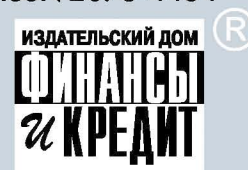


НАУЧНО-ПРАКТИЧЕСКИЙ И  
ИНФОРМАЦИОННО-  
АНАЛИТИЧЕСКИЙ СБОРНИК

ISSN 2073-4484



# ФИНАНСОВАЯ<sup>®</sup> АНАЛИТИКА

## ПРОБЛЕМЫ И РЕШЕНИЯ

- Экономический рост:  
модернизация производственного сектора  
и инвестиционная активность
- Расчет показателей рентабельности капитала
- Формирование сегментарной отчетности предприятия
- Основы страхования рисков  
предпринимательской деятельности
- Оценивание эффективности  
интегрированных проектов

**8** (194) 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

**8 (194) – 2014 февраль**

**Подписка во всех отделениях связи:**

- индекс 80628 – каталог агентства «Роспечать»
- индекс 44368 – каталог УФС 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:**

Ю.А. Кузнецов, доктор физико-математических наук, профессор

**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:** Н.И. Бранделис

**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 30.01.2014. Формат 60x90 1/8.

Цена договорная. Объем 7,5 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

Журнал реферирован 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

### ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНАЯ ПОЛИТИКА

*Родин Д. Я., Самойленко М. П.* Современные проблемы реализации денежно-кредитной политики в условиях финансовой глобализации..... 2

### ФИНАНСОВАЯ УСТОЙЧИВОСТЬ ОРГАНИЗАЦИИ

*Сухова Л. Ф., Урядова Т. Н., Любенкова Е. П.* Новые возможности расчета и интерпретации показателей рентабельности капитала в процессе мониторинга финансово-хозяйственной деятельности организации ... 11

### ВОПРОСЫ ЭКОНОМИКИ

*Герасимова Л. Н.* Особенности формирования отчетных сегментов и сегментарной отчетности..... 20  
*Омаров Ш. М.* Экономическая устойчивость евразийского интеграционного процесса..... 26

### ФИНАНСЫ ПРЕДПРИЯТИЙ

*Губанов Р. С.* Страхование финансовых рисков как метод риск-менеджмента..... 31

### ОЦЕНКА БИЗНЕСА

*Наумов А. А.* Оценка эффективности интегрированных проектов ..... 36

### ФОНДОВЫЙ РЫНОК

*Колесников А. О.* Преимущества и недостатки классического индексного инвестирования на рынке акций..... 44

### АНАЛИТИЧЕСКИЙ ОБЗОР

Уровень инфляции и динамика цен. Динамика денежно-кредитных показателей в январе — ноябре 2013 г. .... 51

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

УДК 336.77:005.44

# СОВРЕМЕННЫЕ ПРОБЛЕМЫ РЕАЛИЗАЦИИ ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКИ В УСЛОВИЯХ ФИНАНСОВОЙ ГЛОБАЛИЗАЦИИ

**Д. Я. РОДИН,**

доктор экономических наук, доцент  
кафедры денежного обращения и кредита

E-mail: rodin17@mail.ru

**М. П. САМОЙЛЕНКО,**

аспирант кафедры денежного обращения и кредита

E-mail: samoilenko.mihail@gmail.com

Кубанский государственный аграрный  
университет, г. Краснодар

---

*На основе корректировки краткосрочных и долгосрочных целевых ориентиров структурного развития национальной экономики авторами обоснована необходимость перехода к новой парадигме экономического роста, основанной на модернизации производственного сектора реальной экономики посредством использования канала инвестиционной активности. Расширение инвестиционной активности хозяйствующих субъектов, подкрепленных инструментами кредитного, процентного и инвестиционного каналов, приводит к развитию несырьевых секторов экономики и нивелированию зависимости макроэкономических параметров развития страны от сырьевой составляющей.*

**Ключевые слова:** денежно-кредитная политика, финансовая глобализация, трансмиссионный механизм, экономический рост.

---

На современном этапе развития мирового хозяйства остро обозначается проблема экономического роста и стабильности национального финансового сектора как основы благосостояния хозяйствующих субъектов любой страны. Основой экономического роста является наличие своевре-

менных и последовательных механизмов в области денежно-кредитного регулирования со стороны финансового регулятора, обеспечивающих поддержание заданных ориентиров экономического роста, инфляции, стабильности валютного курса, повышения доверия ко всей банковской системе в целом.

В условиях финансового кризиса и финансовой нестабильности мирового хозяйства важным аспектом при проведении денежно-кредитной политики государства является установление устойчивого денежного обращения внутри страны и поддержание стабильности национальной валюты. Возможную опасность для развития реального сектора экономики представляют негативные последствия влияния финансовых рисков, в числе которых следует обратить внимание на инфляционные и валютные риски.

В связи с этим возникает актуальная проблема страхования указанных негативных последствий посредством реализации трансмиссионного механизма денежно-кредитного регулирования в условиях финансовой глобализации. Транснациональные потоки финансового капитала могут как стимулиро-

вать, так и дестабилизировать устойчивое развитие национальной финансово-кредитной системы. В этой связи происходит смена парадигмы выбора целевых ориентиров, механизмов и инструментов государственного воздействия на систему денежно-кредитных отношений общества.

Анализируя происходящие экономические процессы национальной и глобальной экономики, авторы определили свою позицию относительно трактовки современного воздействия государства на финансово-кредитную сферу. Авторский подход относительно денежно-кредитной политики государства основывается на совокупности мер экономического регулирования денежного обращения и кредита, направленных на обеспечение устойчивого экономического роста путем воздействия на уровень и динамику инфляции, инвестиционную активность и другие важнейшие макроэкономические процессы. При этом сделан акцент на необходимости поддержания и укрепления доверия к финансово-кредитной системе, ее устойчивости и высокой ликвидности ресурсов, обращающихся на рынках.

При формировании основных направлений денежно-кредитного регулирования на первый план выходит проблема выбора механизмов и их реализации, включающих каналы денежного предложения, процентных ставок, инвестирования, коллатерализованной ликвидности во взаимодействии с уровнем роста ВВП [5].

Рассматривая генезис развития денежно-кредитной политики, можно отметить, что впервые понятие трансмиссионного или передаточного механизма появилось в кейнсианском анализе. Таким механизмом Д. Кейнс охарактеризовал систему переменных, влияющих на экономическую активность в стране [1]. В противоположность кейнсианству монетаристы считали, что экономика страны действует путем саморегулирования и саморазвития, и невозможно точно определить механизмы воздействия инструментария центрального банка на важнейшие макроэкономические показатели страны, а основным источником стимулирования экономического развития страны является денежное предложение. Таким образом, в монетаристской теории трансмиссионный механизм отсутствует, основной проблемой считается установление приемлемого уровня денежного роста, в том числе через показатели инфляции (интервальное или точечное таргетирование инфляции). Авторская

позиция относительно сущности трансмиссионного механизма заключается в акцентировании внимания на системе воздействия денежных властей на уровень экономического роста и финансовой стабильности в стране. Такая система воздействия формируется посредством интеграции определенных методов, приемов и инструментов, увязанных единой концепцией финансового, промышленного и социального развития страны в долгосрочной перспективе и реализуемой посредством денежно-кредитной политики.

В условиях формирования единого общепланетарного информационного поля, развития мировых тенденций слияния региональных рынков, процесса финансовой глобализации и интеграции и формирования единого трансграничного рынка капитала большое значение приобретает распределение каналов трансмиссии в национальной денежно-кредитной политике [4]. Однако дискуссионным остается вопрос важности использования тех или иных каналов и механизма их воздействия на важнейшие экономические показатели развития страны.

Вызывает определенный научный интерес позиция К. В. Ордова, который классифицирует каналы трансмиссионного механизма в зависимости от частоты применения их регулятором в рамках финансовой глобализации, выделяя основную группу (базовые каналы, наиболее часто применяемые денежными властями), каналы специфической группы (применяются в зависимости от макроэкономической ситуации) и каналы открытой экономики (рис. 1). Последняя группа сформировалась в условиях перехода от национально ориентированной (закрытой) экономики к мировым межхозяйственным связям — результат финансовой глобализации [16].

Стоит отметить, что в условиях глобальной экономики снижается роль основной группы каналов трансмиссии денежно-кредитной политики. Так, кредитный канал приобрел трансграничные характеристики из-за возможности экономических агентов осуществлять займы за рубежом под достаточно низкие процентные ставки в различных валютах или в виде различных финансовых инструментов. Но вместе с этим авторы считают, кредитный канал остается наиболее мощным и важнейшим каналом в структуре трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики Российской Федерации. Влияние денежного канала искажается вследствие перемещения валюты через национальные границы. Центральные банки не способны влиять на

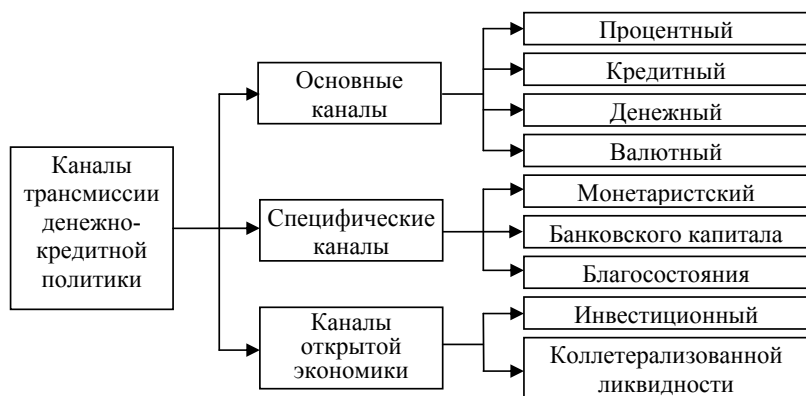


Рис. 1. Классификация каналов трансмиссии денежно-кредитной политики [16]

иностранных экономических агентов, решивших формировать свои запасы и осуществлять сделки в национальной валюте.

На основании проведенных исследований теоретического понимания механизмов и методов денежно-кредитного регулирования, существующих концепций в области денежного и кредитного обращения можно сделать вывод об отсутствии единого мнения в научной среде по поводу использования инструментария денежно-кредитной политики. Особое значение приобретает выбор механизма осуществления денежно-кредитного регулирования в условиях формирования единого трансграничного мирового финансового рынка, а именно, набора трансмиссионных каналов, через которые целесообразно регулятору воздействовать на денежное и кредитное обращение. В результате мировых глобальных процессов трансформируются инвестиционный, кредитный и процентный каналы.

При проведении денежно-кредитного регулирования нельзя не учитывать возрастающего влияния глобальных процессов в рамках всего мирового хозяйства. Финансовая глобализация — это процесс стирания национальных экономических границ, который переходит от функционирования национальных рынков к функционированию единого трансграничного рынка. В таких условиях национальным монетарным властям труднее оказывать влияние на ценообразование в стране, ограничивать движение капитала, проводить политику таргетирования инфляции, поддерживать на конкурентоспособном уровне стоимость национальных активов. В этой связи отмечается, что именно конкурентоспособность национальных

компаний выступает главной определяющей в развитии национальных рынков в контексте финансовой глобализации [15].

Однако дискуссионным остается роль повышения конкурентоспособности национальных компаний в достижении устойчивого экономического роста в национальном масштабе. По мнению авторов, целесообразно в среднесрочной перспективе определить цель денежно-кредитного регулирования в РФ, соответствующую реалиям современного положения России в мировом хозяйстве, а именно,

процессу вступления России в ВТО. Определять цель необходимо с учетом сложившихся взаимозависимых макроэкономических тенденций и усиления риска появления кризисных явлений в мировом финансовом пространстве. Авторский акцент сделан на необходимости поддержки государством национальных хозяйствующих субъектов, помощи им в достижении стабильного роста доходов и снижении рисков в рамках основной деятельности. В этой связи основным критерием экономического развития должна стать стабильность финансового положения хозяйствующих субъектов. Именно с помощью стабильности и снижения рисков можно добиться снижения уровня процентных ставок по кредитным операциям крупнейшими коммерческими кредитными организациями. Это позволит запустить в действие механизм антиципации доходов с помощью кредитного канала трансмиссии [3]. Поэтому авторы считают, что целью проведения денежно-кредитной политики в России должно стать повышение благосостояния хозяйствующих субъектов.

Банк России формирует основные принципы развития денежно-кредитной сферы на среднесрочную перспективу [6—14]. Для детального анализа деятельности Банка России по прогнозированию макроэкономической ситуации и выбору целевых ориентиров приведено сценарное развитие макроэкономической ситуации в стране в зависимости от уровня цен на энергоресурсы на мировом рынке (см. таблицу). На основе фактических данных авторами определена реальная тенденция развития макроэкономической ситуации в стране по вариантам, составленным Правительством РФ и Банком России в 2005—2013 гг.

## Прогнозные варианты развития денежно-кредитной политики в 2005–2013 гг. [6–14]

Показатель	Прогноз	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Цена нефти сорта «Юралс», долл. /барр.	П	22,5	28	45	44	90	45	60	75	73
	Р	26	64	31	53	95	58	75	100	97
	О	28	40	75	62	115	68	90	125	121
Прирост реальных располагаемых денежных доходов населения, %	П	7,1	7,3	8,5	7,2	9,9	—0,6	2,5	3,9	—0,4
	Р	8,8	8,9	10,2	9,1	10,5	0,4	3,6	5,0	3,7
	О	9	9,3	10,8	10,6	11,1	1,4	4,8	5,2	4
Прирост инвестиций в основное производство, %	П	6,7	5,7	8,8	10	14	—2,5	2,9	4,2	—2,1
	Р	9	11,1	10,4	11,9	14,5	1	10	7,8	7,2
	О	9,8	12,2	11,1	13,2	15,2	4,5	11	8,7	7,6
Прирост реального ВВП, %	П	4,8	4	5	5,4	6,4	0,2	3,6	3,3	0,4
	Р	6	5,8	6	6,1	6,7	1,6	4,2	3,7	3,7
	О	6,3	6,1	6,4	6,7	7,1	3	4,8	4,7	4
Инфляция, %	П	8,5	8,5	8	7	8,5	10	7	6	6
	Р	8	7,7	7,5	6,5	7,7	9,5	6,5	5,5	5,5
	О	7,5	7	6,5	6	7	9	6	5	5
Темп прироста денежной массы М2, %	П	20	21	19	20	19	8	11	12	9
	Р	26	24	24	22	24	14	17	16	14
	О	32	25	29	24	28	18	23	20	18
Прирост чистого кредита банкам, трлн руб.	П	—0,47	—0,6	0,58	1,46	0,63	—1,3	—0,2	0,8	0,8
	Р	—0,52	—0,7	—0,64	1,44	0,63	—1,7	—0,8	0,3	0,6
	О	—0,54	—0,8	—0,71	1,41	0,15	—1,9	—1,0	0,2	—0,3

Примечание: 1. П — пессимистический прогноз; Р — реалистический прогноз; О — оптимистический прогноз.

2. Выделенные показатели отражают наиболее точный и близкий к реальным тенденциям прогноз регулятора.

Таким образом, необходимо отметить, что с 2005 по 2007 г. при поддержке высоких цен на нефть наблюдался рост экономики страны, характеризующийся приростом реальных располагаемых денежных доходов населения, приростом инвестиций в основное производство, приростом реального ВВП и темпом роста денежной массы М2. В этот период прогнозы регулятора денежного и кредитного рынков подтверждались в области оптимального варианта, со значительным отставанием от реального положения в экономике, а темпы экономического роста в стране были опережающими ожиданиям Правительства РФ и Банка России. Однако необходимо отметить, что за данный период фактические показатели инфляции оставались в области пессимистического прогноза. Это свидетельствует о неэффективности политики таргетирования инфляции в стране, о завышенных оценках Правительства РФ и Центрального банка РФ в прогнозировании инфляции, а также о возможной немонетарной природе инфляционных процессов в стране.

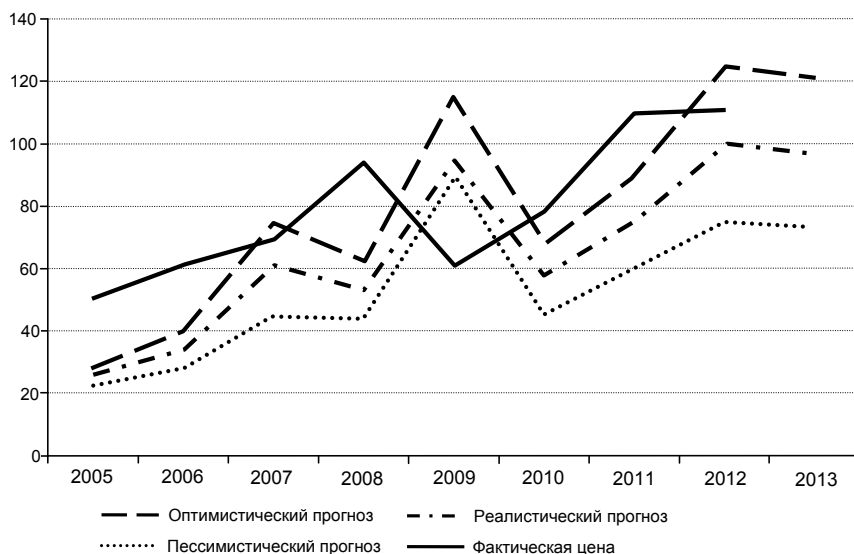
Анализ посткризисного периода 2008—2013 гг. показывает, что отмечается нестабильность макроэкономической ситуации в стране, рост неопределенности и неоднозначности проводимой политики

денежных властей. Наблюдается систематическое несовпадение благоприятных прогнозов (оптимистический вариант) на денежном и кредитном рынках с фактической ситуацией в стране. Авторы считают, что снижение темпов экономического роста в 2010—2013 гг. по прогнозным вариантам свидетельствует о дальнейшей невозможности поддержания роста ВВП с помощью цен на сырьевые ресурсы.

Необходим выбор другой парадигмы экономического роста с формированием новых факторов экономического роста и их диверсификацией, чтобы ограничить и хеджировать риски, связанные с зависимостью экономики страны от мировых цен, и чрезмерного притока иностранной валюты [17].

Визуализация прогнозных вариантов и реальной цены на нефть сорта Urals за 2005—2012 гг. позволяет отметить ценовые шоки на рынках предложения сырьевых ресурсов, которые имели непосредственное влияние на проведение денежно-кредитной политики в РФ за этот период (рис. 2).

Первый ценовой шок произошел в 2007—2008 гг., а именно, в период развития мирового финансового кризиса. Прогнозы властей отражали пессимистический настрой, сопровождающийся явным снижением ожиданий по поводу стоимости сырьевых ресурсов. Однако рост цены на нефть лишь ускорился во время мирового финансового



Источник: составлено авторами на основе данных Банка России и Росстата.

Рис. 2. Динамика цены на нефть Urals в 2005—2012 гг., долл./барр.

кризиса. Именно этот фактор позволил сформировать суверенные фонды в стране и поддержать банковскую ликвидность и платежеспособность на безопасном уровне. В данном контексте развития макроэкономической ситуации ценовой шок сырьевого рынка оказал благоприятное влияние на экономический рост в стране. В 2007 г. показатель роста ВВП остался в рамках оптимистического прогноза. В 2008 г. данный показатель отражает пессимистический вариант, но в условиях спада темпов роста ведущих экономик мировой финансовой системы фактические темпы роста в 5,2% являются наиболее благоприятным вариантом развития событий.

Следующий ценовой шок на сырьевом рынке произошел в 2009 г. и подтвердил необходимость переориентации существующей модели экономического роста с выбором диверсифицируемых факторов, от которых должны зависеть темпы роста ВВП. В 2009 г. власти повысили прогноз по динамике цен на нефть, однако текущая ситуация сформировалась в рамках неблагоприятного тренда снижения цен на сырьевые ресурсы. Таким образом, прогноз, положенный в разработку бюджета РФ в 2009 г., оказался неверным, фактическая цена на нефть сложилась на самом низком уровне за последние три года (60,8 долл./барр.).

Анализ построения сценарных прогнозов Банка России позволяет отметить неэффективность и однополярность подхода к формированию денежно-кредитной политики на плановый период. В

условиях финансовой глобализации повышаются риски перелива финансовых кризисов из стран, валюта которых тесно интегрирована в мировую финансовую систему и имеет широкое обращение в финансовой системе страны-импортера. Ценовые шоки на сырьевом рынке порождают импульс к финансовой дестабилизации экспортно ориентированных стран, а доходы от продажи сырья за границу, получаемые в иностранной валюте, способствуют повышению внешнего инфляционного давления и невозможности прямого стимулирования экономического роста. Так, в период экономического роста, поддерживаемого

ценовым повышательным трендом, инфляция на потребительском рынке оставалась на уровне пессимистического прогноза, не достигая бюджетного прогноза за 2005—2009 гг.

Формирование суверенных фондов (Фонд национального благосостояния и Резервный фонд) позволяет хеджировать риски потери ликвидности национальной банковской системы, но результативность их применения проявляется в периоды острых экономических потрясений, кризисов финансовой глобализации, когда невозможен приток денежных средств из других стран, международных фондов, международных финансовых корпораций. В действующей модели экономического роста страны суверенные фонды осуществляют функцию саморегулирования национальной экономики. Фаза восстановления российской экономики после кризиса 2008—2009 гг. завершается. Быстрый рост национальной экономики с экспортно-сырьевой моделью воспроизводства, ориентированной на внешние рынки и приток валютных доходов, невозможен.

Ориентация на внешние рынки при планировании собственной денежно-кредитной политики нецелесообразна [2]. Авторская позиция относительно модели перехода национальной денежно-кредитной политики на новый формат экономического планирования для достижения долгосрочной цели экономического роста состоит в ориентации на несырьевые (внутренне ориентированные) отрас-