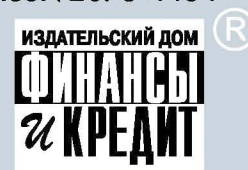


НАУЧНО-ПРАКТИЧЕСКИЙ И  
ИНФОРМАЦИОННО-  
АНАЛИТИЧЕСКИЙ СБОРНИК

ISSN 2073-4484



# ФИНАНСОВАЯ<sup>®</sup> АНАЛИТИКА

## ПРОБЛЕМЫ И РЕШЕНИЯ

- Внешняя долговая устойчивость современной России
- Инвестиционный потенциал в условиях ограничения ввоза капитала
- Импортозамещение как средство борьбы с санкциями
- Новые инструментальные средства и методы принятия финансово-экономических решений
- Анализ моделей оценки патентов как реальных опционов



**47** (233) декабрь 2014

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

# ФИНАНСОВАЯ АНАЛИТИКА

ISSN 2311-8768 (Online), ISSN 2073-4484 (Print)

## ПРОБЛЕМЫ И РЕШЕНИЯ

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

47 (233) – 2014 декабрь

Подписка во всех отделениях связи:

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

Д.В. Баландин, доктор физико-математических наук, профессор

М.В. Грачева, доктор экономических наук, профессор

А.В. Гукова, доктор экономических наук, профессор

Д.А. Ендовицкий, доктор экономических наук, профессор

М.М. Ковалев, доктор экономических наук, доктор физико-

математических наук, профессор, заслуженный деятель науки Республики Беларусь

М.А. Котляров, доктор экономических наук, профессор

В.С. Левин, доктор экономических наук, профессор

А.С. Макаров, доктор экономических наук, доцент

Я.С. Матковская, доктор экономических наук, доцент

Э.В. Пешина, доктор экономических наук, профессор

С.В. Ратнер, доктор экономических наук, доцент

Е.А. Федорова, доктор экономических наук, доцент

В.А. Цветков, доктор экономических наук, профессор,  
член-корреспондент РАН

И.Н. Щепина, доктор экономических наук, доцент

Н.И. Яшина, доктор экономических наук, профессор

**Верстка:** Н.И. Бранделис

**Корректор:** А.М. Лейбович

**Редакция журнала:**

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)

© ООО «Информационный центр «Финансы и Кредит»

© ООО «Издательский дом ФИНАНСЫ и КРЕДИТ»

Подписано в печать 02.12.2014. Формат 60х90 1/8.

Цена договорная. Объем 7,5 п.л. Тираж 1 170 экз.

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

Тел.: +7(496) 588-08-66

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.

## СОДЕРЖАНИЕ

### ФИНАНСОВЫЙ РЫНОК

Кульков В.М., Теняков И.М. Внешняя долговая устойчивость российской экономики: двойственность оценки ..... 2

### ВОПРОСЫ ЭКОНОМИКИ

Стародубцева Е.Б. Иностранные инвестиции в России в современных условиях ..... 15  
Нигматуллин И.Г. Импортзамещение и направления совершенствования финансовой политики Республики Башкортостан ..... 24

### ОЦЕНКА БИЗНЕСА

Макаров А.С., Рахимова О.С. Развитие понятийного и инструментально-методического аппарата анализа финансовой состоятельности организации ..... 32  
Васин Н.С., Чистяков В.В. Оценка степени информативности экономических показателей как критериев устойчивости развития и функционирования предприятия ..... 42

### ИНВЕСТИЦИОННАЯ ПОЛИТИКА

Петренива Е.А. Оценка патентов как реальных опционов ..... 51

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

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

# FINANCIAL ANALYTICS

## SCIENCE AND EXPERIENCE

Information and analytical journal  
4 issues per month

**47 (233), December, 2014**

### Subscription available:

**Paper-print versions at all Russian Post offices:**

– index 80628 – catalog of agency Rospechat

– index 44368 – catalog UFPS RF Pressa Rossii

**Access and subscription to electronic version**

**www.elibrary.ru**

Registration certificate ПИ № ФС 77-29584  
by the Ministry of Press, Broadcasting  
and Mass Communications of the Russian Federation.

### Founded by:

Information center Finance and Credit, Ltd.

### Published by:

Financepress, Ltd.

### Editor-in-chief:

Yurii A. Kuznetsov

### Deputy editors:

Sergei N. Golda, Viktor I. Popov

### Editorial council:

Dmitrii V. Balandin, *Lobachevsky State Univ., Nizhny Novgorod*

Marina V. Gracheva, *Lomonosov Moscow State Univ., Moscow*

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

Dmitrii A. Endovitskii, *Voronezh State University, Voronezh*

Mikhail M. Kovalev, *Belarusian State Univ., Minsk, Belarus*

Maksim A. Kotlyarov, *Institute of Economics, Ural Branch of RAS,*

*Yekaterinburg*

Vladimir S. Levin, *Orenburg State Agrarian Univ., Orenburg*

Aleksei S. Makarov, *National Research Univ. – Higher School of Economics,*

*Nizhny Novgorod*

Yana S. Matkovskaya, *Volgograd State Technical Univ., Volgograd*

Evelina V. Peshina, *Ural State Univ. of Economics, Yekaterinburg*

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

Elena A. Fedorova, *Financial Univ. under Government of RF, Moscow*

Valerii A. Tsvetkov, *Market Economy Institute, RAS, Moscow*

Irina N. Shchepina, *Voronezh State University, Voronezh*

Nadezhda I. Yashina, *Lobachevsky State Univ., Nizhny Novgorod*

**Design:** Natal'ya I. Brandelis

**Corrector:** Alla M. Leybovich

### Editorial office:

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

**Telephone:** +7 (495) 989-9610

**E-mail** post@fin-izdat.ru

**Website** www.fin-izdat.ru

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

© **Financepress, Ltd.**

Signed to print 02.12.2014. Format 60x90 1/8.

Circulation 1 170. Volume 7,5 printer's sheets.

Printed by KTK, Ltd., Krasnoarmeisk, Moscow region.

**Telephone:** +7 (496) 588-08-66

The journal is recommended by VAK 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 Russian Academy of Sciences.  
The journal is included in the Russian Science Citation Index Database.

**All articles peer-reviewed.**

ISSN 2311-8768 (Online), ISSN 2073-4484 (Print)

## CONTENTS

### FINANCIAL MARKET

*Kul'kov V.M., Tenyakov I.M.* External debt sustainability  
of the Russian economy: ambiguity of assessment..... 2

### ISSUES ON ECONOMICS

*Starodubtseva E.B.* Foreign investments in the Russian  
Federation under current conditions ..... 15

*Nigmatullin I.G.* Import substitution and improving financial  
policy of the Republic of Bashkortostan..... 24

### BUSINESS ASSESSMENT

*Makarov A.S., Rakhimova O.S.* Developing conceptual  
framework, instruments and methodology to analyze  
the financial viability of an organization ..... 32

*Vasin N.S., Chistyakov V.V.* Evaluating information capacity  
level of economic indicators as the criteria of sustainable  
development and operation of enterprises ..... 42

### INVESTMENT POLICY

*Petreneva E.A.* Evaluation of patents as real options ..... 51

**Not responsible for the authors' personal views in the published articles.  
All rights reserved. Printed in the Russian Federation.**

This publication may not be reproduced in any form without permission.

УДК 336.274 (278)

## **ВНЕШНЯЯ ДОЛГОВАЯ УСТОЙЧИВОСТЬ РОССИЙСКОЙ ЭКОНОМИКИ: ДВОЙСТВЕННОСТЬ ОЦЕНКИ**

**В.М. КУЛЬКОВ,**

доктор экономических наук,  
профессор кафедры политической экономии  
экономического факультета  
E-mail: viqma@migmail.ru

**И.М. ТЕНЯКОВ,**

кандидат экономических наук,  
доцент кафедры политической экономии  
экономического факультета  
E-mail: itenyakov@mail.ru  
Московский государственный университет  
им. М.В. Ломоносова

*Статья посвящена анализу внешней долговой устойчивости применительно к современной России. В период осложнения внешнеэкономических и внешнеполитических условий функционирования и развития экономики нашей страны вопрос о состоянии и перспективах ее внешней задолженности приобретает особую значимость.*

*Целью исследования является выявление истинного положения дел в долговой сфере России, преодоление имеющихся здесь крайних подходов — как чрезмерно оптимистических, так и сугубо пессимистических. Проводится анализ внешней задолженности и ее структуры. Особый акцент делается на сопоставлении внешних обязательств и внешних активов России — как по экономике в целом, так и по ее отдельным институциональным секторам. Детализируется международная инвестиционная позиция России. Анализируются конкретные показатели внешней долговой устойчивости страны. Раскрывается их состояние через призму национальной экономической безопасности.*

*В качестве методологической основы исследования авторы активно используют, во-первых, метод сравнительного анализа, позволяющий про-*

*вести сопоставление различных долговых позиций, фактических и пороговых уровней внешней задолженности, российских и зарубежных объемов долговой экономики; во-вторых, балансовый метод, позволяющий соотнести внешние активы и пассивы и определить в итоге сальдированные результаты долговой деятельности.*

*Проведенная в статье инвентаризация объема и структуры сложившейся на данный момент в России внешней задолженности выявила двойственность оценки долгового положения современной российской экономики. При общей формально благополучной ситуации с внешним долгом имеются и настораживающие признаки. В то же время накопленная большая корпоративная задолженность соседствует с наличием объемных внешних активов в разных институциональных секторах и экономике в целом.*

*Исследование проблемы позволило сделать вывод о двойственности сложившегося долгового положения России. Показано, что из этого вытекает необходимость усиления системности и регулируемости долговой деятельности, ее большего подчинения задачам национального экономического развития.*

**Ключевые слова:** экономика, Россия, долговая устойчивость, внешний долг, внешние активы, инвестиционная позиция, институциональный сектор

В действующей Стратегии национальной безопасности РФ к числу главных стратегических рисков и угроз в экономической сфере отнесена «низкая устойчивость и защищенность национальной финансовой системы» [20]. В полной мере это касается и такого важного элемента, как *долговая устойчивость* национальной экономики. Она достигается в том случае, когда осуществляется эффективное использование заимствований в национальных интересах, происходит своевременная выплата долгов, не допускается критического накопления долгового бремени, государственного банкротства и на этой основе обеспечивается финансово-экономический суверенитет страны, нормальное и бесперебойное функционирование ее экономических субъектов [9, 15].

Особое значение имеет внешняя задолженность перед другими странами, их экономическими агентами (прежде всего перед банками), международными финансовыми организациями. И это при том, что в структуре государственного долга внутренний долг может превышать внешний.

Собственно, именно так и обстоит дело в России. Если на 01.01.2014 внешний госдолг был равен 55,8 млрд долл. США, то внутренний госдолг России — 5,7 трлн руб.<sup>1</sup>, что эквивалентно примерно 160 млрд долл. Как видно, 3/4 совокупного долга государства приходится на внутренний долг, причем по темпам роста он также имел в последние годы явное преимущество.

Тем не менее именно проблема внешнего долга имеет ключевое значение с точки зрения долговой устойчивости национальной экономики [9, 13]. В отличие от внутреннего долга высокий объем внешней задолженности способен привести к финансовому давлению из-за рубежа, к критическим угрозам для национальной экономической безопасности.

Насколько реальны эти опасения, продемонстрировали в текущем году разного рода санкции (в том числе и финансового характера), примененные западными странами к России. Проблемы же внутреннего долга, хотя и могут быть болезненными, являются внутринациональными и в силу этого не

несут в себе таких опасностей. Данное исследование посвящено именно внешнедолговым вопросам, приобретающим для современной российской экономики особую злободневность.

Долговые отношения (в том числе и внешние) — неотъемлемое свойство рыночной экономики. Исторически возникнув из отношений купли-продажи товаров в кредит, они затем трансформировались в сложную систему взаимной задолженности [2, 10, 19].

Внешние заимствования могут способствовать финансированию экономического роста, интенсификации внешнеэкономических связей, покрытию дефицита госбюджета при его наличии, расширению финансового рынка, активизации макроэкономической политики государства, улучшению условий функционирования хозяйствующих субъектов и т.п. [3, 12, 17].

При этом возникает необходимость системного управления долгом, решения целого ряда конкретных проблем в целях сохранения способности национальной экономики выдержать и сократить долговое бремя при эффективном использовании внешних финансовых ресурсов. Важно при этом трезво оценивать степень долговой устойчивости экономики, чему и посвящена данная статья. И надо учитывать множество нюансов, разделять формальные и реальные показатели, учитывать прямые и обратные связи, правильно соотносить активы и пассивы долгового процесса.

Рассмотрим вначале объем и структуру внешнего госдолга России. Представление о них дает табл. 1. Стоит заметить при этом, что согласно ст. 6 Бюджетного кодекса РФ внешним долгом считаются обязательства, возникающие в иностранной валюте.

Как видно из табл. 1, общий объем внешнего госдолга РФ составляет весьма скромную величину — 54,6 млрд долл. Это на порядок меньше, чем в 1990-е гг., когда такой долг превышал 150 млрд долл., а также по сравнению со многими другими, в том числе развитыми странами: если в России он составляет примерно 3,5% к номинальному ВВП, то в таких странах, как США, Великобритания, ФРГ, Франция, он находится в диапазоне 30–60% (подчеркиваем, что речь идет именно о внешнем госдолге, а не об общем внешнем долге страны, который, к примеру, в США превышает 90%). Если взять классическое выражение долга — в форме облигационных займов (отбросив «мелочевку» и

<sup>1</sup> URL: [http://minfin.ru/ru/public\\_debt](http://minfin.ru/ru/public_debt).

Таблица 1

Структура государственного внешнего долга РФ по состоянию на 01.08.2014

Категория долга	Млн долл.	Эквивалент, млн евро
Государственный внешний долг, включая обязательства бывшего СССР, принятые РФ	54 604,6	40 731,4
Задолженность перед официальными кредиторами — членами Парижского клуба, не являвшаяся предметом реструктуризации	107,9	80,5
Задолженность перед официальными кредиторами — не членами Парижского клуба	925,0	690,0
Задолженность перед официальными кредиторами — бывшими странами СЭВ	909,7	678,6
Коммерческая задолженность бывшего СССР	22,1	16,4
Задолженность перед международными финансовыми организациями	1 317,8	983,0
Задолженность по внешним облигационным займам:	40 006,2	29 842,0
— в 2015 г.	2 000,0	1 491,9
— в 2017 г.	2 000,0	1 491,9
— в 2018 г.	3 466,4	2 585,7
— в 2019 г.	1 500,0	1 118,9
— в 2020 г.	3 500,0	2 610,8
— в 2020 г.	1 005,5	750,0
— в 2022 г.	2 000,0	1 491,9
— в 2023 г.	3 000,0	2 237,8
— в 2028 г.	2 499,9	1 864,7
— в 2030 г.	14 534,4	10 841,7
— в 2042 г.	3 000,0	2 237,8
— в 2043 г.	1 500,0	1 118,9
Задолженность по облигациям валютного государственного внутреннего займа	5,5	4,1
Государственные гарантии Российской Федерации в иностранной валюте	11 310,4	8 436,8

Источник: URL: [http:// minfin.ru/ru/public\\_debt](http://minfin.ru/ru/public_debt).

такой специфический элемент, как госгарантии в иностранной валюте), то он и вовсе составляет только 40 млрд долл.

Нет ничего настораживающего и в годовых суммах погашения указанных займов, которые в 2015–2043 гг. колеблются от 1 до 3,5 млрд долл., за исключением 2030 г., когда надо будет погасить 14,5 млрд. Но это единственный платеж в десятилетии.

Отсутствие серьезных проблем подчеркивается и сравнением отмеченных величин с огромными международными резервами России, которые составляли в середине сентября 2014 г. 465 млрд долл. Другое дело, что финансово-экономическое положение России в указанное время может существенно измениться как в одну, так и в другую сторону [1, 5].

Более точное измерение степени долговой устойчивости страны дает сопоставление фактических и пороговых значений, составляющих набор определенных коэффициентов. При этом специалисты справедливо указывают на необходимость комплексного подхода к оценке долгового положения страны, не «заикливаясь» на отдельных показателях, даже при их критических значениях, а принимая в расчет всю совокупность коэффициен-

тов, причем не только в краткосрочном диапазоне.

Кроме того, следует обязательно учитывать специфику страны-дебитора: состояние ее экономики, уровень развития, потенциал, конкурентоспособность, место в мире и т.п. Необходимо также для полной картины не ограничиваться только суверенным внешним госдолгом (прежде всего Минфина России и Центрального банка РФ), а принимать во внимание и частный (корпоративный) внешний долг (прежде всего банков и прочих секторов экономики), что позволяет рассчитать совокупную внешнюю долговую нагрузку.

В России при оценке ее долгового положения Центральным банком РФ (ЦБ) и Министерством финансов РФ используются значения, разработанные Международным валютным фондом (МВФ) и уточненные Счетной палатой РФ (СП РФ).

Внешнее долговое положение России предстает в весьма благоприятном виде (табл. 2), если учитывать только суверенный долг государства, который по отношению к общим внешним заимствованиям в годовом выражении составляет с 2008 г. около 10% (т.е. в этом случае грубо можно поделить все коэффициенты, отражающие долговую устойчивость страны, на 10).

Таблица 2

Показатели внешней долговой устойчивости Российской Федерации в 2004–2014 гг., %

Конец периода	Внешний долг к ВВП	Внешний долг к экспорту	Платежи по внешнему долгу к ВВП	Платежи по внешнему долгу к экспорту	Золотовалютные резервы к платежам по внешнему долгу	Внешний долг на душу населения, долл.
2004	36	105	—	—	—	1 488
2005	34	96	10	29	235	1 801
2006	32	94	10	30	307	2 202
2007	36	119	12	40	308	3 267
2008	29	92	9	29	280	3 386
2009	38	136	11	39	333	3 268
2010	32	111	8	29	372	3 422
Март 2011	32	110	8	28	383	3 569
Июнь 2011	31	107	8	27	381	3 774
Сентябрь 2011	29	98	7	24	398	3 695
2011	28	94	8	26	341	3 767
Март 2012	29	94	8	25	348	3 896
Июнь 2012	29	96	7	24	360	3 987
Сентябрь 2012	31	102	8	27	339	4 181
2012	32	108	8	28	326	4 440
Март 2013	34	118	9	32	284	4 825
Июнь 2013	34	121	9	31	283	4 935
Сентябрь 2013	34	121	9	31	286	4 987
2013	35	123	9	32	266	5 072
Март 2014	35	121	9	32	258	4 981
<b>Справочно</b>						
Порог коэффициентов:						
— МВФ	30–40–50*	100–150–200	—	15–20–25	—	—
— Счетная палата РФ	50	130–220	—	25	Не менее 100	—

\* Степени риска: низкая — средняя — высокая.

Источник: данные Банка России с коррекцией авторов.

Из указанной таблицы, берущей значения общего внешнего долга России, видно, что такая позитивная характеристика касается отношений внешнего долга к ВВП, внешнего долга к экспорту товаров и услуг, международных или золотовалютных резервов к платежам по внешнему долгу, платежей по внешнему долгу к ВВП.

Это состояние выглядит еще более выпукло, когда происходит его сопоставление с долговыми показателями других стран, включая страны с развитой экономикой. Так, по данным МВФ (табл. 7), бремя внешнего долга (отношение его величины к ВВП) составляло в 2013 г. в США 90,9% (из них около 40% — госдолг), во Франции — 191,6% (из них 70% — госдолг), в ФРГ — 132,1% (из них 50,8% — госдолг).

Однако есть и другая сторона, обнаруживаемая при анализе коэффициента «Платежи по внешнему долгу к экспорту»: фактическое российское значение равно 32%, в то время как крайнее пороговое значение (высокая степень риска)

составляет 25%. Казалось бы, ситуация не должна вызывать тревоги, поскольку речь идет только об одном показателе ряда. И тем не менее ситуация настораживающая, поскольку для России именно этот показатель обладает большей значимостью и адекватностью в силу большой зависимости отечественной экономики от внешнеэкономической конъюнктуры.

Отечественная экономика крайне уязвима от внешних ценовых шоков в силу ее чрезмерно сырьевого профиля, а следовательно, ее финансовое положение может резко ухудшиться за короткий период. Начавшееся осенью 2014 г. снижение мировых цен на нефть, сопряженное по времени с введением санкций западных стран против России и сокращением объемов внешних поставок российского газа в связи с известными событиями на Украине, наглядно показало уязвимость нашей экономики, проявившуюся в том числе и в сложившейся долговой ситуации, особенно применительно к корпоративному внешнему долгу.