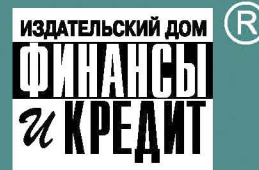


ISSN 2071-4688

НАУЧНО-ПРАКТИЧЕСКИЙ И ТЕОРЕТИЧЕСКИЙ ЖУРНАЛ  
Журнал выходит 4 раза в месяц



# ФИНАНСЫ <sup>®</sup>

# И КРЕДИТ

---

Облигации проектного финансирования:  
использование инновационного механизма  
реализации инфраструктурных проектов

---

Теоретические основы конкурентности национальной  
банковской среды

---

Средства населения как финансовый инструмент  
на инвестиционном рынке

---

Практическая ценность применения многомерных  
моделей условной волатильности

---



---

**47** (623) – 2014  
**ДЕКАБРЬ**

**ФИНАНСЫ И КРЕДИТ** <sup>®</sup> – является зарегистрированным товарным знаком

<http://www.fin-izdat.ru> e-mail: [post@fin-izdat.ru](mailto:post@fin-izdat.ru)

# ФИНАНСЫ и КРЕДИТ

ISSN 2311-8709 (Online), ISSN 2071-4688 (Print)

## СОДЕРЖАНИЕ

### ФИНАНСОВЫЕ ИНСТРУМЕНТЫ

*Тарачев В.А., Петрикова Е.М.* Облигации проектного финансирования как инновационный инструмент снижения инфраструктурных ограничений экономического роста в стране..... 2

### БАНКОВСКОЕ ДЕЛО

*Эзрох Ю.С.* Концепция управляемой банковской конкурентной среды..... 17

### ИНВЕСТИЦИОННЫЙ ПОТЕНЦИАЛ

*Комарова Е.И., Булатова Ю.И.* Налоговые инструменты стимулирования инвестиционной активности населения в России..... 31

### МЕЖДУНАРОДНЫЕ ФИНАНСЫ

*Айдрус И.А.* Развитие исламских финансов: роль Королевства Бахрейн ..... 39

### РИСК-МЕНЕДЖМЕНТ

*Неверович О.О.* Хеджирование на нефтяном рынке: многомерные модели с динамическими условными корреляциями ..... 48

### ВОПРОСЫ ЭКОНОМИКИ

*Лутиков К.В.* Реиндустриализация России: реальная задача текущего десятилетия или ничем не подкрепленная декларация..... 56

НАУЧНО-ПРАКТИЧЕСКИЙ И ТЕОРЕТИЧЕСКИЙ ЖУРНАЛ  
**Журнал выходит 4 раза в месяц**  
**47 (623) – 2014 декабрь**

ПОДПИСКА ВО ВСЕХ ОТДЕЛЕНИЯХ СВЯЗИ  
– индекс 71222 – каталог агентства «Роспечать»  
– индекс 45029 – каталог УФПС РФ «Пресса России»

Доступ и подписка на электронную версию журнала  
[www.elibrary.ru](http://www.elibrary.ru), [www.dilib.ru](http://www.dilib.ru)

Журнал зарегистрирован в Комитете Российской Федерации по печати.  
Свидетельство о регистрации № 013007

**Учредители:**  
АООТ «Фининнова»  
ТОО НПП «Ареал»

**Издатель:**  
ООО «ИЦ «Финансы и Кредит»

**Главный редактор:**  
В.А. Цветков, доктор экономических наук, профессор,  
член-корреспондент РАН

**Зам. главного редактора:**  
В.В. Гаврилов, С.Н. Голда

**Редакционный совет:**  
А.М. Батьковский, доктор экономических наук  
Л.И. Гончаренко, доктор экономических наук, профессор  
А.В. Гукова, доктор экономических наук, профессор  
А.З. Дадашев, доктор экономических наук, профессор  
О.Г. Дмитриева, доктор экономических наук, профессор  
В.Н. Едренова, доктор экономических наук, профессор  
Г.Б. Клейнер, доктор экономических наук, профессор  
В.Н. Костюк, доктор экономических наук, профессор  
О.П. Овчинникова, доктор экономических наук, профессор  
С.В. Ратнер, доктор экономических наук  
А.Н. Сухарев, доктор экономических наук  
Е.А. Федорова, доктор экономических наук  
И.В. Шевченко, доктор экономических наук, профессор  
Н.Г. Щеголева, доктор экономических наук, профессор  
С.Н. Яшин, доктор экономических наук, профессор

**Верстка:** Н.И. Бранделис  
**Корректор:** А. М. Лейбович

Редакция журнала «Финансы и кредит»: 111401, Москва, а/я 10  
Тел.: +7 (495) 989-96-10. Адрес в Internet: <http://www.fin-izdat.ru>  
E-mail: [post@fin-izdat.ru](mailto:post@fin-izdat.ru)

© АООТ «Фининнова»  
© ООО «ИЦ «Финансы и Кредит»

Подписано в печать 01.12.2014. Формат 60x90 1/8. Цена договорная.  
Объем 8,0 п.л. Тираж 1 200 экз. Отпечатано в ООО «КТК»,  
г. Красноармейск Московской обл. Тел.: +7 (496) 588-08-66.

Журнал рекомендован ВАК Минобрнауки России для публикации научных работ, отражающих основное научное содержание кандидатских и докторских диссертаций.

Журнал реферируется в ВИНТИ РАН.

Журнал включен в Российский индекс научного цитирования (РИНЦ).

**Статьи рецензируются.**

Перепечатка материалов и использование их в любой форме, в том числе и в электронных СМИ, возможны только с письменного разрешения редакции.

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

# FINANCE & CREDIT

ANALYTICAL AND PRACTICAL JOURNAL

**4 issues per month**

**47 (623), December, 2014**

SUBSCRIPTION AVAILABLE:

Subscription in all post offices

- index 71222 – catalog of Rospechat Agency
- index 45029 – catalog of Federal Department of Postal Service of Russian Federation Pressa Rossii

Access and subscription to electronic version – [www.elibrary.ru](http://www.elibrary.ru)

Registration certificate № 013007 by the Committee of the Russian Federation on Press.

**Founded by:**

Fininnova JSC, Areal, Ltd.

**Published by:**

Information center Finance and Credit, Ltd.

**Editor-in-chief:**

Valerii A. Tsvetkov

**Deputy editors:**

Vladimir V. Gavrilov,

Sergei N. Golda

**Editorial council:**

Aleksandr M. Bat'kovskii, *Central Research Institute of Economics, Control Systems and Information, Moscow*

Lyubov' I. Goncharenko, *Financial Univ. under RF Govt, Moscow*

Al'bina V. Gukova, *Volgograd State Univ., Volgograd*

Alikhan Z. Dadashev, *Academy of Public Administration, Moscow*

Oksana G. Dmitrieva, *State Duma of Federal Assembly of Russian Federation, Moscow*

Valentina N. Edronova, *Lobachevsky State Univ. of Nizhny Novgorod – National Research Univ., Nizhny Novgorod*

Georgii B. Kleiner, *Central Economics and Mathematics Institute, RAS, Moscow*

Vladimir N. Kostyuk, *Institute for Systems Analysis, RAS, Moscow*

Oksana P. Ovchinnikova, *Russian Presidential Academy of National Economy and Public Administration, Moscow*

Svetlana V. Ratner, *Trapeznikov Institute of Control Sciences, RAS, Moscow*

Aleksandr N. Sukharev, *Tver State Univ., Tver*

Elena A. Fedorova, *Financial Univ. under RF Govt, Moscow*

Igor' V. Shevchenko, *Kuban State Univ., Krasnodar*

Natal'ya G. Shchegoleva, *Moscow Financial and Industrial Academy, Moscow*

Sergei N. Yashin, *Lobachevsky State Univ. of Nizhny Novgorod – National Research Univ., Nizhny Novgorod*

**Design:** Natalia I. Brandelis

**Corrector:** Alla M. Leibovich

**Editorial office:**

Mail address 111401, P.O. Box 10, Moscow, Russia

Telephone +7 (495) 989-9610

E-mail [post@fin-izdat.ru](mailto:post@fin-izdat.ru), Website [www.fin-izdat.ru](http://www.fin-izdat.ru)

© **Fininnova JSC**

© **Information center Finance and Credit, Ltd.**

Signed to print 01.12.2014. Format 60x90 1/8. Circulation 1 200. Volume 8,0 printer's sheets. Printed by KTK, Ltd., Krasnoarmeisk, Moscow region. Telephone +7 (496) 588-0866.

The journal is recommended by VAK (the Higher Attestation Commission) of the Ministry of Education and Science of the Russian Federation to publish scientific works encompassing the basic matters of the MPhil and DPhil theses. The journal is reviewed by the VINITI of the Russian Academy of Sciences.

The journal is indexed in the Russian Science Citation Index Database.

**All articles are peer-reviewed.**

ISSN 2311-8709 (Online), ISSN 2071-4688 (Print)

## CONTENTS

### FINANCIAL INSTRUMENTS

*Tarachev V.A., Petrikova E.M.* Project finance bonds as an innovation instrument of reducing infrastructure constrains of economic growth in the country ..... 2

### BANKING

*Ezrokh Yu.S.* The concept of controllable competitive banking environment ..... 17

### INVESTMENT POTENTIAL

*Komarova E.I., Bulatova Yu.I.* Tax instruments to stimulate investment activity of the Russian population ..... 31

### INTERNATIONAL FINANCE

*Aidrus I.A.* Islamic finance development: a role of the Kingdom of Bahrain ..... 39

### RISK MANAGEMENT

*Neverovich O.O.* Hedging in the oil market: multidimensional models with dynamic conditional correlations ..... 48

### ISSUES ON ECONOMICS

*Lutikov K.V.* Reindustrialization of Russia: a realistic objective of the current decade or an unsupported declaration ..... 56

**This publication may not be reproduced in any form without permission.  
Not responsible for the authors' personal views in the published articles.  
All rights reserved.  
Printed in the Russian Federation.**

## Финансовые инструменты

УДК 336.767.3

### ОБЛИГАЦИИ ПРОЕКТНОГО ФИНАНСИРОВАНИЯ КАК ИННОВАЦИОННЫЙ ИНСТРУМЕНТ СНИЖЕНИЯ ИНФРАСТРУКТУРНЫХ ОГРАНИЧЕНИЙ ЭКОНОМИЧЕСКОГО РОСТА В СТРАНЕ

*В.А. ТАРАЧЕВ,*  
доктор экономических наук,  
профессор кафедры финансовых рынков  
и финансового инжиниринга  
E-mail: tarachev@yandex.ru  
Финансовый университет  
при Правительстве Российской Федерации

*Е.М. ПЕТРИКОВА,*  
доктор экономических наук,  
профессор кафедры финансов и цен  
E-mail: petrikova@mail.ru  
Российский экономический университет  
им. Г.В. Плеханова

В статье отмечается, что в российских теории, законодательстве и практике отсутствует четкое определение сущности финансирования инфраструктурных проектов с помощью такого инновационного механизма, как эмиссия инфраструктурных облигаций. Подчеркивается важность исследований, позволяющих понять, каким образом инфраструктурные ограничения экономического роста могут быть сняты с помощью реализации инвестиционных проектов, финансируемых за счет выпуска инфраструктурных облигаций.

С помощью системного подхода раскрыты такие понятия, как «специализированное общество проектного финансирования», «механизм подготовки и проведения процедуры эмиссии», «схема финансирования инвестиционных проектов с помощью инфраструктурных облигаций» и основные направления совершенствования данного процесса.

Обосновано применение российской нормативно-правовой базы для выпуска и реализации инфра-

структурных облигаций в целях финансирования различных типов проектов. Суммирован российский опыт по выпуску и реализации инфраструктурных облигаций для вложений в строительство инфраструктуры. Проанализирован порядок проведения стратегической и комплексной экспертизы инвестиционных проектов, финансируемых за счет средств Фонда национального благосостояния России, включая использование механизма по выпуску инфраструктурных облигаций. Сделаны предложения по использованию облигаций в структурировании инвестиционных проектов различного масштаба.

Доказывается, что предложенный механизм финансирования инфраструктурных проектов может иметь практическое применение как для крупных общегосударственных проектов, так и проектов среднего бизнеса. Сделан вывод о том, что в России имеется хороший базис для дальнейшего совершенствования инфраструктурных бондов как рыночного инструмента, расширения применения

данного механизма, формирования и развития внутреннего сегмента российского финансового рынка, инструментов финансирования инфраструктурных проектов.

**Ключевые слова:** инфраструктурные облигации, инфраструктурные ограничения экономического роста, концессионные соглашения, контракты жизненного цикла, государственно-частное партнерство, специальная проектная компания, специализированное общество проектного финансирования, общее собрание владельцев облигаций, соглашение о неотчуждении акций

Мировой финансово-экономический кризис 2008 г. создал множество трудностей для банков и инвесторов по финансированию инвестиционных проектов и поиску финансовых ресурсов для реализации проектов. Все это заставило кредиторов пересмотреть принципы своей денежно-кредитной политики, а инициаторов — искать новые источники финансирования проектов на рынке капиталов. Кроме того, указанные процессы стали результатом следующих тенденций, присущих глобальному финансовому рынку в посткризисный период развития:

1) повышение емкости и прозрачности финансового рынка, повышение эффективности работы его глобальной рыночной инфраструктуры, резкое ослабление связей финансовых рынков с реальной экономикой;

2) укрепление устойчивости мировой финансовой системы путем развития диверсифицированной системы резервных валют и международных финансовых центров, объединяющих глобальный финансовый рынок в режиме «on-line»;

3) создание возможности для секьюритизации широкого круга активов и начало формирования современной системы управления рисками, адекватной степени развития финансовых технологий;

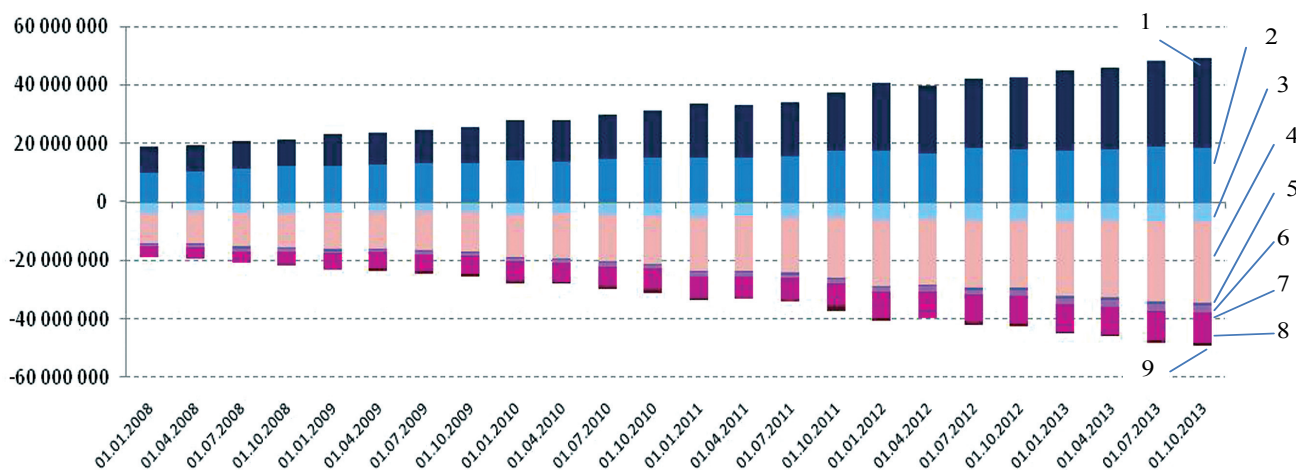
4) унификация регулирования всех сегментов организованного финансового рынка, формирование системы стимулов к рациональному поведению участников финансового рынка, основанному на сбалансированной оценке рисков и возможностей<sup>1</sup>.

<sup>1</sup> Более подробно о тенденциях развития глобального финансового рынка см. в статье Е.М. Петриковой «Регулирование платежного баланса и международной инвестиционной позиции России». М.: Российский экономический университет. 2013.

В период спада мировой и российской экономики актуальными стали вопросы поиска новых способов увеличения инвестиций в основной капитал для увеличения темпов экономического роста в Российской Федерации. Однако, стимулируя экономический рост, необходимо было соблюсти баланс между долгосрочными и краткосрочными задачами, между созданием благоприятного инвестиционного климата в стране и расширением потребления. В 2012–2013 гг. деньги из государственного бюджета обеспечивали около трети всех инвестиций в стране. Сырьевая ориентация российской экономики, замедление темпов роста мировых сырьевых рынков в период спада, сокращение мирового спроса и притока в страну денежных потоков тормозят наращивание бюджетных расходов и интенсивные темпы экономического роста за счет внешнего сектора российской экономики (как это было в период роста — до кризиса 2008 г.).

Безрадостная динамика инвестиций по итогам 2013 г. связана в первую очередь со спадом государственных инвестиций, в то время как частные продолжают расти и, по прогнозам экономистов, в 2014 г. значительно увеличатся. Специалисты Минэкономразвития России уверяют, что рост инвестиций в 2014 г. достигнет почти 4%. Однако, по мнению большинства экономистов, вложения в основной капитал способны увеличиваться на 5–7% и обеспечивать экономике естественный для нее рост в 2,5–3%.

Все эти обстоятельства заставляют искать новые способы долгосрочного финансирования промышленности и инфраструктуры в целях модернизации российской экономики. Стоит подчеркнуть, что одной из существенных проблем финансирования инвестиционных проектов в РФ остается недостаток «длинных» денег. Известно, что для реализации крупных инвестиционных проектов российским банкам сложно привлечь инвестиции в иностранной валюте из-за высоких валютных рисков, поэтому экономика инфраструктурных проектов прежде всего рублевая. Однако в России нет рублевых вложений длиннее 7 лет. Все остальное — это инструменты «банковского искусства». В западных странах существуют более длинные финансовые инструменты, позволяющие привлекать в инфраструктуру средства на срок до 30 лет. В российской банковской системе отсутствуют такие пассивы, так как исторически их обладателями являются пенсионные фонды и страховые компании,



**Рис. 1.** Источники формирования и направления вложения финансового сектора РФ в 2008–2013 гг., млн руб.:  
 1 — внутренние требования; 2 — чистые иностранные активы; 3 — наличная валюта вне финансового сектора;  
 4 — депозиты; 5 — кредиты и займы; 6 — ценные бумаги, кроме акций; 7 — страховые технические резервы;  
 8 — акции и другие формы участия в капитале; 9 — прочие статьи

которые не способны найти «длинные» деньги в силу своей короткой истории и сравнительно небольших финансовых возможностей (рис. 1).

Кроме того, экономика не может расти и развиваться без инфраструктуры. Если не строить новые инфраструктурные объекты, тогда она не выдержит накладных расходов, связанных с использованием и содержанием устаревшей инфраструктуры. По оценкам специалистов компаний InfraONE, Worldbank, UK Partnership, Business Monitor International and Renaissance Capital, объем потребностей в освоении и модернизации объектов инфраструктуры в 2013 г. составил 60 млрд долл. (причем 60% этих потребностей не будет удовлетворено). К 2020 г. этот показатель вырастет до 140 млрд долл. В России в настоящее время финансируется 3% инфраструктурных объектов из тех, что необходимы<sup>2</sup>.

Кроме того, в нашей стране крайне важно стимулировать создание источников длинных денег и понижать расходы бизнеса путем повышения производительности труда и эффективности производства. Рост заработной платы бюджетников начал подгонять заработную плату в частном секторе, снижая тем самым рентабельность бизнеса. Это в свою очередь создает проблемы для привлечения инвесторов. В таких условиях активизируется поиск новых инструментов стимулирования инвестиционной активности в стране для повышения

эффективности использования государственных и частных денежных средств, обеспечения наиболее эффективного сочетания интересов государства и бизнеса.

По мнению экспертов, около 80% сделок проектного финансирования осуществляется с участием банков, менее 20% — путем выпуска проектной компанией облигационных займов. С точки зрения заемщика, облигации похожи на займ, но предназначены для небанковского рынка и принимают форму торгуемого инструмента заимствования. Организация, выпускающая их в обращение, соглашается выплачивать держателю стоимость облигации плюс проценты в установленные сроки. Покупателями таких облигаций чаще всего становятся инвесторы (пенсионные компании, страховые агентства и т.п.), которые при их приобретении закладывают хорошую долгосрочную, неименную доходность без риска для собственного капитала. Несмотря на то, что рынок облигаций проектного финансирования с различными вариантами обеспечения является более узким инструментом, чем банковское кредитование, во многих странах именно выпуск инфраструктурных облигаций становится одним из наиболее эффективных финансовых инструментов, который может быть использован для совершенствования развития финансового рынка и снятия инфраструктурных ограничений для экономического роста. Стоит отметить, что в современной структуре российского финансового рынка до недавнего времени отсутствовал такой популярный на развитых финансовых рынках

<sup>2</sup> См. Виньков А., Сиваков Д. Пошли купаться в голубом океане // Эксперт. 2013. № 17–18.

Привлекательность выпуска и размещения инфраструктурных облигаций для бизнеса:	Привлекательность выпуска и размещения инфраструктурных облигаций для государства:
<ul style="list-style-type: none"> <li>— доступ к традиционно государственной сфере и прямая государственная поддержка проекта или государственное участие;</li> <li>— разделение рисков проекта между государством и частными инвесторами;</li> <li>— обеспечение эффективного управления реализацией проекта и сокращение госрасходов на эксплуатацию объектов инфраструктуры;</li> <li>— возможность долговременного размещения инвестиций под государственные гарантии;</li> <li>— привлечение современных, высокоэффективных технологий в развитие инфраструктуры;</li> <li>— улучшение бизнес-культуры</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>— решение проблем развития инфраструктуры, энергетики, ЖКХ и т.д.;</li> <li>— снижение бюджетных затрат и рисков за счет привлечения частных партнеров и их средств;</li> <li>— повышение качества и эффективности работ и услуг благодаря повышению уровня конкуренции, снижению тарифов;</li> <li>— увеличение поступлений от налогов и других выплат в бюджеты всех уровней;</li> <li>— повышение инвестиционной и инновационной активности;</li> <li>— укрепление социальной стабильности</li> </ul>

Рис. 2. Сравнение привлекательности выпуска инфраструктурных облигаций для государства и бизнеса

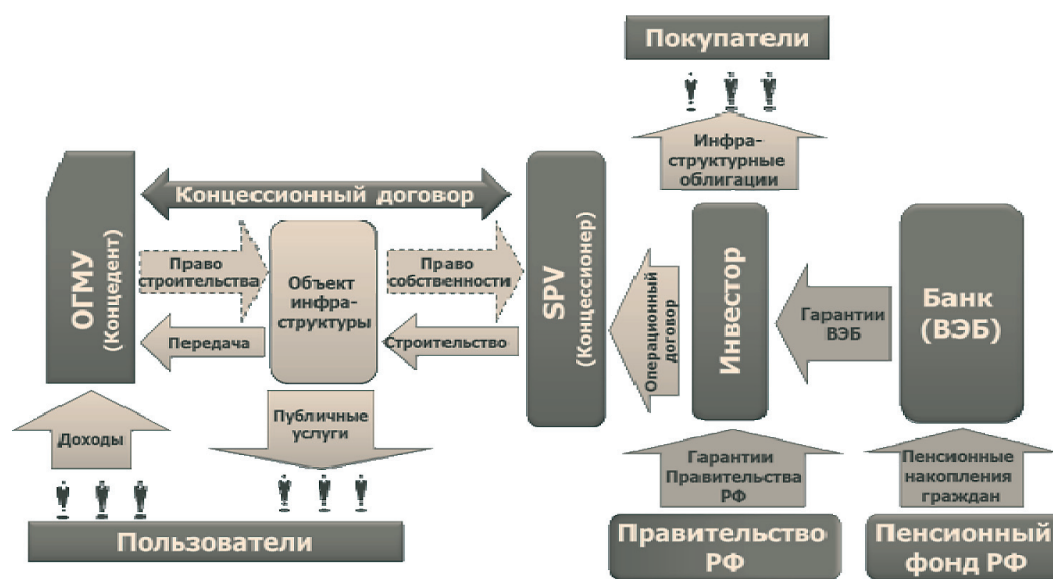


Рис. 3. Организационная схема выпуска инфраструктурных облигаций

инструмент, как инфраструктурная облигация. Более того, в российской теории и практике отсутствовало четкое понимание механизма осуществления данного процесса, что до сих пор ограничивает возможность привлечения частного капитала при создании и развитии объектов инфраструктуры.

Инфраструктурные облигации позволяют частному капиталу участвовать во взаимовыгодных проектах с государством, снижая бремя последнего по несению расходов на строительство и содержание общественной инфраструктуры (рис. 2).

Инфраструктурные облигации — это облигации, эмитируемые специальной проектной компанией (SPV — special purpose vehicle) для привлечения денежных средств, предназначенных для финансирования создания или реконструкции объектов инфраструктуры (автомобильной доро-

ги, порта, железной дороги, аэровокзала, линий электропередач и т.д.), исполнение обязательств по которым обеспечено в размере и порядке, предусмотренном законодательством (рис. 3).

В России существуют законодательные ограничения по инвестированию средств в инфраструктуру общественного пользования<sup>3</sup>. В связи с этим выделяют три основных формы взаимодействия с инвесторами:

- взаимодействие с частными инвесторами;
- взаимодействие с государственными компаниями и корпорациями;

<sup>3</sup> Более подробно эти ограничения охарактеризованы в статье Е.М. Петриковой, Е.А. Корзиной «Возможности региональных и местных бюджетов по реализации механизмов государственно-частного партнерства (ГЧП)» // Финансы и кредит. 2011. № 25.