ФЗ.

⁸ Постановление Правительства РФ от 5 мая 2022 г. № 815.

⁹ Федеральный закон от 2 августа 2019 г. № 278-ФЗ.

подходы к оценке исполнения регионами обязательств по объему государственного долга: стала дополнительно учитываться динамика налоговых и неналоговых доходов¹⁰.

Регионам, у которых вложения высвобождаемых в рамках реструктуризации бюджетных средств в объекты инфраструктуры в целях реализации новых инвестиционных проектов¹¹ обеспечивают дополнительные поступления в федеральный бюджет, была предоставлена возможность списания такой задолженности в объеме соответствующих поступлений¹². Так, с учетом поступлений за 2021 г. в федеральный бюджет дополнительных налоговых доходов в 2022 г. было принято решение о списании Республике Татарстан и Московской области части задолженности по бюджетным кредитам в объеме 1,87 млрд руб.¹³

Вместе с тем в связи с запуском ряда инфраструктурных программ с использованием заемных средств из федерального бюджета вновь актуализируется вопрос недопущения увеличения государственного регионального долга до небезопасного уровня. Так, постановлениями Правительства РФ от 14 июля 2021 г. № 1189 и № 1190 сформирована правовая база для отбора проектов, источником финансирования на реализацию которых являются бюджетные кредиты на срок до 15 лет по ставке 3% годовых. В 2022 г. на данные цели было предусмотрено 250 млрд руб.

Таким образом, государственный региональный долг в целом находится на экономически безопасном уровне, а по ряду параметров, несмотря на новые вызовы, отмечаются положительные тенденции. Вместе с тем отдельные субъекты Российской Федерации требуют особого внимания, в том числе с учетом того, что основное погашение реструктурированной задолженности по бюджетным кредитам приходится на 2025–2029 гг. Особо следует отметить, что в Послании Президента Российской Федерации от 29 февраля 2024 г. была подчеркнута необходимость списания двух третей образовавшейся задолженности регионов по бюджетным кредитам. Высвобождаемые средства предполагается целевым образом направить на поддержку инвестиций и в инфраструктурные проекты.

ИЗМЕНЕНИЯ В ГЕОГРАФИИ РАСПРЕДЕЛЕНИЯ ФИНАНСОВОЙ ПОМОЩИ МЕЖДУ РЕГИОНАМИ И ДОПОЛНИТЕЛЬНЫЕ МЕРЫ ПОДДЕРЖКИ

Анализ распределения финансовой поддержки произведен на основе оценки следующих ее аспектов:

- как изменилась общая зависимость консолидированных бюджетов регионов от финансовой помощи из федерального бюджета;
- какой вклад внесла динамика безвозмездных поступлений в изменение доходов выделенных 39 регионов с максимальным относительным изменением доходной базы;
- у каких регионов пониженная концентрация финансовой помощи сочеталась с дополнительной отрицательной динамикой поступлений финансовой поддержки в рассматриваемый период во взаимосвязи с уровнем РБО (при условии, если такое явление имело место).

За последние 10–12 лет финансовая поддержка консолидированным бюджетам регионов вначале характеризовалась трендом на снижение в структуре доходов консолидированных бюджетов субъектов РФ (с 20–21% в 2010–2012 гг. до 16% в 2016 и 2017 гг.), см. рис. 3. При этом выравнивающее влияние трансфертов на дифференциацию доходов бюджетов регионов было более значительным в кризисы 2009 и 2020 гг. вследствие резкого роста объема федеральной помощи [Зубаревич, Сафонов, 2023].

¹⁰ Постановление Правительства РФ от 30 апреля 2020 г. № 619.

¹¹ Постановление Правительства РФ от 19 октября 2020 г. № 1704.

¹² Постановления Правительства РФ от 19 октября 2020 г. № 1705 (утратило силу) и от 12 октября 2020 г. № 1740.

¹³ Распоряжение Правительства РФ от 23 ноября 2022 г. № 3570-р.

Параметры безвозмездных поступлений от других бюджетов бюджетной системы РФ в доход консолидированных бюджетов регионов



Примечание: при определении показателей не учитывались данные по г. Байконуру и ФТ «Сириус». Источники: рисунок автора по данным Федерального казначейства, URL: <https://roskazna.gov.ru/ispolnenie-byudzhetrov/konsolidirovannye-byudzhetny-subektov/>; Минфина России, URL: <https://budget.gov.ru/>; Росстат, URL: <https://rosstat.gov.ru/>.

Так, в 2020 г. ввиду компенсации дополнительных региональных расходов на проведение противоковидных мероприятий произошло существенное увеличение финансовой помощи из федерального бюджета. Доля безвозмездных поступлений превысила четверть доходов КБР, их рост по сравнению с 2019 г. составил около 1,3 трлн руб. В 2021 и 2022 гг. доля безвозмездных поступлений от других уровней бюджетной системы в доходах КБР составила около 20%. Если в 2019 г. объем безвозмездных поступлений составлял 2,45 трлн руб., то в 2022 г. он достиг 3,92 трлн руб.

В 2020 г. регионам было выделено три крупных транша дополнительной финансовой поддержки (в мае, июле и ноябре) в форме дотаций на поддержку мер по обеспечению сбалансированности бюджетов субъектов Российской Федерации общим объемом 280 млрд руб.¹⁴ Данные средства были предоставлены для компенсации снижения поступления налоговых и неналоговых доходов консолидированных бюджетов регионов в связи с пандемией новой коронавирусной инфекции. У семи регионов объем финансовой поддержки превысил 10 млрд руб., в том числе в Республике Татарстан – 22,4 млрд руб., в Московской области – 15,4 млрд руб. На эти семь регионов пришлось около 37% общего объема финансовой помощи на указанные цели.

¹⁴ Распоряжения Правительства РФ от 22 мая 2020 г. № 1378-р, от 25 июля 2020 г. № 1958-р и от 19 ноября 2020 г. № 3029-р.

При этом объем налоговых и неналоговых доходов по консолидированным бюджетам регионов сократился за 2020 г. более чем на 194 млрд руб. (примерно на 1,8%). Вместе с тем общие доходы консолидированных бюджетов регионов выросли на 9,8%. Значительно снизились поступления по налогу на прибыль организаций (12,8%), в то время как налог на доходы физических лиц демонстрировал относительную устойчивость и прирост. Таким образом, сильная дифференциация динамики налоговых и неналоговых доходов бюджетов регионов в пандемию в основном была обусловлена отраслевой структурой экономики и долей налога на прибыль в доходах бюджета, а локдауны апреля–мая 2020 г. оказались менее значимой причиной [Зубаревич, 2021].

В частности, налоговые и неналоговые доходы по Республике Татарстан сократились на 43,3 млрд руб. (на 14,5%), общие же доходы консолидированного бюджета региона (с учетом финансовой помощи) выросли на 4,2 млрд руб. (рост немногим более 1%). У Московской области отмечался рост налоговых и неналоговых доходов в размере 15,9 млрд руб. (+2,4%), при этом общие доходы консолидированного бюджета региона выросли на 66,2 млрд руб. (+8,9%). Такие данные могут свидетельствовать о том, что в условиях повышенной неопределенности требуется особое внимание к методологии предоставления текущей финансовой поддержки. Используемые «рамочные» правила ее предоставления в форме дотаций на поддержку мер по обеспечению сбалансированности бюджетов субъектов Российской Федерации содержат лишь общие основания для оказания такой финансовой помощи¹⁵.

Одновременно в системе управления региональным развитием продолжилось использование программно-целевых механизмов поддержки приоритетных субъектов Российской Федерации. К концу рассматриваемого периода действовали пять государственных программ Российской Федерации по вопросам социально-экономического развития субъектов РФ (см. табл. 2), отдельные из которых могут рассматриваться как набор мероприятий региональной направленности. Соответственно, в рамках реализации таких госпрограмм осуществляется предоставление финансовой помощи регионам в форме межбюджетных трансфертов, в том числе текущего характера.

Таблица 2

Государственные программы, ориентированные на социально-экономическое развитие субъектов Российской Федерации

№	Наименование государственной программы Российской Федерации	Объем финансирования за счет средств федерального бюджета (кассовое исполнение), 2022 г., млрд руб.
1	«Развитие федеративных отношений и создание условий для эффективного и ответственного управления региональными и муниципальными финансами»	1029,4
2	«Социально-экономическое развитие Республики Крым и г. Севастополя»	113
3	«Социально-экономическое развитие Дальневосточного федерального округа»	49,8
4	«Социально-экономическое развитие Калининградской области»	22,1
5	«Развитие Северо-Кавказского федерального округа»	16,6
6	«Социально-экономическое развитие Арктической зоны Российской Федерации»	10,6

Источник: рассчитано автором по данным об объемах финансирования в соответствии с Федеральным законом от 24 июля 2023 г. № 329-ФЗ «Об исполнении федерального бюджета за 2022 год».

Как можно видеть, наибольший объем федерального финансирования предусматривался по госпрограмме «Развитие федеративных отношений и создание условий для эффективного и ответственного управления региональными и муниципальными финансами» —

¹⁵ Постановление Правительства РФ от 13 апреля 2010 г. № 231.

по ней регионы получают основной объем нецелевой финансовой помощи в форме дотаций. Так, в 2022 г. регионам были предоставлены дотации на выравнивание бюджетной обеспеченности субъектов Российской Федерации в объеме 758,6 млрд руб., дотации на частичную компенсацию дополнительных расходов на повышение оплаты труда работников бюджетной сферы в объеме 90 млрд руб., трем регионам (Республика Крым, г. Севастополь и Чеченская Республика) были предоставлены «адресные» дотации в объеме 32,3 млрд руб. Кроме того, за счет средств резервного фонда Правительства РФ регионам в течение 2022 г. была оказана текущая финансовая поддержка в объеме 71 млрд руб.

Основная роль в сокращении межрегиональных различий сохраняется за дотацией на выравнивание бюджетной обеспеченности субъектов РФ, ее доля в общем объеме межбюджетных трансфертов согласно Федеральному закону о федеральном бюджете на 2022 г. составляет более 23%¹⁶. Для сравнения: доля всех дотаций занимала около 30%, на межбюджетные субсидии приходилось 43,3%, на субвенции и иные межбюджетные трансферты — по 13–14%.

В 2020–2022 гг. произошёл ряд изменений в методологии предоставления дотации на выравнивание бюджетной обеспеченности. Так, в 2021 г. было установлено, что начиная с 2022 г. второй критерий выравнивания будет снижен со 100% РБО до 90% от средне-российского уровня¹⁷. Данная мера была направлена на то, чтобы сконцентрировать объём помощи в форме дотаций на выравнивание бюджетной обеспеченности на поддержку наименее самодостаточных регионов. В результате количество регионов, не получающих дотации на выравнивание, увеличилось с 13 субъектов РФ в 2021 г.¹⁸ до 23 субъектов РФ в 2022 г.¹⁹ Одновременно было принято решение, что в переходный период регионам, не проходящим для получения поддержки по второму критерию выравнивания в связи с его снижением, будет предоставляться частичная компенсация в форме дотации на поддержку мер по обеспечению сбалансированности. Так, в 2021 г. были выделены дотации на поддержку мер по обеспечению сбалансированности бюджетов субъектов РФ в объёме 15,3 млрд руб. 11 регионам в целях осуществления такой компенсации на 2022 г.²⁰ В рассматриваемый период также была продолжена практика заключения соглашений между регионами — получателями дотаций на выравнивание бюджетной обеспеченности субъектов РФ и Минфином России (такие соглашения заключаются с 2018 г.)²¹, предусматривающих меры по социально-экономическому развитию и оздоровлению государственных финансов субъектов РФ. В частности, соглашение на 2020 г.²² предусматривало обязательства, направленные на увеличение налоговых и неналоговых доходов (в том числе путем актуализации плана по отмене неэффективных льгот) и бюджетную консолидацию (в том числе в виде соблюдения нормативов формирования расходов на содержание органов государственной власти субъекта РФ).

В период пандемии повысилось значение качества статистической базы, используемой при расчетах размеров межбюджетных трансфертов регионам, а также возросла роль фактора актуальности используемых данных. В особенности это касается различных категорий получателей бюджетных услуг. К примеру, при определении размера дотаций на выравнивание бюджетной обеспеченности учитывается показатель численности

¹⁶ Федеральный закон от 6 декабря 2021 г. № 390-ФЗ «О федеральном бюджете на 2022 год и на плановый период 2023 и 2024 годов».

¹⁷ Постановление Правительства РФ от 24 декабря 2021 г. № 2435.

¹⁸ Приказ Минфина России от 11 ноября 2020 г. № 1030.

¹⁹ Приказ Минфина России от 11 ноября 2021 г. № 493.

²⁰ Распоряжение Правительства РФ от 17 декабря 2021 г. № 3667-р.

²¹ Постановление Правительства РФ от 30 декабря 2017 г. № 1701.

²² Постановление Правительства РФ от 31 декабря 2019 г. № 1950.

населения²³ и численность различных категорий получателей бюджетных услуг. При распределении целевых межбюджетных трансфертов социальной направленности также учитывается широкий спектр демографических показателей.

По данным Росстата, если в 2019 г. количество умерших по субъектам РФ составило 1798,3 тыс. человек, то в 2020 г. — 2138,6 тыс. человек (+340,3 тыс. относительно показателя 2019 г.²⁴), в 2021 г. — 2441,6 тыс. человек (+643,3 тыс. относительно 2019 г.), в 2022 г. — 1898,6 тыс. человек (+100,3 тыс. относительно 2019 г.). За 2020–2022 гг. сокращение среднегодовой численности населения (с учетом миграций) по России составило 0,8% (в 2022 г. относительно 2019 г.), в 11 регионах — более 4%, в том числе по Республике Коми — 5,3%, Мурманской области — 5,2%, Архангельской области — 5,1%. Одновременно в трех субъектах РФ за данный период рост численности населения превысил 4% — это Ленинградская область, Республика Ингушетия, г. Севастополь. Таким образом, существенное изменение демографических параметров имело место в том числе в регионах с высокой долей дотаций в структуре доходов консолидированного бюджета региона, что важно учитывать при оказании финансовой помощи субъектам РФ (в особенности текущего характера) и оценке результативности ее предоставления, определении параметров сочетания инструментов поддержки текущей сбалансированности региональных бюджетов, среднесрочного механизма бюджетного выравнивания и долгосрочных программно-целевых механизмов социально-экономического развития.

К числу наиболее комплексных программно-целевых механизмов можно отнести госпрограмму «Социально-экономическое развитие Республики Крым и г. Севастополя», в рамках которой в 2022 г. семью главными распорядителями бюджетных средств осуществлялось финансирование мероприятий по различным направлениям социально-экономического развития (85% средств распределялось и доводилось до получателей по линии Минстроя России). Значительный объем финансирования предусматривался на дорожное хозяйство (более 54 млрд руб.) и коммунальное хозяйство (более 16,5 млрд руб.).

Кроме того, в федеральном бюджете на 2022 г. предусматривалось финансирование двух федеральных целевых программ территориального развития (по социально-экономическому развитию Курильских островов и по развитию Республики Карелия), а также десяти индивидуальных программ социально-экономического развития и двух отдельных программ по развитию регионов (Республика Мордовия, Кемеровская область).

Соответственно, в рамках реализации мероприятий указанных программ бюджетные ресурсы федерального бюджета концентрируются у отдельных субъектов Российской Федерации и их кластеров, создавая дополнительные предпосылки для обновления инфраструктуры, развития отдельных отраслей экономики.

У субъектов РФ с наибольшей амплитудой изменений бюджетных доходов на душу населения относительно среднероссийского уровня за 2019–2022 гг., рассмотренных ранее в данной статье, динамика объема безвозмездных поступлений от других уровней бюджетной системы и федеральной поддержки играла различную роль (см. рис. 4).

К примеру, в 2019 г. доходы КБР на душу населения относительно среднероссийского значения по Ханты-Мансийскому АО составляли 206% от среднего значения по регионам России (корректировка на стоимость жизни не производилась, чтобы избежать методо-

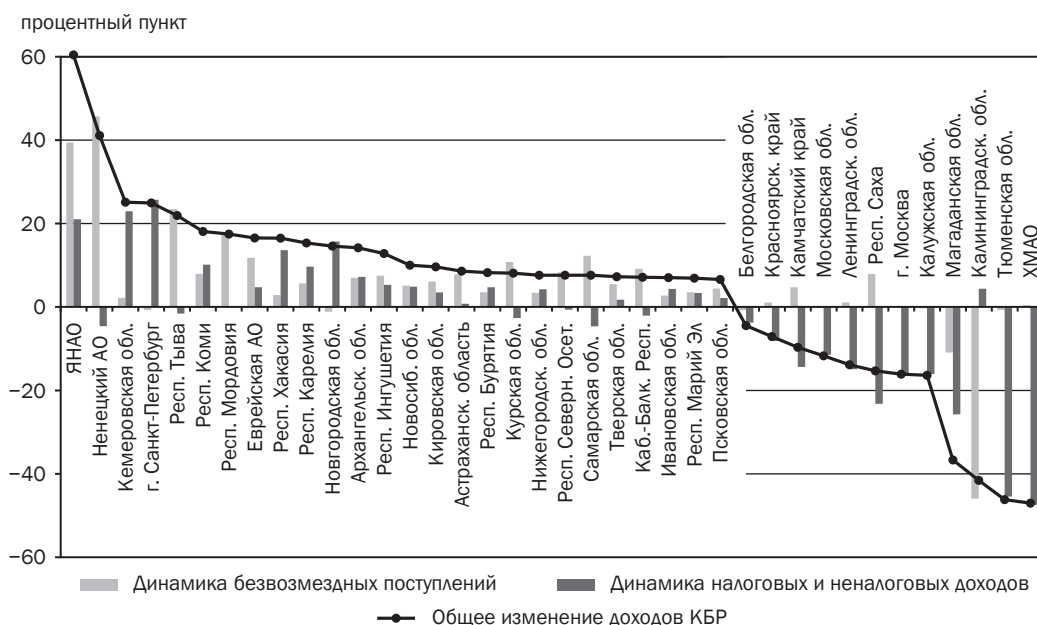
²³ Так, согласно методике распределения дотаций на выравнивание бюджетной обеспеченности субъектов РФ, утвержденной Постановлением Правительства РФ от 22 ноября 2004 г. № 670, при расчете дотаций учитывается средняя численность постоянного населения субъекта РФ за три отчетных года (на конец отчетного года) и на конец последнего отчетного года, скорректированная с учетом прогноза естественного прироста населения в текущем году.

²⁴ По данным ИДИ ФНИСЦ РАН, расчетная избыточная смертность в России в 2020 г. составила около 324 тыс. человек, более трети этих потерь связаны с коронавирусной инфекцией прямо или косвенно [Торкунов и др., 2021].

логической перегруженности и сохранить большую привязку к реальным стоимостным эквивалентам), в 2022 г. данный показатель был 159%. Соответственно, сокращение показателя составило 47 п. п., в том числе относительное сокращение по компоненту «налоговые и неналоговые доходы» составило 47,4 п. п., а увеличение за счет безвозмездных поступлений — 0,4 п. п. (имело место увеличение их доли в структуре доходов КБР). При этом, если оценивать динамику доходов КБР Ханты-Мансийского АО в текущих ценах, то рост доходов в 2022 г. относительно 2019 г. составил 15,5% (при среднероссийском значении около 45%).

Рисунок 4

Вклад отдельных источников в изменение доходов консолидированных бюджетов субъектов РФ в 2019–2022 гг.



Примечание: на рисунке не показан Чукотский АО ввиду высоких значений показателей на душу населения и амплитуды их изменений по причине небольшой численности населения и факторов удорожания стоимости жизни.

Источник: рисунок автора по данным Федерального казначейства, URL: <https://roskazna.gov.ru/ispolnenie-byudzheto/konsolidirovannye-byudzhet-subektov/>; Минфина России, URL: <https://budget.gov.ru/>; Росстата, URL: <https://rosstat.gov.ru>.

Исходя из сочетания вклада динамики безвозмездных поступлений и налоговых и неналоговых доходов (см. рис. 4), экспертно-аналитическим путем можно выделить три ситуации для регионов с ростом относительных доходов КБР на душу населения. В первом случае относительный рост доходов обеспечивался преимущественно за счет увеличения объема безвозмездных поступлений. К таким регионам можно отнести ряд арктических регионов (к примеру, Ямало-Ненецкий и Ненецкий автономные округа), республики Тыва, Мордовия, Кабардино-Балкария и Северная Осетия, Астраханскую, Курскую и Самарскую области (со снижением налоговых и неналоговых доходов КБР на душу населения относительно среднероссийского значения у двух последних регионов). Ко второй группе относятся регионы с существенным опережающим ростом налоговых и неналоговых доходов: Кемеровская и Новгородская области, г. Санкт-Петербург, Республика Хакасия. В этих регионах имело место увеличение собственной доходной базы.

В третью группу входят регионы с одновременным умеренным приростом и безвозмездных поступлений, и налоговых и неналоговых доходов: Республика Коми, Архангельская и Новосибирская области.

У регионов с выраженной отрицательной динамикой общих доходов КБР на душу населения относительно среднероссийского уровня спад был обусловлен преимущественно снижением налоговых и неналоговых доходов. Незначительное смягчение сокращения бюджетных доходов за счет увеличения безвозмездных поступлений имело место в Республике Саха. В связи с усложнением условий для ведения экономической деятельности (санкционное давление, уход ряда компаний) на территории Калининградской области у данного региона отмечалось снижение безвозмездных поступлений из вышестоящего уровня бюджетной системы, поскольку, как уже упоминалось, этот регион являлся получателем межбюджетного трансферта на обеспечение поддержки юридических лиц, осуществляющих деятельность на территории Калининградской области, и резидентов Особой экономической зоны, потребность в котором снизилась.

В группе регионов с существенным относительным снижением как доходов КБР, так и безвозмездных поступлений на душу населения отсутствовали субъекты РФ с РБО значительно ниже среднего уровня по Российской Федерации. При этом опережающее относительное снижение безвозмездных поступлений имело место в ряде дальневосточных регионов с небольшой численностью населения и повышенными затратами на оказание бюджетных услуг (Магаданская область и Чукотский АО), а также в Калининградской области.

Значимость финансовой поддержки за счет средств федерального бюджета можно оценить и на основе рассмотрения баланса между объемом налоговых и иных поступлений, которые зачисляются с территории субъекта Российской Федерации в федеральный бюджет, и объемом межбюджетных трансфертов, которые регион получает от других уровней бюджетной системы (см. рис. 5).

За рассматриваемый период доля налоговых и иных поступлений, собираемых на территории субъектов Российской Федерации и зачисляемых в федеральный бюджет, увеличилась на 2,4 п. п. и составила в 2022 г. 57,9%. В этом же году объем перечислений в федеральный бюджет составил 19,4 трлн руб., в форме безвозмездных поступлений от других уровней бюджетной системы в консолидированных бюджетах регионов учтены средства в объеме 3,9 трлн руб. Таким образом, условно примерно 20% перечисленных в федеральный бюджет средств в рамках перераспределения вернулось обратно в регионы в виде межбюджетных трансфертов.

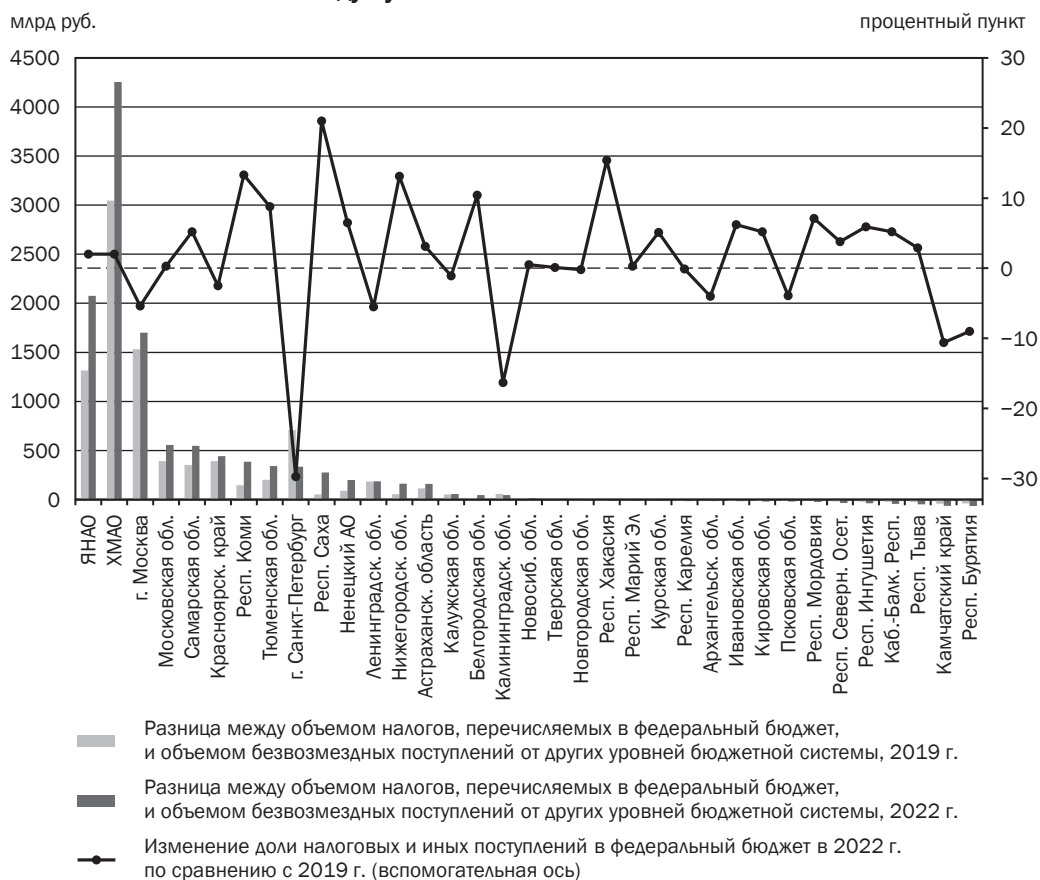
На рис. 5 столбиковой диаграммой (левая шкала) показана разность между объемом налоговых и иных поступлений, которые зачисляются с территории субъекта Российской Федерации в федеральный бюджет, и объемом межбюджетных трансфертов, которые регион получает от других уровней бюджетной системы — отдельно за 2019 г. и за 2022 г. Указанную разность можно условно считать балансом финансовых потоков между федеральным уровнем бюджетной системы и уровнем консолидированных бюджетов регионов.

Основными донорами федерального бюджета являются нефтегазовые автономные округа и г. Москва. Наибольшую зависимость от федерального бюджета демонстрируют республики Бурятия, Тыва и Камчатский край. За рассматриваемый период у пяти из 39 регионов отмечалось существенное увеличение доли налоговых и иных поступлений в федеральный бюджет (более 10 п. п.): у республик Саха, Хакасия и Коми, Нижегородской и Белгородской областей. У Республики Саха на этом фоне, как было ранее показано, имело место снижение относительного уровня доходов КБР на душу населения, но она по-прежнему сохраняет позиции крупного получателя финансовой помощи в абсолютном выражении (более 110 млрд руб. в 2022 г.). В расчетах по изменению доли налоговых и иных поступлений в федеральный бюджет по группе из 39 отмеченных субъектов

Российской Федерации с наибольшим относительным колебанием доходной базы не участвовали четыре региона (Магаданская и Кемеровская области, Чукотский АО и Еврейская АО), поскольку у них в отдельные годы наблюдались отрицательные налоговые и иные поступления в федеральный бюджет.

Рисунок 5

Баланс бюджетных потоков между федеральным бюджетом и консолидированными бюджетами регионов из числа субъектов с наибольшим относительным изменением бюджетных доходов на душу населения за 2019–2022 гг.



Источник: рисунок автора по данным Федерального казначейства, URL: <https://roskazna.gov.ru/ispolnenie-byudzheto/konsolidirovannye-byudzhetny-subektov/>; Минфина России, URL: <https://budget.gov.ru/>; Росстата, URL: <https://rosstat.gov.ru>.

К числу особенностей в распределении финансовых потоков между уровнями бюджетной системы можно отнести следующее. У Республики Хакасия относительное увеличение бюджетных доходов на душу населения происходило на фоне увеличения доли налоговых и иных поступлений в федеральный бюджет. Из Кемеровской области в 2022 г. в федеральный бюджет поступило более 83 млрд руб., хотя в 2019 г. данный показатель имел отрицательное значение. Доля поступлений в федеральный бюджет подросла на 3–6 п. п. у ряда республик Северного Кавказа и Сибири (Северная Осетия, Ингушетия, Кабардино-Балкария, Тыва), хотя эта доля в среднем в два раза ниже среднероссийской. При этом по г. Санкт-Петербургу, Калининградской области и Камчатскому краю произошло снижение доли налоговых и иных поступлений в федеральный бюджет.

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

По итогам проведенного анализа изменений в бюджетно-финансовом положении регионов России и выявленных трансформаций в распределении им федеральной финансовой поддержки можно отметить следующие возможные направления дальнейшего совершенствования системы межбюджетных отношений.

1. Пандемия способствовала временному снижению межрегионального неравенства по показателю бюджетных доходов на душу населения, наибольшее снижение дифференциации имело место в 2020 г. Параметры асимметрии бюджетно-финансового положения регионов к концу рассматриваемого периода вышли примерно на допандемийный уровень. Почти в половине субъектов РФ среднедушевые региональные параметры бюджетных доходов опережали общероссийскую динамику. У отдельных высокообеспеченных регионов и «северных» территорий с высокой стоимостью жизни отмечалось снижение показателя относительных доходов на душу населения. Одновременно доходы подросли у ряда отстающих республик и старопромышленных регионов. Можно выделить риски замедления в развитии и инвестиционной активности экономически сильных регионов, прежде всего пристоличных субъектов РФ и регионов с экспортной ориентацией и зависимостью от импорта комплектующих. В целом же общий бюджетный региональный ландшафт сохранил свои основные черты. До настоящего момента также не в полной мере реализован потенциал модели территориально дифференцированной региональной политики с учетом приоритетов пространственного развития, когда механизмы инфраструктурного развития и стимулирования инвестиционной активности, программно-целевые механизмы с долгосрочным целеполаганием дополняются механизмами среднесрочного выравнивания бюджетной обеспеченности регионов и поддержания текущей сбалансированности бюджетов субъектов РФ.

2. В целом за 2020–2022 гг. не произошло существенного увеличения регионального и муниципального долга, параметры регионального бюджетного дефицита, несмотря на его волатильность, находятся в относительно безопасной зоне. Основной объем погашения задолженности по бюджетным кредитам приходится на 2025–2029 гг., также сделано много изъятий и послаблений для оценки региональных бюджетных параметров при предоставлении бюджетных кредитов инфраструктурного характера. Данные обстоятельства повышают бюджетные риски. В связи с этим представляется целесообразной дополнительная инвентаризация обязательств субъектов РФ, принятых в рамках предоставления бюджетных кредитов, реструктуризации задолженности по бюджетным кредитам и дотаций на выравнивание бюджетной обеспеченности. Кроме того, целесообразно усиление адресной работы с регионами, находящимися в группе риска с повышенным уровнем долговой нагрузки. Также отмечается, что в рамках реализации послания Президента РФ от 29 февраля 2024 г. планируются дополнительные меры по частичному списанию задолженности регионов по бюджетным кредитам из федерального бюджета, при условии целевого направления высвобождаемых средств на реализацию инфраструктурных проектов.

3. Пандемия показала, что в условиях высокой неопределенности актуализируется вопрос повышения эффективности распределения текущей финансовой помощи в форме дотаций на поддержку мер по обеспечению сбалансированности бюджетов субъектов РФ в целях компенсации изменений в налоговой доходной базе региональных бюджетов с учетом прозрачных и обоснованных критериев. В некоторых случаях опережающая финансовая поддержка оказывалась также регионам с положительной динамикой налоговых и неналоговых поступлений по итогам года. Формирование сбалансированной по показателям методики позволит в перспективе нивелировать возможную волатильность параметров региональных бюджетов, более точно оценивать текущее бюджетно-финансовое положение регионов и «глубину» их нуждаемости. Такая методика должна учитывать и базовые бюджетно-финансовые возможности регионов, и внутренние резервы.

4. С учетом имевших место и возможных в дальнейшем динамичных изменений в демографических показателях и миграционных потоках по субъектам РФ при бюджетном планировании и в правилах предоставления финансовой поддержки целевого характера и текущей поддержки в форме дотаций важно учитывать аспекты, связанные с вероятными существенными изменениями в численности контингентов получателей бюджетных услуг по регионам в течение финансового года. В рамках распределения межбюджетных трансфертов могут быть дополнительно рассмотрены варианты применения показателей без использования их большой ретроспективы и усреднения значений за предыдущие периоды, чтобы снизить возможные риски смещенных оценок потребности в объеме дополнительной финансовой помощи. Кроме того, данные эффекты важно учитывать при распределении дотаций на выравнивание бюджетной обеспеченности субъектов РФ. При этом в рамках выравнивания бюджетной обеспеченности регионов важно особое внимание уделить дальневосточным регионам, у ряда из которых отмечалось снижение относительного уровня бюджетных доходов на душу населения. В связи с этим представляется целесообразным проработать дополнительные механизмы стимулирования развития дальневосточных регионов в целях повышения уровня их бюджетной обеспеченности.

Список источников

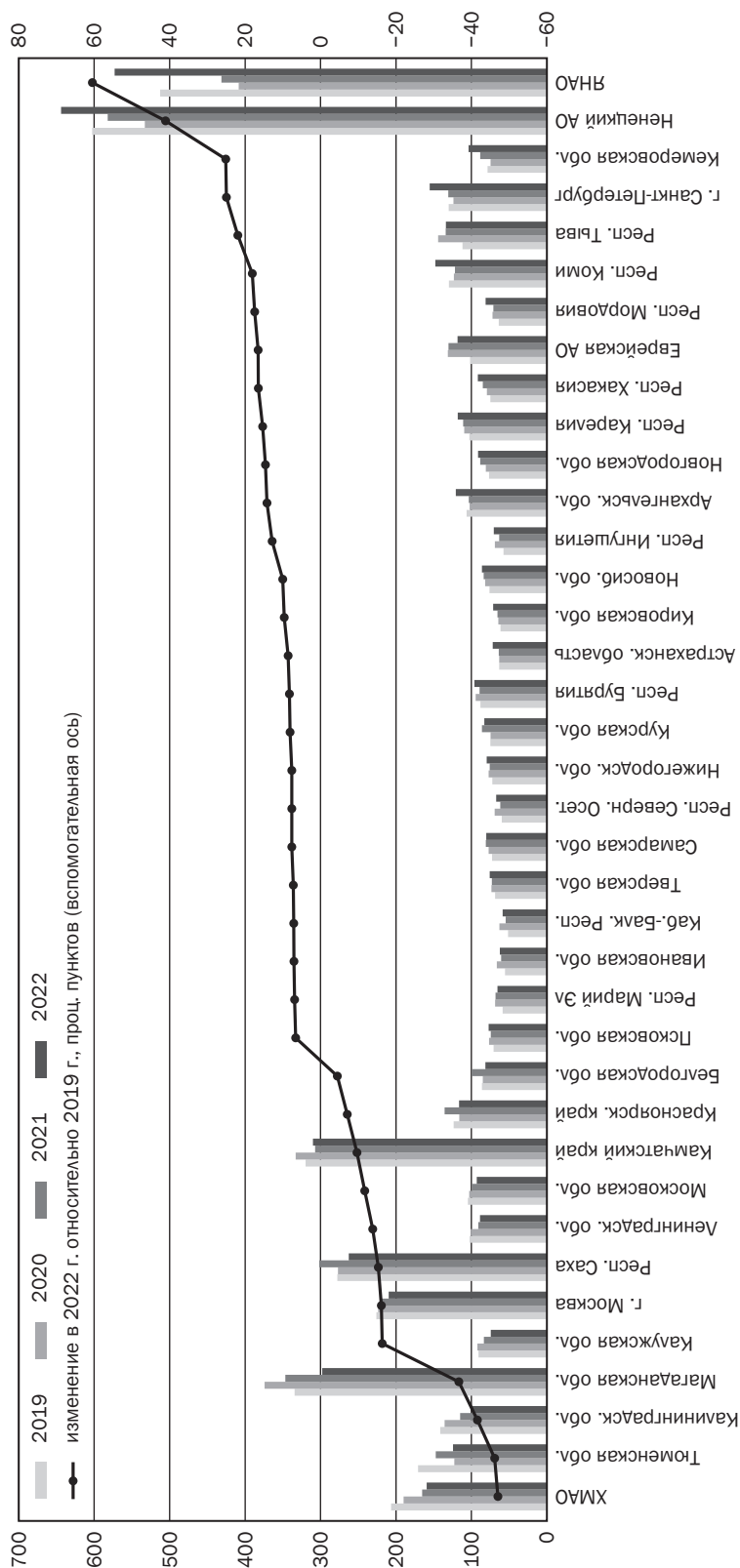
1. Горнин Л. Муниципалитеты без поддержки государства не останутся! // Муниципальная Россия. 2022. № 6. С. 4–11.
2. Егоров Д. П. Классификация нефтегазоносных территорий и качественная оценка нефтегазовой отрасли России // Международный научно-исследовательский журнал. 2021. № 5-2 (107). С. 22–26. <https://doi.org/10.23670/IRJ.2021.107.5.038>.
3. Земцов С. П. Санкционные риски и региональное развитие (на примере России) // Балтийский регион. 2024. Т. 16. № 1. С. 23–45. URL: https://journals.kantiana.ru/baltic_region/current/46775/.
4. Зубаревич Н. В., Сафронов С. Г. Налогово-бюджетная дифференциация регионов России: масштабы и динамика // Региональные исследования. 2023. № 1 (79). С. 31–41. <https://doi.org/10.5922/1994-5280-2023-1-3>.
5. Зубаревич Н. В. Регионы России в период пандемии: социально-экономическая динамика и доходы бюджетов // Журнал НЭА. 2021. № 3 (51). С. 208–218. <https://doi.org/10.31737/2221-2264-2021-51-3-10>.
6. Леонов С. Н. Оценка влияния пандемии коронавируса на состояние региональных бюджетов: дальневосточный аспект // Экономические и социальные перемены: факты, тенденции, прогноз. 2022. Т. 15. № 6. С. 153–166. <https://doi.org/10.15838/esc.2022.6.84.9>.
7. Торкунов А. В., Рязанцев С. В., Левашов В. К. и др. Пандемия COVID-19: Вызовы, последствия, противодействие: монограф. Москва: изд-во «Аспект Пресс», 2021. 248 с. <https://doi.org/10.19181/monogr.978-5-7567-1139-4.2021>.

References

1. Gornin L. (2022). Municipalities will not be Left Without State Support! *Munitsipal'naya Rossiya – Municipal Russia*, 6, 4–11 (In Russ.).
2. Egorov D.P. (2021). A Classification of Oil and Gas-bearing Territories and a Qualitative Assessment of the Russian Oil and Gas Industry. *Meždunarodnyj naučno-issledovatel'skij žurnal – International Research Journal*, 5-2 (107), 22–26 (In Russ.). <https://doi.org/10.23670/IRJ.2021.107.5.038>.
3. Zemtsov S.P. (2024). Sanctions Risks and Regional Development: Russian case. *Baltic Region*, 16 (1), 23–45. <https://doi.org/10.5922/2079-8555-2024-1-2>.
4. Zubarevich N.V., Safronov S.G. (2023). Regional Inequality and Its Changes: Budget Projection. *Regional'nye issledovaniya – Regional Studies*, 1 (79) (In Russ.). 31–41. <https://doi.org/10.5922/1994-5280-2023-1-3>.
5. Zubarevich N.V. (2021). Regions of Russia During a Pandemic: Socio-Economic Dynamics and Budget Revenues. *Zhurnal Novoi ekonomicheskoi assotsiacii – Journal of the New Economic Association*, 3 (51), 208–218 (In Russ.). <https://doi.org/10.31737/2221-2264-2021-51-3-10>.
6. Leonov S.N. (2022). Assessing the Impact of the Coronavirus Pandemic on the Condition of Regional Budgets: The Far Eastern Aspect. *Economic and Social Changes: Facts, Trends, Forecast*, 15, 6, 153–166. <https://doi.org/10.15838/esc.2022.6.84.9>.
7. Torkunov A.V., Ryazantsev S.V., Levashov V.K. et al. (2021). COVID-19 Pandemic: Challenges, Consequences, Countermeasures. Moscow: Aspekt Press Publ., 248 p. (In Russ.). <https://doi.org/10.19181/monogr.978-5-7567-1139-4.2021>.

ПРИЛОЖЕНИЕ

Доходы консолидированного бюджета регионов на душу населения относительно среднего значения по субъектам РФ



Примечание: на рисунке приведены субъекты РФ с изменением уровня доходов консолидированного бюджета региона на душу населения относительно среднего значения по регионам России в 2022 г. по сравнению с 2019 г. более 6,6 п. п. и менее 4,5 п. п. На графике не приводится Чукотский АО по причине большой амплитуды колебаний значений показателя.

Источник: рисунок автора по данным Федерального казначейства, URL: <https://roskazna.gov.ru/ispolnenie-byudzhetoj/konsolidirovannye-byudzhety-subektov/>; Минфина России, URL: <https://rosstat.gov.ru/>.

Информация об авторе

Михаил Викторович Мильчаков, кандидат географических наук, специалист в области регионального развития и межбюджетных отношений, г. Москва

Information about the author

Mikhail V. Milchakov, Candidate of Geographical Sciences, Expert in the field of regional development and intergovernmental fiscal relations, Moscow

Статья поступила в редакцию 05.03.2024
Одобрена после рецензирования 31.03.2024
Принята к публикации 05.04.2024

The article submitted March 5, 2024
Approved after reviewing March 31, 2024
Accepted for publication April 5, 2024



Биткоин и формы денег: вопросы теории

Юрий Викторович Белоусов

E-mail: belousov@nifi.ru, ORCID: 0000-0002-6901-1985

Научно-исследовательский финансовый институт Минфина России,
г. Москва, Российская Федерация

Аннотация

В статье рассматривается вопрос, ставший актуальным в последние десять лет: является ли криптовалюта биткоин деньгами? По этому поводу в экономической литературе высказываются разнообразные точки зрения. Анализ показывает, что расхождения касаются не столько природы биткоина, сколько разного понимания категории «деньги». Анализируются распространенные трактовки денег с позиции их применимости для определения роли криптовалют в финансовой системе.

Целью исследования в настоящей статье является выявление места криптовалют в денежной системе общества. Одновременно дается определение денег как финансового инструмента, связывающего создание совокупного общественного продукта с его распределением. Автор считает, что деньги возникли и существуют как инструмент, обеспечивающий взаимосвязь вклада каждого субъекта хозяйствования в совокупный продукт общества и права на получение эквивалентного объема товаров из этого совокупного продукта. При этом сами деньги определяются как идеальное право на получение доли из совокупного общественного продукта. С этих позиций анализ биткоина показывает, что данная криптовалюта дает возможность получать товары из совокупного общественного продукта во многих странах, но при этом владельцы биткоина вклад в совокупный продукт не вносят. Следовательно, биткоин нельзя считать деньгами, это заменитель денег, суррогатные деньги. В то же время биткоин создавался как деньги и выполняет функции денег, но в ограниченных случаях. Биткоин способен выполнять функции денег только как дополнение к существующей официальной валюте. Как единственная в обществе валюта биткоин не в состоянии функционировать. Изложенная в статье трактовка может быть использована при формировании российского законодательства о криптовалютах, работы над которым ведутся в настоящее время в Правительстве и Центральном банке России.

Ключевые слова: деньги, теории денег, бумажные деньги, электронные деньги, криптовалюта, биткоин

JEL: E48

Для цитирования: Белоусов Ю. В. Биткоин и формы денег: вопросы теории // Финансовый журнал. 2024. Т. 16. № 2. С. 126–141. <https://doi.org/10.31107/2075-1990-2024-2-126-141>.

© Белоусов Ю. В., 2024

<https://doi.org/10.31107/2075-1990-2024-2-126-141>

Bitcoin and Forms of Money: Theoretical Issues

Yuriy V. Belousov

Financial Research Institute, Moscow, Russian Federation
belousov@nifi.ru, <https://orcid.org/0000-0002-6901-1985>

Abstract

The paper considers the question that has gained relevance in the last decade: whether the cryptocurrency bitcoin is money. The economic literature provides different opinions on this issue. The analysis shows that disagreements arise because of the different understanding of the category of 'money' rather than because of the nature of bitcoin. The author analyzes popular interpretations of money in terms of their applicability to the definition of the role and place of cryptocurrencies in the financial system. The purpose of this study is to define money as a financial instrument that links the creation of gross social product with its distribution. The author believes that money emerged and exists as a tool that ensures a connection between the contribution of each economic entity to the total product of society and the right to receive an equivalent amount of goods from this gross product. At the same time, the author defines money as an 'ideal right' to receive a share of the gross social product. In this regard, the analysis of bitcoin shows that this cryptocurrency allows obtaining goods from the gross social product in many countries, while bitcoin owners do not contribute to the gross social product. Based on this, bitcoin cannot be considered money; it is a money substitute, or surrogate money. At the same time, bitcoin was created as money and performs the functions of money, but to a limited extent. Bitcoin can only perform the functions of money as a supplement to an existing official currency. It is not capable of functioning as the only currency in a society. The interpretation proposed in this paper can be used for the purposes of developing the Russian law on cryptocurrencies is currently being worked on by the Government and the Central Bank of Russia.

Keywords: money, theories of money, paper money, electronic money, cryptocurrency, bitcoin

JEL: E48

For citation: Belousov Yu.V. (2024). Bitcoin and Forms of Money: Theoretical Issues. *Financial Journal*, 16 (2), 126–141 (In Russ.). <https://doi.org/10.31107/2075-1990-2024-2-126-141>.

© Belousov Yu.V., 2024

ВВЕДЕНИЕ

В экономической науке представлено пять широко распространенных определений денег и несколько десятков не очень распространенных. Эти определения противоречат друг другу, и к единому мнению ученые придут еще нескоро. В начале XXI в. ситуация стала еще более сложной в связи с широким распространением электронных денег и особенно с появлением биткоинов и других криптовалют. Датой создания биткоина считается 2009 г., то есть он функционирует пятнадцать лет. Но до сих пор не утихают споры, что же это такое — криптовалюта биткойн. Есть множество самых разнообразных определений криптовалют. Исследователи расходятся по многим вопросам, даже по такому концептуальному, как «биткоин — это деньги или нет».

Часть исследователей не считает биткоин деньгами [Yermask, 2015]. Есть мнение, что биткойны в настоящее время не являются деньгами, но в будущем могут ими стать [Kirkby, 2018]. Другие исследователи уверены, что и сегодня биткойн — это деньги [Буликов, 2018]. Некоторые ученые признают биткойн деньгами, но с оговорками. Например, высказывается мнение, что биткойн лишь частично можно считать деньгами и только когда он исполняет ограниченные функции, присущие деньгам [Hazletta, Luther, 2020; Kubát, 2015]. Многие исследователи акцентируют внимание на специфических особенностях криптовалют. Так, У. Бьерг считает, что биткойн — это товарные деньги без золота, фиатные деньги без государства и кредитные деньги без долга [Бьерг, 2018]. По мнению Баура, Хонга и Ли, биткойн представляет собой гибрид фиатной и товарной валюты, не имеющей внутренней стоимости и не зависящей от какого-либо правительства [Baur et al., 2018]. А. Дирберг рассматривает биткойн как нечто среднее между золотом

и долларом США [Dyhrberg, 2016]. Кроме того, выдвигаются точки зрения, что биткоин является квазиденьгами [Юдина, 2018] или альтернативными деньгами [Mayhew, 2021]. Некоторые экономисты в биткоине видят реализацию идей Ф. А. фон Хайека о денационализации денег [Дёрр и др., 2019].

Таким образом, существует множество различных точек зрения по вопросу признания биткоина деньгами. К решению проблемы присоединились и юристы. В 2020 г. Федеральный суд США признал, что биткоин является формой денег, по крайней мере в отношении Закона о денежных переводах. На чем основывался судья Б. А. Хауэлл, вынося такое решение? На том, что обычно деньги — это средство обмена, средство платежа или средство сбережения¹. Однако данная трактовка денег не является единственной и общепризнанной. Вполне возможно, что, если бы суд основывался на другой формулировке денег, его решение могло быть совсем иным.

Анализ различных взглядов на биткоин показывает, что суть разногласий коренится не в трактовке биткоина, а в разном понимании термина «деньги». В первой части статьи дан анализ наиболее распространенных теоретических концепций денег. Далее исследуется процесс изменения формы денег под воздействием социально-экономического развития общества. В заключительной части рассматривается вопрос, можно ли считать биткоин деньгами.

ОПРЕДЕЛЕНИЕ МЕСТА БИТКОИНА В ОСНОВНЫХ ТЕОРЕТИЧЕСКИХ ТРАКТОВКАХ ДЕНЕГ

Функциональное определение денег

Широкое распространение в экономической науке получило функциональное определение денег — деньги рассматриваются через функции, которые они выполняют: «Деньги — все, что служит обществу в четырех функциях: как средство обмена, средство сбережения, расчетная единица и стандарт отсрочки платежа» [Greenlaw, Taylor, 2017]. Кто-то насчитывает две функции денег [Davies², 2002], другие — три [Asmundson, Oner, 2012], четыре [Миллер, Ван-Хуз, 2000] и более. Для данной работы не так важно, сколько функций выполняют деньги. Проблема в том, что сторонники функциональной трактовки вообще не дают определения денег.

Согласно функциональному определению, существует некоторый объект, про который ничего не известно. Если этот объект выполняет определенные функции, его следует называть деньгами. Является ли биткоин деньгами с позиций функционального определения? В момент его появления это определить было невозможно. Только по истечении некоторого времени становится ясно, выполняет ли тот или иной объект функции денег.

Деньги как средство обмена

Многие экономисты считают, что деньги выполняют только одну функцию, а именно являются средством обмена. Такая трактовка активно используется представителями австрийской школы [Мизес, 2000; Ротбард, 2016] и некоторых других авторитетных направлений в экономической науке [Samuelson, Nordhaus, 2015]. Рассмотрим одно из классических определений. «Деньги — средство обмена. <...> Это их единственная функция. Все другие функции, которые люди приписывают деньгам, являются лишь частными аспектами их

¹ *United States District Court for The District of Columbia / USA v. Larry Dean Harmon. URL: <https://www.bloomberglaw.com/public/desktop/document/USAvHARMONDocketNo119cr00395DDCDec032019CourtDocket/1?1602222156>.*

² *Точнее, следует отметить, что Г. Дэвис выделяет две группы функций денег, а самих функций он насчитывает десять.*

основной и единственной функции — средства обмена» [Мизес, 2000, с. 376]. При этом «средство обмена — это товар, который люди приобретают не для собственного потребления или использования в своей производственной деятельности, а с намерением обменять его позднее на те товары, которые они хотят использовать либо для потребления, либо для производства» [Мизес, 2000, с. 376].

Согласно данной концепции биткоин является средством обмена, следовательно, его можно считать деньгами. Но в таком случае биткоин следует признать товаром³. Как товар, он должен обладать некоторой полезностью [Ротбард, 2016, с. 21]. Не все товары становятся деньгами. «Очевидно, что в любом обществе в качестве средства для обмена постепенно будут выбираться наиболее реализуемые товары» [Ротбард, 2016, с. 20]. Таким образом, в качестве денег биткоин должен не просто иметь определенную полезность, но и быть наиболее ликвидным товаром в данном обществе. Однако ликвидность доллара США, например, значительно выше, чем любой криптовалютой. Возникает вопрос, при каком уровне ликвидности товар следует считать деньгами? Достаточно ли ликвиден биткоин, чтобы считаться деньгами? Ответа на этот вопрос нет. В результате в трактовке представителей австрийской школы вопрос о том, является ли биткоин деньгами, остается открытым.

Деньги как всеобщий эквивалент стоимости

К. Маркс также считал, что деньги — это товар особого рода. Если в австрийской школе товар тождественен вещи, то у Маркса — это не только вещь, но и одновременно общественное отношение. Вещь может стать товаром только в определенных социально-экономических условиях. Точно так же деньги, как товар особого рода, представляют собой не какую-либо вещь, а отношение между людьми. Общественные отношения, в отличие от вещи, идеальны, но существуют совершенно объективно.

Однако, согласно теории К. Маркса, деньги неизбежно имеют вещную оболочку. Деньги — это товар. Следовательно, как и на все товары, на деньги должен распространяться закон стоимости⁴, который лежит в основе всего экономического учения К. Маркса. Даже при том, что свою функцию меры стоимости деньги выполняют идеально, они должны быть реальным товаром, для производства которого требуются общественно необходимые затраты труда. Реальные деньги — это золото, а бумажные — только знаки золота [Маркс, 1973, с. 139]. Бумажные деньги не могут выполнять функцию меры стоимости, так как сами стоимости не имеют. Деньгами они являются только как знаки золота. Для середины XIX в. это совершенно естественный взгляд. Но теоретически обосновать его оказалось непросто.

Для развития теории денег К. Маркс использует в качестве методологической основы диалектику Гегеля. Однако К. Маркс вынужден был внести в гегелевскую диалектику принципиальные изменения. Если строго следовать гегелевской теории, деньги представляют собой идеальное явление. Но к идеальному явлению применить закон стоимости было бы невозможно. Идеальный объект не может быть связан с общественно необходимыми затратами труда. Поэтому К. Маркс пытается соединить идеализм Гегеля с материализмом Фейербаха. В результате появилась трактовка денег не только как идеального явления, но и как материального объекта, как товара.

³ Деньги — «это просто товар. Деньги отличаются от других товаров только тем, что они пользуются спросом главным образом как средство обмена. Но помимо этой особенности они являются товаром» [Ротбард, 2016, с. 22].

⁴ В данном разделе используется марксовский термин «стоимость», так как анализируется теория К. Маркса. Для некоторых других теоретических концепций более адекватным является термин «ценность». В настоящей статье различие между этими терминами не является принципиальным.

Как соотносится теория К. Маркса с финансовой реальностью? Современные деньги давно потеряли свою вещную оболочку. Поэтому, если строго следовать теории К. Маркса, биткоин нельзя считать деньгами, в лучшем случае это знак золота. Но золото перестало быть формой денег.

Хартальная теория денег

Важнейшие положения хартальной теории денег были сформулированы Г. Ф. Кнаппом в начале XX в. В основе учения Кнаппа лежит отрицание товарной природы денег. Деньги созданы законом [Кнапп, 2023] — это центральная идея хартальной теории. Кнапп и его последователи обратили внимание на, казалось бы, совершенно очевидный факт, что денежные системы функционируют только внутри какого-либо определенного общества. Действительно, российские рубли в России являются деньгами, а в другой стране — нет. Это устанавливается решениями государств.

Относительно современных электронных денег хартальная теория может дать ясный ответ. Если государство скажет, что компьютерный код является деньгами и примет соответствующий закон, значит, это деньги. Не примет закон, значит — не деньги. Хартальная теория денег обратила внимание на недостатки товарного определения природы денег, но не дала ответ на вопрос, а что же такое деньги. Можно согласиться, что деньги — это не товар. Дальше требуется сделать следующий шаг и объяснить, что это такое. Представители хартальной теории своей трактовки денег не предлагают. Однако многие из них совмещают хартальную трактовку с другой популярной теорией, определяющей деньги как долг.

Кредитная теория денег

Теоретические представления о том, что деньги — это кредит, появились в начале XX в. «Средств обмена не существует. Купля-продажа — это обмен товара на кредит. Только долг и кредит — это деньги. Денежная единица — это абстрактный стандарт для измерения кредита и долга», — утверждал А. Митчел-Иннс [Mitchell-Innes, 1914, с. 168]. Или: «...деньги — это кредит и не что иное, как кредит» [Mitchell-Innes, 1913, с. 402].

Действительно, для Митчел-Инса и его последователей с трактовкой денег все просто. Деньги — это кредит, и никаких доказательств не требуется. Кредит выдают банки, следовательно, они эмитируют деньги. Методология теоретического обоснования подменяется примерами⁵. Неудивительно, что даже у самих авторов теории кредитных денег возникают сомнения в ее правильности. Так, автор нашумевшей книги «Долг: первые 5000 лет истории» Д. Гребер признает: «В общем, деньги — это почти всегда что-то между товаром и долговой распиской» [Гребер, 2016, с. 90]. То есть категория «деньги» находится где-то между двумя другими категориями.

Сторонникам долговой теории денег сложно определить, является ли биткоин деньгами. С одной стороны, долг может выражаться в биткоинах — значит, это деньги. С другой стороны, кредитование в биткоинах — явление довольно редкое. Занимаются этим не банки, а физические лица. Логично было бы признать, что именно они эмитируют деньги в виде биткоинов. Но на признание физических лиц эмитентами денег сторонники долговой теории пока не решились.

Другие трактовки денег

Среди множества иных трактовок понятия «деньги» отметим те, которые имеют одно существенное методологическое отличие от рассмотренных выше. Несмотря на различные

⁵ См., например, работы Ф. Мартина [Мартин, 2017], Ч. Уилана [Уилан, 2019] или Н. Фергюсона [Фергюсон, 2010].

теоретические взгляды, их авторы считают, что деньги следует рассматривать как некоторую социально-экономическую систему. Эта система состоит из множества элементов. В традиционных трактовках внимание исследователей сконцентрировано на анализе локального взаимодействия отдельных элементов (владелец товара А меняет его на товар В), но не денежной системы в целом.

В противоположность классической трактовке количественная теория денег⁶, например, не уделяет внимание анализу отдельных субъектов хозяйствования и их взаимодействию. В центре их исследования находится денежная система государства. Это можно рассматривать как значительный вклад в денежную теорию. Однако представители количественной теории не особенно интересуются сущностью денег. Важнейшей их заслугой является то, что анализ денег проводится не на основе отдельного акта купли-продажи, а с точки зрения денег как системообразующей общественной категории.

Согласно взглядам ряда экономистов деньги представляют собой социально-экономическое явление, смыслом которого является установление коммуникации между субъектами экономической деятельности. Например, А. Антонопулос [Антонопулос, 2018] рассматривает деньги как язык взаимодействия между людьми. Деньги, согласно этой теории, представляют собой только механизм передачи информации о ценности вещей. В этом есть некоторая схожесть с теорией австрийской школы, однако деньги рассматриваются не с вещной стороны, а как социальная информация.

Большой интерес представляют исследования ученых, разрабатывающих информационную теорию денег. «Деньги есть определенный вид информации. Именно эта информация осуществляет специализированный интерфейс (связь) в обществе», — считает В. Юровицкий [Юровицкий, 2007, с. 13]. Аналогично высказывается Д. Глейк: «Деньги сами по себе завершают дугу развития от материи к битам, хранящимся в памяти компьютера. Монеты и банкноты, шекели и каури были всего лишь недолговечными технологиями токенизации информации» [Gleick, 2011, с. 13]. Однако сторонники информационной теории денег не представили какой-либо цельной концепции, их анализ концентрируется на отдельных аспектах денежной теории.

Можно отметить еще одно направление теоретического осмысления денег, которое разрабатывает Н. Кочерлакота. Он считает, что главное назначение денег состоит в том, чтобы служить памятью исторических действий, совершенных субъектами экономической деятельности [Kocherlakota, 1998, с. 233]. Направление исследования представляет несомненный интерес, однако вряд ли термин «память» (*memory*) можно считать удачным.

Завершая краткий анализ основных направлений теоретического осмысления денег, следует признать, что все концепции основаны на исследовании реальных и важных аспектов денежной системы. Однако это одновременно является их недостатком. На основании анализа некоторого элемента или аспекта вывод экстраполируется на всю систему.

Традиционно считается, что деньги выросли из бартера и появились с целью преодолеть его недостатки. Однако классическая теория происхождения денег, во-первых, не подтверждается историческими фактами, во-вторых, имеет очевидную методологическую слабость. Проблема бартера, когда производитель товара А не может его обменять на товар В и вынужден сначала приобрести товар С, потом D и только потом D поменять на В, в действительности никогда не существовала. Владелец товара А обращался к торговцу, и тот решал все его проблемы. Уже в городах Месопотамии, за несколько тысяч лет до появления денег, было множество торговцев.

⁶ Количественная теория денег объединяет большое число исследователей. В последние десятилетия наиболее известными ее представителями являются приверженцы монетаристской школы, основанной М. Фридманом.

С позиций методологии также существует проблема. Деньги выводятся из отношений двух или нескольких хозяйствующих субъектов. Владелец товара А не может договориться с производителем товара В об обмене, поэтому обращается к владельцу товара С. Но деньги — это категория, касающаяся всего общества, и их определение должно выводиться из отношений человека и общества, а не из отношений нескольких хозяйствующих субъектов.

СОВОКУПНЫЙ ОБЩЕСТВЕННЫЙ ПРОДУКТ И ДЕНЬГИ

Важнейшей экономической категорией, необходимой для определения сущности денег, является совокупный общественный продукт. Это одна из первых экономических категорий, появившаяся задолго до возникновения денег. Совокупный общественный продукт может создаваться как первобытным племенем, так и современным государством. Для выявления сущности денег более важным является не процесс его создания, а процесс распределения. Можно выделить два механизма распределения совокупного общественного продукта. Первый механизм — это эквивалентное его распределение, то есть кто вносит больший вклад в создание совокупного общественного продукта, тот больше из него получает. Этот механизм используется в эпоху товарного производства. При этом неважно, каким образом делается вклад в создание совокупного общественного продукта — трудом, капиталом или другим фактором производства.

Второй механизм строится на различных неэквивалентных принципах. Например, всем поровну. Такой принцип в основном использовался на первых этапах человеческого развития, основанных на родоплеменной организации общества. Неэквивалентное распределение совокупного общественного продукта предполагает отсутствие товарного производства, а следовательно, и денег. Безденежное общество будущего классики марксизма называли коммунизмом. В. Ленин попытался построить такое общество на практике на первом этапе развития Советской России. Этот этап получил название «военный коммунизм». Военный коммунизм быстро показал свою неэффективность, поэтому от него отказались.

Эквивалентное и неэквивалентное распределение совокупного общественного продукта является одним из важнейших элементов системы экономических отношений в обществе, но не единственным. Эквивалентное распределение сопряжено с другими элементами, такими как частная собственность и деньги. Именно деньги обеспечивают эквивалентность. В деньгах измеряется вклад в совокупный общественный продукт. Получить долю при его распределении можно только в пределах вклада в его создание⁷. Неэквивалентное распределение совокупного общественного продукта предполагает отсутствие института частной собственности. Такое распределение базируется на каком-либо виде общей (общинной, общественной) собственности.

Хорошей иллюстрацией двух способов распределения совокупного общественного продукта является сравнение цивилизаций ацтеков и инков, существовавших одновременно на Американском континенте. Цивилизация ацтеков базировалась на частной собственности и товарно-денежных отношениях. Деньги, роль которых выполняли зерна какао, использовались ацтеками как во внешней, так и во внутренней торговле.

В государстве инков господствовала не частная, а общинная собственность, хотя реально ей распоряжался Великий Инка. Все произведенные продукты поступали в общую собственность, а затем распределялись между членами общества. Связь между вкладом в совокупный общественный продукт и получаемой из него долей не существовала, она определялась Инкой и другими чиновниками государства. Деньгами инки пользовались только во внешней торговле.

⁷ На практике вклад в создание совокупного общественного продукта, как правило, выше, чем получаемая из совокупного продукта доля. Это обусловлено процессами перераспределения, в первую очередь налогами.

Товарная форма денег

В течение длительного времени деньги существовали в товарной форме. Это породило представление о том, что деньги — это товар, т. е. форма и сущность денег отождествлялись. Товарная форма денег, как показывает история, может быть самой разнообразной. Такой формой могут быть бобровые шкуры, ракушки каури, зерна какао, золото, серебро и другие товары⁸. Это разновидности товарной формы денег.

Переход от бартера к деньгам в товарной форме занял длительное время. Можно выделить три этапа этого перехода.

I этап — бартерный обмен. В данном случае устанавливается непосредственная пропорция обмена товара А на товар В. Никаких общественных отношений здесь нет. Бартер — это отношения двух хозяйствующих субъектов.

II этап — условный денежный обмен. Происходит бартерный обмен, но для установления пропорции обмена используется какой-либо третий товар С, хорошо известный сторонам сделки. Сам третий товар в сделке не участвует, он выполняет свою функцию меры стоимости или ценности идеально. Такую сделку можно считать переходным видом, она частично стала денежной, но по сути остается бартерной, так как товар обменивается на товар, а в сделке участвуют два хозяйствующих субъекта. В данном случае опосредованно возникают общественные отношения, так как товар С, выполняющий функцию меры стоимости, должен быть общепризнанным в данном обществе.

III этап — денежный обмен. Обмен товара А на товар В разбивается на два акта: продажа товара А за деньги и покупка товара В на деньги. Это чисто денежный обмен, и он принципиально отличается от бартерного и условного денежного. Продавец товара А, получая деньги, приобретает не какой-либо товар в обмен на свой, а только право⁹ на получение любого другого товара. Другими словами, при продаже товара А за деньги происходит общественное подтверждение включения этого товара в совокупный продукт общества. Следовательно, продавец товара А имеет возможность или право выбрать из совокупного общественного продукта любой другой товар, например товар В, в пределах полученной от первой сделки суммы денег¹⁰. Как устанавливается пропорция обмена, с использованием теории стоимости Рикардо — Маркса или теории предельной полезности, в целях данной статьи не имеет значения.

Являются ли деньги обязательным условием возникновения возможности или права на получение какого-либо товара из совокупного продукта общества взамен проданного? Рассмотрим условную ситуацию, когда общество состоит из нескольких человек. Учет вклада каждого человека в создание совокупного продукта общества можно вести в уме. Соответственно этому вкладу появляется право приобретения любых других товаров из совокупного общественного продукта. С этим должны быть согласны все члены общества. Все это означает, что даже в таком обществе деньги существуют, но только в устной форме¹¹. В действительности подобного общества никогда не было. В реальной экономике люди

⁸ Большой фактический материал относительно форм денег на первоначальных этапах развития человечества можно найти в работе П. Эйнзига [Einzig, 1966].

⁹ Термин «право» используется в настоящей статье не как юридическая категория. Право рассматривается скорее как возможность получения товаров из совокупного общественного продукта. Внося вклад в создаваемый совокупный продукт общества, человек получает право или возможность приобретения других товаров. В некоторых языках юридический термин «право» обозначается специальным словом. Например, в английском языке law переводится как «право», «закон» и т. д. в юридическом смысле, а right — так же, как право, но в смысле «правильность», «справедливость», «порядок» и т. д.

¹⁰ Данное положение можно сформулировать несколько иначе. При продаже товара А общество подтверждает его включение в совокупный общественный продукт и становится должно продавцу этого товара. Следовательно, даже методологически не проработанная долговая теория денег описывает реальные общественные отношения, однако акцентирует внимание только на одном элементе системы денежных отношений.

¹¹ Это созвучно теории денег Н. Кочерлакоты.

требуют доказательства права на получение доли совокупного общественного продукта. Деньги в определенной своей форме и являются таким доказательством.

В товарной форме деньги существовали несколько тысячелетий. С развитием общества изменялись разновидности товарной формы денег. Из многообразия товарных форм самыми популярными стали золото и серебро. Это был значительный шаг в стандартизации денежных отношений. В этом же направлении был сделан следующий важнейший шаг — появились золотые и серебряные монеты. Монета от куска золота отличалась тем, что она несла стандартные характеристики своей массы и пробы. Эти показатели подтверждались государством, которое, как правило, стало выступать эмитентом монет.

Нетоварная форма денег

Товарная форма денег существовала в чистом виде до появления бумажных денег. Бумажные деньги прокладывали себе дорогу с огромными проблемами. Все первые попытки их создания заканчивались провалом. Немного просуществовали первые бумажные деньги в Китае в VIII в., всего несколько лет выпускались первые европейские бумажные деньги в Швеции в XVII в., а проект по эмиссии бумажных денег во Франции в начале XVIII в. закончился грандиозным крахом. Несколько столетий бумажные деньги сосуществовали с товарными, с золотыми. И все же бумажные деньги в 1971 г. окончательно вытеснили товарную форму денег из хозяйственного оборота.

Анализ различных видов денег имеет длительную историю. По этому вопросу в научной литературе высказано большое количество мнений, однако это не привело к появлению общепринятой позиции. Более того, при выделении видов денег не всегда можно понять, по каким критериям один вид отличается от другого. Наиболее распространенной является концепция, по которой критерием видового отличия является наличие или отсутствие у денег собственной стоимости. По этому критерию различают товарные деньги, которые имеют собственную стоимость, и нетоварные, они стоимости не имеют. При использовании данного критерия существуют только два вида денег. Нетоварный вид денег объединяет такие понятия, как бумажные, фиатные, фидуциарные и электронные деньги¹².

Переход от товарной к нетоварной форме не означает, что изменилась сущность денег. Она, как идеальная категория, при любой форме означает право на получение части совокупного общественного продукта. При этом изменение формы представляет собой сложный процесс, так как одновременно могут существовать различные формы денег. Так, в течение нескольких столетий бумажные деньги существовали одновременно с золотыми и серебряными. Первоначально бумажные деньги экономистами рассматривались как знаки золота. В действительности их можно считать знаками золота в том случае, если обеспечивается свободный обмен бумажных денег на монеты из благородных металлов. Однако такой порядок соблюдался далеко не всегда. Правители часто печатали избыточное количество бумажных денег, вследствие чего их обмен на золото становился невозможным. Как результат, на одни и те же товары возникали двойные цены. При покупке товара за бумажные деньги цена могла быть значительно выше, чем при оплате золотом и серебром.

В этой ситуации логично было бы признать, что только часть выпущенных в обращение бумажных денег является знаками золота. Напечатанные сверх этого бумажные деньги под категорию знаков золота не подходят. Проблема заключается в том, что невозможно определить, является ли отдельная бумажная купюра знаком золота или нет. Только рассматривая всю совокупность бумажных денег, можно сказать, что некоторая ее часть

¹² Чеки, вексели и другие долговые инструменты в логике данной статьи не являются деньгами. Они отражают отношения двух или нескольких хозяйствующих субъектов, но не отношение между хозяйствующим субъектом и обществом. Деньги и кредит — это различные экономические категории.

обеспечена золотом, поэтому является его знаками, остальную часть знаками золота считать нельзя, это денежные суррогаты. На основании этого некоторые экономисты предлагают различать фидуциарные бумажные деньги, обмениваемые на золото и серебро, и фиатные, не обмениваемые на благородные металлы¹³. Фидуциарные бумажные деньги в таком случае действительно являются знаками золота, заменяют его определенный объем в товарном обороте.

Широкое распространение бумажных денег поставило вопрос об их стоимости. Большинство экономистов считают, что все нетоварные деньги, в отличие от товарных, не имеют стоимости. Исходя из изложенного выше представления о деньгах как праве на получение товаров из совокупного общественного продукта можно утверждать, что деньги вообще не имеют стоимости. Деньги — это идеальное, признанное обществом право на получение части совокупного общественного продукта. Идеальное право в реальной экономической действительности принимает какую-либо форму, товарную или нетоварную. Если деньги принимают форму золота, серебра или другого товара, то этот товар обязательно имеет стоимость. Но стоимость имеет товар, в который материализовались деньги, а не сами деньги. Если право на участие в распределении совокупного общественного продукта приобретает форму бумажных денег, то банкноты своей стоимости не имеют. Бумажные деньги — это не товар, а некоторая расписка с подтверждением права на получение товаров из совокупного общественного продукта в определенном количестве.

То же самое можно сказать по поводу электронных денег. Нетоварная форма денег практически с самого ее возникновения существовала в двух своих основных разновидностях: как банкноты и как запись на счете в банке. Один вид просто преобразовать в другой, бумажные деньги легко положить на счет и получить со счета. Банковские счета в конце XX в. стали переноситься на электронные носители. В результате в настоящее время деньги хранятся в виде компьютерного кода. По существу, электронные деньги ничем не отличаются от бумажных, если не рассматривать технологические вопросы денежного обращения. Как и бумажные деньги, электронный код не является товаром и не имеет стоимости.

Криптовалюты

В 2009 г. появилась криптовалюта биткоин. В 2010 г. с использованием криптовалюты состоялась первая покупка: за 10 тыс. биткоинов были приобретены две пиццы. Сейчас за биткоины можно приобрести множество товаров в интернет-магазинах во многих странах мира, но не во всех. За доллары США также можно покупать товары во многих странах мира, но тоже не во всех. При этом биткоин принципиально отличается от доллара и других валют. У этой криптовалюты нет государства-эмитента. В некоторых странах, например в Китае, биткоин находится под запретом и деньгами не признается. В других странах, например в Сальвадоре, биткоин признан законным платежным средством, то есть деньгами. Но многие государства не определились с тем, что такое криптовалюты. Биткоин в этих странах в той или иной степени имеет право на существование, но его статус часто не установлен.

Там, где биткоин обращается легально, пользуются этой криптовалютой далеко не все хозяйствующие субъекты, а только те, кто этой валюте доверяет. Решение принимают хозяйствующие субъекты самостоятельно¹⁴. Государственные финансовые органы

¹³ Такие предложения встречаются, например, в статьях М. Фридмана и А. Мельцера в энциклопедии *Britannica*. URL: <https://www.britannica.com/topic/money>.

¹⁴ По состоянию на начало 2024 г. в мире в качестве платежного средства криптовалюты принимают примерно 18 тыс. магазинов. (см. Howarth J. *How Many Cryptocurrencies are There In 2024?* URL: <https://explodingtopics.com/blog/number-of-cryptocurrencies>).

во многих странах занимают в отношении криптовалют неопределенную позицию. Если правительство выступает против криптовалют, оно попадает под огонь критики тех, кто на криптовалютах зарабатывает. Противники криптовалют обвиняются в ретроградстве и торможении технического прогресса.

Насколько обществу выгодно признать биткоин деньгами и легализовать его? Как показано выше, деньги дают право на получение товаров из совокупного продукта общества. Биткоин с определенными ограничениями дает такое право. Следовательно, биткоин и другие криптовалюты можно считать деньгами, но с ограничением. Ограничение состоит в том, что деньгами биткоин является не во всем обществе, а только в некотором сообществе хозяйствующих субъектов, признающих и использующих биткоин. Данное сообщество является только частью общества, однако оно предоставляет право на приобретение товаров из совокупного продукта всего общества. Имеет ли сообщество такое право? Это основной теоретический и практический вопрос.

В обычной экономике без криптовалют, прежде чем получить право на приобретение товаров из совокупного общественного продукта, владелец денег должен внести свой вклад в создание этого совокупного продукта. То есть он должен произвести товары или оказать услуги, необходимые обществу. Этот вклад оценивается и оплачивается в конкретном обществе рублями, долларами, иенами или другой национальной валютой. Далее деньги могут перераспределяться через налоги, пенсии и другие финансовые механизмы. Но в основе лежит вклад в совокупный общественный продукт.

Рассмотрим, как люди получают биткоины *при первичном распределении криптовалюты*. Это происходит в процессе майнинга, т. е. создания новых блоков в блокчейне, на котором базируется система биткоинов. Данную деятельность невозможно считать вкладом в создание совокупного продукта. Товар, чтобы доказать свою общественную значимость, должен быть продан. С майнингом совсем другая ситуация. Он не проходит проверку на общественную значимость. Следовательно, владельцы биткоинов не должны претендовать на какую-либо долю в совокупном общественном продукте. На практике во многих странах мира складывается иная ситуация: за биткоины можно купить множество самых разнообразных товаров. Это означает, что кроме национальной валюты появляется дополнительная валюта, в результате покупательная способность национальной снижается. Обществу это невыгодно. Совершенно естественно, что обычно противниками криптовалют являются центральные банки, которые должны обеспечивать стабильность национальной денежной системы. Правительственные финансовые и экономические органы часто более лояльно относятся к криптовалютам при условии их государственного регулирования.

У криптовалют есть активное лобби. Это те, кто получает благодаря криптовалютам доход. Во-первых, это эмитенты криптовалют. На 1 ноября 2022 г. в мире насчитывалось более 21 тыс. различных криптовалют¹⁵, и количество их постоянно растет. Во-вторых, за развитие рынка ратуют профессионалы криптовалют. Это майнеры, владельцы криптобирж и криптообменников и так далее. В-третьих, это финансовые спекулянты. Они не боятся высокой волатильности курса криптовалют, они на этом зарабатывают. На рынке появились крупные спекулянты, которые не угадывают колебания рынка, а их сознательно формируют. В-четвертых, в развитии рынка криптовалют заинтересованы представители криминального мира, которых привлекает анонимность сделок. У остальных членов общества противоположный интерес, им криптовалюты не нужны. Исходя из этого все больше стран в последнее время проявляют осторожность по отношению к биткоину и начинают

¹⁵ Howarth J. *How Many Cryptocurrencies are There In 2024?* URL: <https://explodingtopics.com/blog/number-of-cryptocurrencies>. Следует отметить, что реальные сделки совершаются только с 9 тыс. криптовалют, остальные в настоящее время существуют лишь на бумаге.

осуществлять более жесткую политику по отношению к регулированию его обращения¹⁶. Если данная тенденция сохранится, то следует ожидать, что через некоторое время криптовалюты вообще исчезнут с финансового рынка. В данном случае речь идет о тенденции. Курс конкретных криптовалют, например биткоина, в ближайшей перспективе останется крайне волатильным, будет испытывать стремительные взлеты и падения.

Впрочем, в долгосрочной перспективе может возникнуть потребность в биткоине или другой криптовалюте. Экономика становится глобальной, а денежные системы стран остаются локальными¹⁷. Совокупный общественный продукт также локально формируется в каждой стране. Биткоин сделал большой шаг в направлении глобализации финансовой системы. Он не привязан к какой-то конкретной экономике. Таким образом, биткоин создает какое-то новое сообщество людей, которые входят в него по доброй воле, а не по факту рождения. Проблема в том, что данное сообщество не создает своего совокупного общественного продукта. Поэтому криптовалюты не в состоянии заменить традиционные деньги, привязанные к совокупному продукту страны.

В современной экономической действительности биткоин реально используется как деньги, но со значительными ограничениями. Поэтому целесообразно криптовалюты¹⁸ рассматривать как искусственные, суррогатные деньги или, точнее, как деньги-паразиты. Слово «паразит» используется здесь не как ругательство, а в классической трактовке — как организм, живущий за счет другого организма. Не участвуя в создании совокупного общественного продукта, криптовалюты позволяют участвовать в его распределении. Биткоин не может существовать как деньги самостоятельно. Ему необходимы классические деньги, которые устанавливают связь между создаваемым и распределяемым совокупным общественным продуктом. Биткоин этого не делает и не может делать. Он просто использует традиционные деньги, установив биржевой курс обмена биткоинов на доллары. Цена любого товара в биткоинах постоянно пересчитывается в зависимости от курса биткоин/доллар. Полноценными деньгами биткоин может быть в том случае, если он станет единственной валютой в каком-либо обществе, производящем совокупный общественный продукт. Однако в современном виде биткоин не в состоянии выполнять роль единственных денег. Для этого ему нужно отказаться от майнинга и технологии блокчейн. Но тогда это будет совсем другой биткоин.

¹⁶ Можно выделить три направления государственной политики, ограничивающие операции с криптовалютой. Первое направление — это прямой запрет криптовалюты. На начало 2022 г. такую политику проводили девять стран, из которых крупнейшей является Китай. В 2021–2022 гг. он полностью запретил все операции с криптовалютами. До запрета именно Китай являлся лидером среди стран по майнингу биткоина. Второе направление — это косвенный запрет. Выбравшие данную политику государства запрещают создание криптобирж, а также не дают разрешение на операции с криптовалютами банкам. Косвенный запрет используют более 40 стран, в основном это азиатские и африканские государства. Третье направление — регулирование обращения криптовалют. Таких стран насчитывается более 100, в том числе большинство европейских стран (см. Демьяненко В., Кувшинова О. Регулирование криптовалюты: мировой опыт. URL: <https://econs.online/articles/techno/regulirovanie-kriptovalyuty-mirovyy-opyt/>). Регулирование возможно осуществлять с использованием различных инструментов. Наиболее популярными являются два. Это лицензирование криптобирж и применение правила «знай своего клиента», что обусловлено борьбой с отмыванием денег и противодействием терроризму. Впервые такое регулирование ввела Япония в 2017 г. после краха криптобиржи Mt.Gox. Иногда операции с криптовалютами облагаются высокими налогами, что также можно рассматривать как ограничительную меру. Так, в Индии действует 30%-ная ставка налога на доходы от криптовалют.

¹⁷ Противоречие между глобальной экономикой и локальными национальными денежными системами иногда предлагают решить с помощью установления мировой наднациональной валюты под эгидой ООН. С таким предложением неоднократно выступал первый президент Казахстана Н. Назарбаев (см., напр.: выступление Президента Республики Казахстан Н. А. Назарбаева на IV Астанинском экономическом форуме. 03.05.2011. URL: https://www.akorda.kz/ru/speeches/internal_political_affairs/in_speeches_and_addresses/vystuplenie-prezidenta-respubliki-kazakhstan-n-a-nazarbaeva-na-iv-astaninskom-ekonomicheskom-forume-03-05-2011g_1340716439).

¹⁸ В данном случае речь идет о классических криптовалютах: биткоинах и альткоинах. Со стейблкоинами ситуация требует дополнительного исследования.

Обычные деньги являются естественным продуктом социально-экономического развития. Биткоин внесен в экономическую систему искусственно, специальными действиями людей, но не всего общества. Это не значит, что искусственные или суррогатные деньги хуже или лучше традиционных. Подобное мы можем наблюдать во многих других системах. Искусственные алмазы неотличимы от натуральных, просто у них другая технология изготовления. Искусственная кожа по многим показателям превосходит натуральную, например профессиональные футбольные мячи изготавливают именно из кожзаменителя.

Искусственные, или суррогатные, деньги в определенных условиях выступают заменителями настоящих денег, такое явление неоднократно наблюдалось в истории финансов. В определенных ситуациях они позволяют решать возникшие проблемы денежного обращения. Например, в условиях жесткой нехватки денег в 1990-е гг. практически все российские регионы использовали различные вексельные схемы. Векселями отдельных предприятий можно было даже совершать налоговые платежи в региональные и местные бюджеты.

Однако в целом денежные суррогаты играют негативную роль в финансовой системе. Например, вексельные схемы конца прошлого века сопровождались значительными потерями для бюджета. В условиях стабильной ситуации на финансовых рынках использование суррогатных денег, например криптовалют, искажает информацию, на которой базируется денежная система, а именно взаимосвязь между создаваемым и распределяемым совокупным общественным продуктом. Следовательно, финансовая политика в определенном обществе основывается на не вполне достоверной информации и в результате теряет эффективность. В настоящее время важнейшим теоретическим вопросом является влияние криптовалют на эффективность финансовой политики государства.

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

Биткоин и другие криптовалюты — явление новое и пока мало изученное экономической наукой. Появилось это явление под воздействием различных факторов, среди которых можно выделить два основных. Во-первых, биткоин является одной из первых попыток разрешения противоречия между глобализацией экономики и локальными денежными системами. Во-вторых, биткоин существует только в интернете. Пользователи биткоина представляют собой некоторое сообщество людей, которые этой криптовалюте доверяют (и используют ее именно как деньги). Однако экономически это сообщество не оформлено, оно не создает собственного совокупного общественного продукта. Поэтому биткоин и другие криптовалюты следует рассматривать как искусственно привнесенную в экономическую систему форму денег. В настоящей статье биткоин определен как искусственная, или суррогатная, форма денег, как объект, паразитирующий на существующих в разных странах традиционных денежных системах. Такая форма денег экономической наукой почти не исследована.

Дополнительная сложность обусловлена несовершенством терминологии. Один и тот же термин «деньги» используется для обозначения как сущности денег, так и форм, в которых деньги проявляются в действительности. В настоящей статье деньги определены как право на получение части совокупного общественного продукта, признаваемое всеми членами общества. Деньги по своей сущности представляют собой общественные отношения. Общественные отношения идеальны. А формы, в которых эти идеальные отношения проявляются в реальной действительности, могут быть материальными. Но идеальное содержание и материальная форма обозначаются одним и тем же термином «деньги». В результате даже в научной литературе не всегда понятно, о чем идет речь, о сущности денег или о их формах.

Появление биткоина и других криптовалют усложнило денежную систему общества. В настоящее время криптовалюты необходимо учитывать при выработке финансовой

политики государства. Капитализация криптовалют достигла в 2022 г. внушительных размеров и составляла на пике более 2,6 трлн долл. США. При этом рынок криптовалют по сравнению с денежным рынком максимально волатилен. Это усиливает неопределенность на финансовых рынках, затрудняет выработку финансовой политики государств. В любом случае требуется дополнительное теоретическое исследование криптовалют и их роли в денежном обращении.

Список источников

1. Антонопулос А. Интернет денег / Пер. с англ. Москва: Олимп-Бизнес, 2018. 192 с.
2. Буликов С. Н. Биткоин и фидуциарные деньги // Теоретическая экономика. 2018. Т. 43. № 1. С. 46–56.
3. Бьерг У. Как делаются деньги? Философия посткредитного капитализма / Пер. с англ.; под ред. К. Бычковой. Москва: Ад Маргинем Пресс, 2018. 312 с.
4. Гребер Д. Долг: первые 5000 лет истории / Пер. А. Дунаев. Москва: Ад Маргинем Пресс, 2016. 614 с.
5. Дёрр Д., Ковальски О., Невский С. И. Цифровизация и денежный порядок. Проблемы и перспективы регулирования рынка криптовалют // Terra Economicus. 2019. Т. 17. № 4. С. 6–22.
6. Кнапп Г. Ф. Государственная теория денег / Пер. с англ. Москва: Изд-во Института Гайдара, 2023. 392 с.
7. Маркс К. Капитал. Критика политической экономики. Т. 1. / Пер. с нем. Москва: Политиздат, 1973. 907 с.
8. Мартин Ф. Монеу. Неофициальная биография денег / Пер. Н. Головина. Москва: Синдбад, 2017. 352 с.
9. Мизес Л. Человеческая деятельность. Трактат по экономической теории / Пер. А. Куряев. Москва: Экономика, 2000. 878 с.
10. Миллер Л. Н., Ван-Хуз Д. Д. Современные деньги и банковское дело. Москва: Инфра, 2000. 856 с.
11. Ротбард М. Государство, деньги и центральный банк. Челябинск: Социум, 2016. 360 с.
12. Уилан Ч. Голые деньги. Откровенная книга о финансовой системе. Москва: Манн, Иванов и Фербер, 2019. 384 с.
13. Фергюсон Н. Восхождение денег. Москва: Астрель, 2010. 432 с.
14. Юдина Т. Н. Деньги трех Римов. Золотой стандарт, Бреттон-Вудс и Ямайка как неоконченные истории, а цифровые финансы как их продолжение и тупик // Теоретическая экономика. 2018. № 3. С. 15–27.
15. Юровицкий В. Денежное обращение в эпоху перемен. Москва: ГроссМедиа, 2007. 496 с.
16. Asmundson I., Oner C. What Is Money? // Finance & Development (International Monetary Fund). 2012. Vol. 49. Iss. 3. P. 52–53. URL: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/2012/09/basics.htm#author>.
17. Baur D. G., Hong K., Lee A. D. Bitcoin: Medium of Exchange or Speculative Assets? // Journal of International Financial Markets, Institutions and Money. 2018. Vol. 54. P. 177–189. <https://doi.org/10.1016/j.intfin.2017.12.004>.
18. Davies G. A History of Money: From Ancient Times to the Present Day. Cardiff: University of Wales Press, 2002. 720 p.
19. Dyhrberg A. H. Bitcoin, gold and the dollar — A GARCH volatility analysis // Finance Research Letters. 2016. Vol. 16. P. 85–92. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2015.10.008>.
20. Einzig P. Primitive Money: In its Ethnological, Historical and Economic Aspects. New York, Toronto: Pergamon, 1966. 576 p.
21. Gleick J. The Information: A History, a Theory, a Flood. New York, Toronto: Pantheon Books, 2011. 544 p. URL: <http://jarrettfuller.com/tech/downloads/The-Information.pdf>.
22. Greenlaw S. A., Taylor T. Principles of Economics. Houston, Texas: website OpenStax. 2017. URL: <https://openstax.org/books/principles-economics/pages/1-introduction>.
23. Hazletta P. K., Luther W. J. Is bitcoin money? And what that means // The Quarterly Review of Economics and Finance. 2020. Vol. 77. P. 144–149. <https://doi.org/10.1016/j.qref.2019.10.003>.
24. Kirkby R. Cryptocurrencies and Digital Fiat Currencies // The Australian Economic Review. 2018. Vol. 51. Iss. 4. P. 527–539. <https://doi.org/10.1111/1467-8462.12307>.
25. Kocherlakota N. Money Is Memory // Journal of Economic Theory. 1998. Vol. 81. Iss. 2. P. 232–251.
26. Kubát M. Virtual Currency Bitcoin in the Scope of Money Definition and Store of Value // Procedia Economics and Finance. 2015. Vol. 30. P. 409–416. [https://doi.org/10.1016/S2212-5671\(15\)01308-8](https://doi.org/10.1016/S2212-5671(15)01308-8).
27. Mayhew N. Government, Money, and the Law // Law and History Review. 2021. Vol. 39. Iss. 2. P. 383–396. <https://doi.org/10.1017/S0738248021000250>.
28. Mitchell-Innes A. What is Money? Cosimo Classics, 1913.
29. Mitchell-Innes A. The Credit Theory of Money // The Banking Law Journal. 1914. Vol. 31 (1) P. 151–168. URL: <https://www.community-exchange.org/docs/The%20Credit%20Theory%20of%20Money.htm>.
30. Samuelson P. A., Nordhaus W. D. Economics. 19th ed. New York: McGraw-Hill, 2015. 744 p.
31. Yermack D. Chapter 2 — Is Bitcoin a Real Currency? Economic Appraisal / Handbook of Digital Currency. Bitcoin, Innovation, Financial Instruments, and Big Data. Academic Press, 2015. P. 31–43. <https://doi.org/10.1016/B978-0-12-802117-0.00002-3>.

References

1. Antonopoulos A. (2016). *Internet of money*. Merkle Bloom LLC. 192 p.
2. Bulikov S.N. (2018). Bitcoin and Fiduciary Money. *Teoreticheskaya ekonomika – Theoretical Economics*, 1, 46–56 (In Russ.).
3. Bjerg O. (2014). *Making money: The philosophy of crisis capitalism*. Brooklyn, NY; London: Verso Publ. 302 p.
4. Graeber D. (2011). *Debt: the First 5,000 Years*. Melville House Publ. 534 p.
5. Dörr D., Kowalski O., Nevsky S.I. (2019) Digitalization and Monetary Order. *Problems and Prospects of Cryptocurrency Market Regulation. Terra Economicus*, 17 (4), 6–22 (In Russ.). <https://doi.org/10.23683/2073-6606-2019-17-4-6-22>.
6. Knapp G.F. (2013). *State theory of money*. Martino Fine Books. 326 p.
7. Marx K. (1867). *Das Kapital. Kritik der politischen Ökonomie. Vol. 1*. Verlag von Otto Meisner.
8. Martin F. (2013). *Money: The unauthorised biography*. London: The Bodley Head, 327 p.
9. Mises L. (1949). *Human action. A Treatise on Economics*. Yale University.
10. Miller L.N., Van-Huz D.D. (1993). *Modern money and banking*. New York: McGraw-Hill College, 794 p.
11. Rothbard M. (1963). *What Have Government Done to Our Money?* Ludwig Von Mises Institute.
12. Whelan C. (2017). *Naked money. A Revealing Look at Our Financial System*. W.W. Norton & Company; Reprint edition, 368 p.
13. Ferguson N. (2008). *The Ascent of Money. A Financial History of the World*. The Penguin Press HC, 432 p.
14. Yudina T.N. (2018). Money of three Romes, Money of the Three Romes. The Gold Standard, Bretton Woods and Jamaica Monetary Systems as Unfinished Stories, and Digital Finances as Their Continuation and Dead End. *Teoreticheskaya ekonomika – Theoretical Economics*, 3, 15–27 (In Russ.).
15. Yurovitsky V. (2007). Money Circulation in the Era of Change. Moscow: GrossMedia. 496 p. (In Russ.).
16. Asmundson I., Oner C. (2012). What Is Money? *Finance & Development (International Monetary Fund)*, 49 (3), 52–53. Available at: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/2012/09/basics.htm#author>.
17. Baur D.G., Hong K., Lee A.D. (2018). Bitcoin: Medium of Exchange or Speculative Assets? *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, 54, 177–189. <https://doi.org/10.1016/j.intfin.2017.12.004>.
18. Davies G.A. (2002) *History of Money: From Ancient Times to the Present Day*. Cardiff: University of Wales Press. 720 p.
19. Dyhrberg A.H. (2016). Bitcoin, gold and the dollar – A GARCH volatility analysis, *Finance Research Letters*, 16, 85–92. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2015.10.008>.
20. Einzig P. (1966). *Primitive Money: In its Ethnological, Historical and Economic Aspects*. Pergamon. 576 p.
21. Gleick J. (2011). *The Information: A History, a Theory, a Flood*. New York, Toronto: Pantheon Books. Available at: <http://jarrettfuller.com/tech/downloads/The-Information.pdf>.
22. Greenlaw S.A., Taylor T. (2017). *Principles of Economics*. Houston, Texas: website OpenStax. Available at: <https://openstax.org/books/principles-economics/pages/1-introduction>.
23. Hazletta P.K., Luther W.J. (2020). Is bitcoin money? And what that means. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 77, 144–149. <https://doi.org/10.1016/j.qref.2019.10.003>.
24. Kirkby R. (2018). Cryptocurrencies and Digital Fiat Currencies. *The Australian Economic Review*, 51 (4), 527–539. <https://doi.org/10.1111/1467-8462.12307>.
25. Kocherlakota N. (1998). Money Is Memory. *Journal of Economic Theory*, 81 (2), 232–251.
26. Kubát M. (2015). Virtual Currency Bitcoin in the Scope of Money Definition and Store of Value. *Procedia Economics and Finance*, 30, 409–416. [https://doi.org/10.1016/S2212-5671\(15\)01308-8](https://doi.org/10.1016/S2212-5671(15)01308-8).
27. Mayhew N. (2021). Government, Money, and the Law. *Law and History Review*, 39 (2), 383–396. <https://doi.org/10.1017/S0738248021000250>.
28. Mitchell-Innes A. (1913). What is Money? *The Banking Law Journal*, 377–408. Available at: <https://www.newmoneyhub.com/www/money/mitchell-innes/what-is-money.html>.
29. Mitchell-Innes A. (1914). The Credit Theory of Money. *The Banking Law Journal*, 31 (Dec./Jan.), 151–168. Available at: <https://www.community-exchange.org/docs/The%20Credit%20Theory%20of%20Money.htm>.
30. Samuelson P.A., Nordhaus W.D. (2015). *Economics*. 19th ed. New York: McGraw-Hill. 744 p.
31. Yermack D. (2015). Chapter 2 – Is Bitcoin a Real Currency? In *Economic Appraisal. Handbook of Digital Currency. Bitcoin, Innovation, Financial Instruments, and Big Data*. Academic Press, 31–43. <https://doi.org/10.1016/B978-0-12-802117-0.00002-3>.

Информация об авторе

Юрий Викторович Белоусов, кандидат экономических наук, руководитель Центра мониторинга открытости бюджета Научно-исследовательского финансового института Минфина России, г. Москва

Information about the author

Yuriy V. Belousov, Candidate of Economic Sciences, Head of the Budget Transparency Monitoring Center, Financial Research Institute, Moscow

Статья поступила в редакцию 11.05.2023
Одобрена после рецензирования 14.03.2024
Принята к публикации 05.04.2024

The article submitted May 11, 2023
Approved after reviewing March 14, 2024
Accepted for publication April 5, 2024

Уважаемые авторы!

Приглашаем к сотрудничеству с «Финансовым журналом»

«Финансовый журнал» — рецензируемое научно-практическое издание, выходит с 2009 года. Международные стандартные номера сериального издания: **ISSN 2075-1990** (Print) и **ISSN 2658-5332** (Online).

Учредитель и издатель — федеральное государственное бюджетное учреждение «Научно-исследовательский финансовый институт Министерства финансов Российской Федерации», г. Москва.

Главный редактор — директор НИФИ Минфина России **Владимир Назаров**.

«Финансовый журнал» включен в Перечень ВАК, входит в базы данных: **РИНЦ, RSCI, RePEc, Ulrich's Periodicals Directory, Open Academic Journals Index, Directory of Open Access Journals**.

Издание публикует материалы по следующим темам: государственные финансы (бюджетная система, межбюджетные отношения, налогово-бюджетная и денежно-кредитная политика); финансовые рынки; банковская сфера; рынки страхования; отраслевые финансы; финансы социальной сферы; международные финансы; макроэкономическое моделирование.

Все статьи публикуются в журнале БЕСПЛАТНО. Статьям присваиваются цифровые идентификаторы объектов — **DOI** (Digital Object Identifier).

Тексты всех статей размещаются в открытом доступе на сайте «Финансового журнала» www.finjournal-nifi.ru, на портале Научной электронной библиотеки (НЭБ) www.elibrary.ru, на портале Научной электронной библиотеки «КиберЛенинка», в международной базе научных журналов открытого доступа Open Academic Journals Index (OAJI).

Статьи индексируются в международной базе данных Research Papers in Economics (**RePEc**) и в международном каталоге научных журналов открытого доступа Directory of Open Access Journals (**DOAJ**).

Издание выходит 6 раз в год (февраль, апрель, июнь, август, октябрь, декабрь).

www.finjournal-nifi.ru



Редакция:

Тел. +7 (495) 699-76-83

E-mail: finjournal@gmail.com

E-mail: finjournal@nifi.ru

Правила приема научных статей

1. К публикации принимаются научные статьи, соответствующие тематике журнала, ранее не публиковавшиеся и не предназначенные к одновременной публикации в других изданиях.

2. Редакция не оказывает авторам платных услуг. Публикация статей производится на безвозмездной основе.

3. Направляя рукопись статьи в редакцию, авторы выражают свое согласие на ее редактирование (литературное, техническое), публикацию и размещение в открытом доступе в сети Интернет.

4. Статья направляется в редакцию в электронном виде. Вместе со статьей авторы представляют скан сопроводительного письма.

5. Редакционные требования к оформлению статьи разработаны на основании положений ГОСТ Р 7.0.7–2021.

5.1. Статья оформляется в текстовом редакторе MS Word. Шрифт – Times New Roman. Объем текста – от 40 до 60 тыс. знаков с пробелами. Формулы и символы набираются в формульном редакторе MS Word. Таблицы оформляются в MS Word. Изображения (рисунки, графики, диаграммы), правообладателем которых является автор статьи, прилагаются отдельными файлами в ч/б варианте, в редактируемых форматах (excel, powerpoint, pdf). Фото – только ч/б.

5.2. В начале статьи на русском языке, а затем на английском приводятся: название статьи, сведения об авторах, аннотация, ключевые слова, коды JEL, благодарности.

Для каждого автора указывается имя, отчество, фамилия, адрес электронной почты, код ORCID, название учреждения, город, страна.

Объем аннотации – 200–250 слов. Количество ключевых слов – от 4 до 7.

5.3. Текст статьи должен включать: введение, основную часть, заключение и список источников. Таблицы и рисунки должны быть пронумерованы и озаглавлены. В том случае, если автор статьи не является правообладателем изображения, обязательно указывается имя автора изображения, источник заимствования и ссылка на него.

5.4. Ссылки на журналы, книги, монографии, сборники и пр. необходимо оформлять в тексте статьи, в квадратных скобках. Указывается фамилия автора (редактора), затем через запятую год издания цитируемого источника. Цитирование нормативных правовых документов, газетных статей и т. п. следует оформлять в виде подстраничных ссылок и в список источников не включать.

5.5. Список источников приводится в конце статьи на русском языке и на латинице (References). В список включают только те источники, которые упомянуты или цитируются в основном тексте статьи. Минимальное количество источников – 15. Источники нумеруются арабскими цифрами с точкой. Нумерация источников на латинице должна совпадать с нумерацией на русском языке. Если цитируемому источнику присвоен DOI (цифровой идентификатор объекта), нужно обязательно его указывать.

5.6. После списка источников приводятся дополнительные сведения об авторах на русском и английском языках.

6. Все статьи, соответствующие требованиям пп. 1–5, проходят обязательное научное рецензирование и проверку на отсутствие элементов плагиата.

7. Статьи, не соответствующие требованиям пп. 1–5 настоящих Правил, к рассмотрению не принимаются.

Уважаемые читатели и авторы!

Оформить подписку на издание «**Финансовый журнал**» (подписной индекс **42068**) и заказать доставку любого номера журнала первого и второго полугодия 2024 г. можно в **Агентстве подписки «Урал-Пресс»**.

Контакты: <https://www.ural-press.ru>, тел. 8 (499) 700-05-07.

Редакция:

Главный редактор В. С. Назаров

Ведущий редактор Т. М. Захарова

Корректор И. П. Белова

Дизайн и верстка А. С. Лухин

Редактор английского текста В. А. Третьяков

Адрес редакции:

Настасьинский пер., д. 3, стр. 2, Москва 125375, Россия

Тел. (495) 699-76-83

E-mail: finjournal@gmail.com

Сайт: www.finjournal-nifi.ru

Подписано в печать 22.04.2024. Свободная цена. Тираж 200 экз. Заказ № 2086-24.

Отпечатано в соответствии с предоставленными материалами в ООО «Амирит».

410004, г. Саратов, ул. Чернышевского, 88, литер У.

Тел. (8452) 24-86-33, e-mail: 248633a@mail.ru