

НАУЧНО-ПРАКТИЧЕСКИЙ И  
ИНФОРМАЦИОННО-  
АНАЛИТИЧЕСКИЙ СБОРНИК

ISSN 2073-4484



# ФИНАНСОВАЯ<sup>®</sup> АНАЛИТИКА

## ПРОБЛЕМЫ И РЕШЕНИЯ

- Оценка потенциальной привлекательности инвестиций на арт-рынке
- Методика постановки системы процессно-ориентированного бюджетирования
- Параметры коммерческого ипотечного продукта
- Особенности налогообложения в сфере туризма
- Трансформация инфраструктуры мирового финансового рынка

**6** (192) февраль 2014

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

# ФИНАНСОВАЯ<sup>®</sup> АНАЛИТИКА

## ПРОБЛЕМЫ И РЕШЕНИЯ

Научно-практический  
и информационно-аналитический сборник  
Периодичность – 4 раза в месяц

**6 (192) – 2014 февраль**

**Подписка во всех отделениях связи:**

- индекс 80628 – каталог агентства «Роспечать»
- индекс 44368 – каталог УФПС РФ «Пресса России»
- индекс 34158 – каталог российской прессы «Почта 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 Министерстве Российской Федерации по делам печати, телерадиовещания и средств массовых коммуникаций.

Свидетельство о регистрации ПИ № ФС 77-29584.

**Учредитель:**

ООО «Информационный центр «Финансы и Кредит»

**Издатель:**

ООО «Финанспресс»

**Главный редактор:**

В.А. Горохова

**Зам. главного редактора:**

С.Н. Голда, В.И. Попов

**Редакционный совет:**

С.А. Васин, доктор технических наук, профессор  
А.В. Гукова, доктор экономических наук, профессор  
Д.А. Ендовицкий, доктор экономических наук, профессор  
Л.С. Кабир, доктор экономических наук, профессор  
Ю.И. Коробов, доктор экономических наук, профессор  
М.А. Котляров, доктор экономических наук, профессор  
А.С. Макаров, доктор экономических наук, доцент  
Т.Ю. Морозова, кандидат экономических наук, доцент  
Т.Н. Новожилова, кандидат экономических наук, доцент  
А.Г. Перевозчиков, доктор физико-математических наук, профессор  
С.В. Ратнер, доктор экономических наук, профессор  
В.А. Цветков, член-корреспондент РАН, доктор экономических наук, профессор

**Верстка:** М.С. Гранильщикова

**Корректор:** А.М. Лейбович

**Редакция журнала:**

111401, Москва, а/я 10

Телефон: (495) 989-96-10

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

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

© ООО «Информационный центр «Финансы и Кредит»

© ООО «Издательский дом ФИНАНСЫ и КРЕДИТ»

Подписано в печать 15.01.2014. Формат 60х90 1/8.

Цена договорная. Объем 8,25 п.л. Тираж 2 130 экз.

Отпечатано в ООО «КТК», г. Красноармейск Московской обл.

Тел.: (495) 993-16-23

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

**Сборник реферируется в ВИНТИ РАН.**

**Сборник 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.

## СОДЕРЖАНИЕ

### ВОПРОСЫ ЭКОНОМИКИ

*Паикус Н.А., Паикус М.В.* Инвестиции на арт-рынке: российская специфика и подходы к оценке..... 2

*Корнева О.В.* Формирование системы процессно-ориентированного бюджетирования на предприятиях рыбной промышленности ..... 8

*Коростелева Т.С.* К вопросу о влиянии способа погашения долга на доступность ипотечного кредита ..... 17

### НАЛОГИ И НАЛОГООБЛОЖЕНИЕ

*Егорова Е.Н.* Перспективы модернизации налогообложения малых предприятий сферы туризма ..... 28

*Чумакова Е.А.* Место и роль НДС в налоговой системе в формировании доходных источников бюджетов (на примере Волгоградской области) ..... 34

### ФИНАНСОВЫЙ РЫНОК

*Самсонова С.С.* Современные глобальные процессы на мировом финансовом рынке ..... 44

### ЗАРУБЕЖНЫЙ ОПЫТ

*Волков Р.Г.* Использование международной практики в развитии системы управления государственным долгом России ..... 50

### АНАЛИТИЧЕСКИЙ ОБЗОР

Основные направления единой государственной денежно-кредитной политики на 2014 г. и период 2015 и 2016 гг. .... 56

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

УДК 658.15; 338.467.6

## ИНВЕСТИЦИИ НА АРТ-РЫНКЕ: РОССИЙСКАЯ СПЕЦИФИКА И ПОДХОДЫ К ОЦЕНКЕ

**Н. А. ПАШКУС,**

доктор экономических наук, профессор,  
заведующий кафедрой маркетинга  
и стратегического планирования

E-mail: nat\_pashkus@mail.ru

Российский государственный педагогический  
университет им. А. И. Герцена

**М. В. ПАШКУС,**

магистрант кафедры экономической теории  
и экономической политики

E-mail: margarethpashkus@yahoo.com

Санкт-Петербургский государственный университет

---

*Статья посвящена проблемам анализа и оценки потенциальной привлекательности инвестиций на арт-рынке. В работе изучаются основные подходы к реализации инвестиций на арт-рынке и анализируются его индексы как объекта капиталовложений. Предложена матричная методика оценки инвестиционной привлекательности арт-объектов, позволяющая снизить инвестиционные риски.*

**Ключевые слова:** арт-рынок, инвестиции, арт-индекс, индекс Мозеса – Мэя, модель GE/McKinsey.

---

**Введение.** Рынок произведений искусства отличается рядом уникальных свойств, делающих оценку инвестиционной привлекательности арт-объектов достаточно сложной. В настоящее время арт-рынок недостаточно изучен, а из-за высокой специфики неощутимых активов методики оценки инвестиционной привлекательности арт-объектов достаточно слабо разработаны. При этом арт-рынок потенциально высокодоходен, хотя доходность инвестиций в арт-объекты может быть спонтанной,

так как высоки инвестиционные риски. Так, исследование арт-индексов (например, индекса Мозеса – Мэя) показывает, что доходность вложений в произведения искусства сравнима с доходностью «голубых фишек», а периодически и обгоняет ее [13]. Тем самым исследование российского арт-рынка и разработка методического аппарата анализа инвестиционной привлекательности арт-объектов на нем способствовали бы его дальнейшему развитию и снижению инвестиционных рисков для потенциальных инвесторов.

**Арт-рынок и инвестиции в арт-объекты.**

Рынок предметов искусства – это своеобразная иерархическая структура, состоящая из нескольких подуровней. Арт-рынок – это система, которая включает взаимосвязанных участников, совершающих или помогающих осуществлять операции купли-продажи предметов искусства или антиквариата. Субъекты данной структуры передают или принимают на себя право собственности на конкретные предметы и объекты, представленные

на рынке, несут связанные с ними риски и осуществляют в них инвестиции в целях вложения капитала или получения прибыли. Такого рода рынки, тесно связанные с культурой и общечеловеческими ценностями, имеют свои уникальные особенности, что сказывается и на специфике вложений [9].

Рынок искусства всегда считался одним из самых прибыльных и непредсказуемых. Только один небольшой, но дорогостоящий (примерно 120 млрд долл.) сегмент арт-рынка может подвергаться более-менее точному прогнозированию и моделированию, в то время как развитие других его частей невозможно предсказать, основываясь исключительно на рациональных методах [8, с. 10]. Поэтому арт-рынок представляется высокорисковым, а доходы на нем зачастую бывают спонтанными. В то же время разумные инвестиции на арт-рынке могут обеспечить высокий доход и создать условия для успешного размещения капитала.

Инвестирование в рынок произведений искусства – это достаточно сложный процесс. Существует три основных (базовых) стратегии инвестиций в произведения искусства. Во-первых, это инвестиции в искусство как обычные инвестиции (инвестирование в арт-акции). Основным критерием на данном сегменте инвестиций является уверенность инвестора в возможном росте капитала (значительного повышения цены произведения искусства в долгосрочном периоде). Однако сегмент арт-акций совсем мал, его рыночная капитализация составляет всего 3–4 млрд долл. и его доминирующая часть (более 80%) представлена компанией Sotheby's. Только три компании арт-акций (Sotheby's, ArtNet и Artprice) держат активную позицию по своим акциям [1]. Для России можно также рассчитать индекс ARTIMX, однако, так как этот индекс охватывает только русскоговорящие страны, его нельзя отнести к основным мировым индексам.

Во-вторых, инвестиции в сферу искусства как коллекционирование. Капиталы размещаются в различных кластерах арт-рынка, капиталовложения делаются не в целях максимизации прибыли на инвестируемый капитал, а для получения удовольствия. Коллекционеры – главный тип потребителей арт-продукта, люди, которые не просто потребляют, но и формируют этот рынок [5, с. 184].

В-третьих, портфельные инвестиции, когда арт-индексы рассматриваются аналогично фондовым индексам. Этот вид инвестиций ориентирован на создание портфелей произведений искусства и/или

создание портфеля компаний арт-рынка. Сюда же относятся и разнообразные фонды совместных инвестиций в произведения искусства.

В-четвертых, это инвестиции в произведения искусства, их создателей или организации арт-рынка для их дальнейшего коммерческого использования. Это направление инвестиций в настоящее время быстро развивается, и прогнозируется существенный прирост данного сегмента арт-инвестиций, как и дальнейший рост рынка потребительского искусства. По оценкам агентства Skate's Art Market Research, к 2016 г. отрасль потребления искусства, по меньшей мере, удвоится, составив не менее 25% мирового арт-рынка (не все сделки потребления искусства включают покупку работ), и будет самым быстрорастущим сегментом мировой арт-индустрии [10].

Этот вид арт-инвестиций предполагает, что произведения искусства приобретаются не столько как самостоятельный объект капиталовложений, сколько как определенный символ, ведущий образ бренда, в качестве которого может выступать новый модный проект, модный дизайн, группа потребительских товаров или компания, их производящая. Тем самым инвестор зарабатывает не на самом произведении искусства, а на его связи с брендом и его коммерческом эффекте.

Также этот вид арт-инвестиций может предполагать осуществление слияния между арт-рынком и индустрией моды. В результате такого слияния покупатели среднего класса обеспечат большую долю объема торгов на арт-рынке, где до сих пор сделки главным образом осуществлялись с очень состоятельными частными лицами. По данным агентства Skate's, основным двигателем этих изменений станут дома моды, которые способны выйти на арт-рынок и уже в настоящее время съедают значительную часть бизнеса арт-дилеров [10].

Данное направление арт-инвестиций включает вложения домов моды и иных субъектов индустрии моды в художников и создателей произведений искусства, в результате чего возникают проекты сотрудничества с модными брендами. Эти проекты направлены на продвижение нового модного бренда или новой продуктовой линии компании, работающей в сфере индустрии моды. Например, знаменитый японский художник Такаши Мураками создал коллекционную версию популярных часов G-Shock от Casio. Такие арт-инвестиции окупаются за счет роста продаж потребительских товаров инвестора.

Все виды арт-инвестиций представляются перспективными и потенциально высокодоходными. Однако все они обладают достаточно высокими рисками, так как изменение тенденций на арт-рынке связано с целым рядом трудноуловимых обстоятельств и зачастую совершенно нерациональных причин. Все это заставляет арт-инвесторов проводить серьезный анализ потенциальных преимуществ и рисков объектов арт-рынка, делая ставку на неощутимые активы.

В России арт-рынок только начал развиваться как отдельный сектор экономики. Однако российские инвесторы уже давно начали охватывать данный рынок за границей. Следовательно, развитие российского арт-рынка позволило бы снизить отток российских капиталов и привлечь в Россию иностранные капиталы. В то же время потенциальные инвесторы российского арт-рынка опасаются его высоких рисков и не всегда способны осуществить рациональный отбор объектов инвестирования. Высокая информационная асимметрия, проблема нежелательного отбора на рынке культурных ценностей, проблемы оценки неощутимых активов и специфика оценки арт-объектов усложняют положения потенциального инвестора [2, 3, 11]. Таким образом, проблема оценки инвестиционной привлекательности арт-объектов чрезвычайно важна для эффективного развития арт-рынка<sup>1</sup>. Для этого, в частности, вводятся специализированные арт-индексы как индикаторы доходности искусства. Арт-индекс – это агрегированный показатель, помогающий оценить доходность того или иного предмета искусства во времени. Спецификой построения арт-индексов (всемирно известные Mei-Mosses All Art Index, Gabrius Art Index, Artprice, ArtNet, ArtSales Index и т. д.) является статистика средних цен за определенный период времени. Наиболее известными являются следующие индексы:

- Mei-Moses All Art Index, построен на данных статистики прежде всего американского арт-рынка. В настоящее время он учитывает свыше 13 тыс. сделок;
- Skate's Top 1 000. Международный индекс компании Skate's Art Market Research, основан на

<sup>1</sup> Инвестиционная привлекательность арт-объектов зачастую зависит от того, какие стратегии могут быть положены в основу программы продвижения (зачастую для создания стратегии продвижения арт-объектов необходимо применение оригинальных концепций, например латерального маркетинга [12]), и от того, насколько раскрыт бренд, связанный с данным арт-объектом [9].

рейтинге 1 000 самых дорогих произведений искусства в мире. Индекс Skate's Index of Repeat Sales включает повторные продажи работ в Top-1 000 Skate;

- индекс ArtNet составляется компанией ArtNet AG на основе анализа баз данных (Fine Art and Design Price Database, Decorative Art Price Database) цен примерно 4 млн продаж произведений искусства на аукционах более чем 500 международных аукционных домов с 1985 г.;
- Artprice Global Index разработан компанией Artprice. com, которая обладает самой крупной базой данных по произведениям искусства, включающей сведения о 290 тыс. арт-объектов и около 25 млн данных о результатах торгов аукционных домов, уровнях цен и индексов на произведения более 400 тыс. мастеров;
- Art Sales Index компании Art Sales Index Ltd, которая создала базу данных, включающую более 2,9 млн данных с аукционов для предметов изобразительного искусства (начиная с 1957 г.) и цены на произведения более 225 тыс. художников;
- Zurich-AMR Art and Antiques Index – индексы цен на предметы искусства и антиквариата. Данный индекс разработан британской компанией Art Market Research совместно с швейцарской финансовой компанией Zurich Financial Services.

Российские арт-индексы представлены индексами семейства ARTIMX:

- российский индекс ARTInvestment Market indeX (ARTIMX) – это интегральный показатель, характеризующий относительную величину цены условно усредненного произведения искусства на определенный момент времени [4]. Индекс рассчитывается на основе данных о продажах произведений искусства на основных мировых аукционах и охватывает около 3 млн лотов на более чем 12 тыс. аукционах<sup>2</sup>;
- ARTIMXp – индекс отражающий доходность произведений искусства, скорректированную с учетом инфляции на текущий момент времени;
- ARTIMXba – индекс покупательской активности (усредненная величина текущего соотношения проданных и выставленных на

<sup>2</sup> При составлении индексов по русскому арт-рынку ARTIMX-RUS исключаются работы, отмеченные достаточно высокими индикаторами инвестиционного риска, к которым относятся спрос, соотношение цена/качество и атрибуция работы [1].

продажу лотов на основных мировых аукционах, выраженная в процентах), а также индекса ARTIMX по основным направлениям (ARTIMX Painting, ARTIMX Graphics, ARTIMX Old masters, ARTIMX Impressionism & Modern Art и ARTIMX Contemporary Art).

Однако анализ арт-индексов не всегда позволяет принять правильное решение о приоритете инвестиций на арт-рынке. В силу того, что большинство арт-объектов обладают высокими инвестиционными рисками, для потенциальных инвесторов была бы очень ценной такая методика оценки арт-объектов, которая позволила бы выявить их рыночную позицию и анализировать привлекательность долгосрочных инвестиций.

**Методика оценки инвестиционной привлекательности арт-объектов.** Такая методика могла бы быть разработана на основе двух известных инструментов качественного стратегического анализа, позволяющих учесть специфику арт-рынка и возможности аппарата принятия управленческих решений. Один из таких инструментов основывается на модели GE/McKinsey. Эта модель широко применяется для позиционирования бизнеса, в том числе она может применяться и для рыночного позиционирования арт-объектов или организаций, работающих на арт-рынке. Матрица McKinsey – это матрица 3×3, которую можно использовать для отображения и сравнительного анализа стратегических позиций арт-объектов или организаций, работающих в сфере искусства (см. рисунок). В данном случае речь идет об очень специфическом рынке, который требует модификации известных систем показателей.

При построении интегральных оценок учитываются не только показатели так называемых объективных материальных факторов, такие как прибыль, объем продаж, эффективность инвестиций и др., но и показатели субъективных факторов, такие как привлекательность рынка (по спросу), влияние на рынок имиджевых факторов, изменчивость доли рынка, оценка качества менеджмента и т. д.

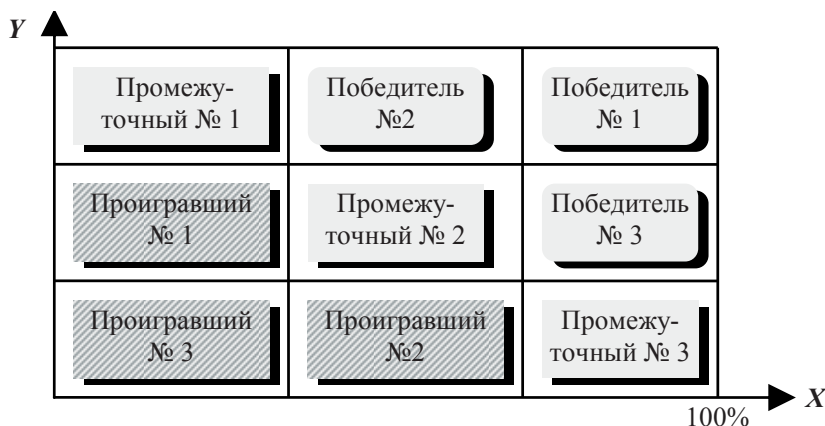
Модель GE/McKinsey производит ранжирование всех арт-объектов, потенциально привлекательных для инвестиций, и позволяет выделить кандидатов на потенциально

высокие будущие инвестиционные прибыли в заданной стратегической перспективе. В матрице по оси Y оцениваются те параметры конкретного арт-объекта (привлекательность арт-рынка по данному направлению), которые практически неподконтрольны потенциальному инвестору (т. е. фактически значение данных факторов зависит от внешней среды объекта). По оси X – те факторы, которые поддаются непосредственному изменению за счет создания или развития определенных привлекательных свойств арт-объектов или их эффективного продвижения, и зависят от арт-дилера или самого создателя (оценка конкурентного статуса арт-объекта или организации сферы искусства).

Оценка конкурентного статуса произведения искусства может проводиться по следующей группе критериев:

- 1) относительная доля рынка продавца произведения искусства;
- 2) разброс прибыли относительно основных конкурентов продавца произведения искусства;
- 3) способность конкурировать по ценам и воспринимаемой ценности произведения искусства;
- 4) уровень информационной обеспеченности потенциальных потребителей произведений искусства;
- 5) уровень развития маркетинговых коммуникаций и знания продавцом потенциальной целевой аудитории;
- 6) потенциальные возможности коммерческого использования произведения искусства;
- 7) уровень рисков, ассоциируемых с производением искусства.

Оценка рыночной привлекательности произведения искусства может осуществляться по следующей группе критериев:



Матрица McKinsey

- 1) размер сегмента арт-рынка произведения искусства и темпы его роста;
- 2) особенности конкуренции на сегменте арт-рынка произведения искусства;
- 3) прибыльность сегмента арт-рынка произведения искусства;
- 4) привлекательность коммерческого использования произведения искусства данного автора или направления;
- 5) мода на произведения искусства данного автора или направления;
- 6) уровень рыночных рисков произведения искусства данного автора или направления, включая риск обесценивания.

Предложенные критерии используются в модели для построения интегральных характеристик арт-объекта и могут быть оценены экспертным путем как напрямую, так и на основе специальных экспертно-иерархических процедур, позволяющих повысить качество оценивания. Наиболее целесообразным представляется использовать методику анализа иерархий [6, с. 211–212], которая не только обеспечивает возможность получения интегральных характеристик конкурентного статуса и рыночной привлекательности арт-объектов, но и позволяет провести проверку качества экспертной процедуры и получаемых экспертных оценок по каждому частному критерию арт-объекта.

Анализируемые арт-объекты будут отображаться на координатной сетке матрицы в виде точек, попадающих в определенную стратегическую область матрицы, что позволяет разработать относительно них определенную инвестиционную стратегию, основанную на их ключевых стратегических преимуществах, выявленных в соответствии с матрицей.

Модель GE/McKinsey выделяет три типа стратегических позиций, каждая из которых включает три группы стратегических объектов [7, с. 65–69]. Согласно модели первому типу объектов устанавливается высокий приоритет для инвестирования, второму типу – средний, а третьему – низкий (их, как правило, не инвестируют). Для победителя № 1 предполагаются сохранение и усиление позиции (приоритетное инвестирование). Для победителя № 2 предполагается выявление сильных и слабых сторон и осуществление за счет сильных сторон целевого инвестирования с максимумом прибыли. Победителю № 3 арт-дилер должен определить конкретные перспективные сегменты

рынка и проводить целевое инвестирование в них, осуществляя мероприятия по сохранению и усилению конкурентного статуса.

Категория промежуточных объектов очень привлекательна для инвестора, но риски по этим объектам достаточно высоки. Высокий риск этих объектов арт-рынка связан с тем, что долго находиться в промежуточной позиции они не могут, и, если не удастся продвинуть их в лидирующую категорию, то скоро их рыночный потенциал упадет до уровня проигравших. Наиболее ценной статьёй для инвестиций является объект промежуточный № 1, который способен продемонстрировать высокий потенциал роста. Объекты, позиционируемые таким образом, пока малоизвестны на рынке, т. е. их рыночная стоимость невысока, в то же время они способны обеспечить высокий прирост доходов инвесторов по капиталовложениям, осуществленным в них.

Объект промежуточный № 2 чуть менее привлекателен, так как потенциал этих объектов и их устойчивость на рынке ниже, а риск также высок, как и для объектов, относящихся к позиции промежуточный № 1. Более того, даже если этот объект удастся продвинуть на рынке и рыночная стоимость повысится, он, скорее всего, не будет лидировать (популярен) на рынке долго. Прирост доходов по этим инвестициям будет неустойчив. Объект промежуточный № 3 наиболее рискованный, но в некотором смысле более привлекателен для краткосрочных инвестиций, чем промежуточный № 2, и на определенном непродолжительном интервале времени даже привлекательнее промежуточного № 1. Эта позиция присуща арт-объектам, рыночная привлекательность которых может быть искусственно выведена на очень высокий уровень, что позволит в краткосрочном периоде получить высокие доходы по капиталовложениям. В то же время, так как ажиотаж вокруг этих арт-объектов создается искусственно, через непродолжительный период времени интерес к ним ослабевает, и рынок этих объектов перестает существовать. Чаще всего к этой категории относятся работы молодых представителей нового направления в искусстве, которое, скорее всего, не имеет шансов на долгую жизнь. Кроме того, практически невозможно предсказать момент, когда произойдет «захлопывание» рынка.

**Заключение.** При правильном позиционировании арт-объектов можно оценить их инвестиционную привлекательность и принять эффективные