

# ФИНАНСОВАЯ АНАЛИТИКА

## ПРОБЛЕМЫ И РЕШЕНИЯ

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

**38 (80) – 2011 октябрь**

**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:**

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, кандидат экономических наук, доцент  
Т.Ю. Морозова, кандидат экономических наук, доцент  
А.Г. Перевозчиков, доктор физико-математических 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/факс: (495) 721-85-75

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 18.10.2011. Формат 60x90 1/8.

Цена договорная. Объем 10,5 п.л. Тираж 2 600 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, опубликованных в сборнике «Финансовая аналитика: проблемы и решения», допускается только с письменного разрешения редакции.

## СОДЕРЖАНИЕ

### МАТЕМАТИЧЕСКИЕ МЕТОДЫ АНАЛИЗА В ЭКОНОМИКЕ

*Кустов Е.Ф., Дли М.И., Кузавко А.С.* Матричный метод анализа двухсекторной экономики на примере финансового и реального секторов экономики Смоленской области..... 2

*Брусов П.Н., Филатова Т.В., Орехова Н.П., Брусов П.П., Брусова А.П.* Стоимость и структура капитала компании в post Модильяни – Миллеровскую эпоху (окончание)..... 9

### ВОПРОСЫ ЭКОНОМИКИ

*Березнев С.В., Шевелева О.Б., Начева М.К.* Комплексный анализ инвестиционного потенциала Кемеровской области ..... 19

*Лапыгин Ю.Н., Мартасов Д.А.* Исследование инструментов брендинга торговой марки ..... 30

*Овчинникова С.В.* Централизованные бухгалтерии в России..... 37

*Палий В.М.* Развитие методики оценки доступности жилья для граждан Российской Федерации ..... 41

### СОЦИАЛЬНЫЕ ФИНАНСЫ

*Козьминых С.В.* Формирование финансовых ресурсов и оптимизация их использования муниципальными учреждениями здравоохранения в условиях нового порядка обязательного медицинского страхования..... 46

### ФОНДОВЫЙ РЫНОК

*Окунь А.С., Окунь С.А.* Оценка стоимости бизнеса..... 59

### ГОСУДАРСТВЕННОЕ РЕГУЛИРОВАНИЕ

#### ФИНАНСОВОЙ СФЕРЫ

*Бельских И.Е.* Государственный долг США – альтернативная оценка (историко-экономические аспекты фундаментального анализа)..... 67

### КОРПОРАТИВНЫЕ ОТНОШЕНИЯ

*Большаков А.В., Янкаускас К.С.* Государственные корпорации в России: теоретические основы и практика функционирования..... 72

### АНАЛИТИЧЕСКИЙ ОБЗОР

Итоги и тенденции мировой экономики ..... 77

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

**Ответственность за достоверность информации в рекламных объявлениях несут рекламодатели.**

## Математические методы анализа В ЭКОНОМИКЕ

УДК 338:330.341.4

# МАТРИЧНЫЙ МЕТОД АНАЛИЗА ДВУХСЕКТОРНОЙ ЭКОНОМИКИ НА ПРИМЕРЕ ФИНАНСОВОГО И РЕАЛЬНОГО СЕКТОРОВ ЭКОНОМИКИ СМОЛЕНСКОЙ ОБЛАСТИ

**Е. Ф. КУСТОВ,**

доктор физико-математических наук,  
профессор кафедры  
физики электротехнических материалов,  
компонентов и автоматизированных  
электротехнологических комплексов  
E-mail: Kustovyf@mail.ru  
Московский энергетический институт –  
Национальный исследовательский университет

**М. И. ДЛИ,**

доктор технических наук,  
заведующий кафедрой  
менеджмента и информационных технологий  
в экономике  
K-mail: midli@mail.ru

**А. С. КУЗАВКО,**

аспирант кафедры  
менеджмента и информационных технологий  
в экономике  
E-mail: kuzavkoanton@rambler.ru  
Филиал Московского энергетического института –  
Национального исследовательского университета  
в г. Смоленске

---

*В статье представлен метод анализа двухсекторной экономики на примере финансового и реального секторов Смоленской области. Применение данного метода на практике позволит установить зависимости уровня выпуска от объема поставок*

*продукции конечным потребителям, цены на продукцию от добавленной стоимости, а также ряд других зависимостей.*

*Ключевые слова: матричный метод, экономика, финансы, сектор.*

УДК 336.6(075.8)

# СТОИМОСТЬ И СТРУКТУРА КАПИТАЛА КОМПАНИИ В POST МОДИЛЬЯНИ – МИЛЛЕРОВСКУЮ ЭПОХУ\*

**П. Н. БРУСОВ,**

доктор физико-математических наук,  
профессор кафедры прикладной математики  
E-mail: pnb1983@yahoo.com

**Т. В. ФИЛАТОВА,**

профессор, кандидат экономических наук,  
профессор кафедры финансового менеджмента  
E-mail: mfilatova@fa.ru  
Финансовый университет при Правительстве  
Российской Федерации

**Н. П. ОРЕХОВА,**

кандидат физико-математических наук,  
президент компании «Эда»  
E-mail: natali\_orehova@bk.ru

**П. П. БРУСОВ,**

кандидат физико-математических наук,  
ведущий научный сотрудник  
E-mail: ppb@bmail.ru  
Южный федеральный университет

**А. П. БРУСОВА,**

начальник отдела  
финансовых расчетов и рисков ОАО «МТС»  
E-mail: flowerik1@yandex.ru

*Приняв более полувека назад выводы теории Модильяни – Миллера, финансисты со временем забыли об ее ограничениях и применяют ее без их учета. Это привело к серьезному расхождению с реальной экономикой. Авторы снимают одно из самых серьезных ограничений, связанное с предположением о перпетуитетности компании, и показывают, что учет конечного срока существования компании приводит к фундаментальному изменению всей теории Модильяни – Миллера. Созданная авторами концепция позволила впервые исследовать зависи-*

*мость стоимости собственного капитала компании и ее средневзвешенной стоимости от времени, что было принципиально невозможно в перпетуитетной теории.*

*Во второй части статьи излагается современная теория корпоративных финансов, основанная на отказе от перпетуитетности компании.*

**Ключевые слова:** средневзвешенная стоимость капитала, стоимость собственного капитала, теория Модильяни – Миллера, модификация, теорема Брусова – Филатовой, перпетуитетный, компания, конечное время жизни.

\* *Окончание.* Начало см. в журнале «Финансовая аналитика: проблемы и решения». 2011. № 37 (79).

УДК 330.322:332.1

## КОМПЛЕКСНЫЙ АНАЛИЗ ИНВЕСТИЦИОННОГО ПОТЕНЦИАЛА КЕМЕРОВСКОЙ ОБЛАСТИ

**С. В. БЕРЕЗНЕВ,**

доктор экономических наук,  
профессор кафедры отраслевой экономики  
E-mail: bsv. eogp@kuzstu.ru

**О. Б. ШЕВЕЛОВА,**

кандидат экономических наук,  
доцент кафедры финансов и кредита  
E-mail: oksana0701@yandex.ru

**М. К. НАЧЕВА,**

соискатель кафедры финансов и кредита  
E-mail: mashakn@mail.ru  
Кузбасский государственный  
технический университет

---

*Статья является продолжением ряда работ, выполненных авторами ранее, посвященных разработке и обоснованию методологического подхода к оценке регионального инвестиционного потенциала. В работе проведен комплексный анализ инвестиционного потенциала региона на примере Кемеровской области.*

**Ключевые слова:** инвестиция, потенциал, регион, показатель, производство, финансы, инновация, инфраструктура.

---

Повышение интереса к вопросам оценки инвестиционного потенциала регионов во многом связано с распространением стратегического подхода в территориальном планировании. В последние годы наряду с разработкой стратегий социально-экономического развития регионов, провозглашающих в качестве стратегической цели обеспечение устойчивого повышения уровня и качества жизни населения, все более актуальной становится проблема поиска

рациональных механизмов привлечения необходимых для этого ресурсов. Эта проблема решается на основе изучения и оценки конкурентных позиций региона, его инвестиционного потенциала.

В настоящее время финансирование региональных проектов и программ только за счет собственных средств региона практически невозможно. В связи с этим значительно возрастает территориальная конкуренция для привлечения капитала, что вынуждает регионы усиливать имеющийся потенциал, а также создавать новые преимущества.

Разработка методологических подходов к оценке регионального инвестиционного потенциала необходима для анализа возможных направлений последствий развития территории, разработки предложений по координирующим и регулирующим мерам.

Статья является продолжением ряда работ [1, 6], выполненных авторами ранее, посвященных разработке и обоснованию методологического

УДК 339.138

## ИССЛЕДОВАНИЕ ИНСТРУМЕНТОВ БРЕНДИНГА ТОРГОВОЙ МАРКИ

**Ю. Н. ЛАПЫГИН,**доктор экономических наук,  
заведующий кафедрой  
экономики и стратегического управления

E-mail: L1953@mail.ru

Владимирский государственный университет

**Д. А. МАРТАСОВ,**категорийный директор службы  
маркетинга по развитию брендов

E-mail: mart1986@mail.ru

ЗАО «АБИ Продакт», г. Владимир

---

*Определены основное содержание понятия «брендинг» и базовые критерии оценки капитала бренда, а также факторы, влияющие на формирование брендов. Построены система инструментов брендинга торговой марки (ТМ) и распределение инструментов ТМ, показана динамика экономических показателей пищевой отрасли, для которой сформирована система инструментов брендинга.*

**Ключевые слова:** бренд, торговля, марка, система, инструмент.

---

Значимость для бизнеса инструментов, позволяющих получать конкурентные преимущества в острой борьбе за приверженность потребителей, делает актуальным исследование процесса становления бренда на рынке. В конкурентной борьбе побеждают те организации, которым удастся быстрее других построить сильные бренды, способные отвечать запросам большинства потребителей и обеспечивать организациям большой доход.

Однако, как свидетельствует практика бизнеса, к отечественной экономике не всегда применимы целиком скопированные технологии западного бренд-менеджмента, что требует обобщения лучшего западного опыта в брендинге и российской практики и последующей адаптации полученных результатов к российской действительности.

Причем если отдельные инструменты брендинга (создание идентичности бренда, создание архитекту-

ры бренда, создание программ коммуникаций бренда) российские компании научились применять, то главной проблемой остается системность их реализации. В этом отношении важно обеспечить системное описание брендинга, отражающее его назначение, содержание и взаимосвязи его элементов.

Кроме того, проблему представляют процедуры формирования системы инструментов брендинга торговой марки и технологии их реализации.

Принято считать, что брендинг представляет собой деятельность организации по трансформации торговой марки в бренд [1]. При этом под торговой маркой понимается набор атрибутов товара, позволяющих потребителю идентифицировать товар из общей массы предложений на рынке, а бренд рассматривается как носитель информации, вызывающий не только к разуму потребителей, но еще и формирующий ожидание, которому сам товар должен соответствовать.

С развитием бизнеса у бренда появляется дополнительная коммуникативная функция (через него производитель заверяет потребителя в определенном уровне качества товара, статуса, успеха и т. д.).

Развитие самого брендинга идет при активном использовании достижений психологии, в котором бренд – это не только носитель информации для разума, но и символ, вызывающий к душе посредством дизайна и материала упаковки, рекламного ролика, слогана, ценовой политики и свойств самого

УДК 336.717

## ЦЕНТРАЛИЗОВАННЫЕ БУХГАЛТЕРИИ В РОССИИ

**С. В. ОБЧИННИКОВА,**

начальник отдела финансового обеспечения

E-mail: SWO1967@yandex.ru

Управление Федерального казначейства  
по Самарской области

*В связи с продолжающейся реформой в сфере ведения бухгалтерского учета в учреждениях бюджетной сферы актуальным остается вопрос организации централизованных бухгалтерий. В статье приведен анализ различных вариантов централизации учета. Сделан вывод о том, что каждое государственное (муниципальное) учреждение имеет возможность выбора схемы организации централизованной бухгалтерии в соответствии с теми задачами, которые стоят перед ними.*

**Ключевые слова:** бухгалтерский учет, централизация, управление.

Развитие централизованных бухгалтерий в нашей стране началось со второй половины XX в. В послевоенных трудах по бухгалтерскому учету одно из главных мест заняла проблема соотношения централизации и децентрализации бухгалтерского учета. На государственном уровне встал вопрос необходимости упорядочения бухгалтерского учета в условиях развивающейся экономики, увеличения производства и расширения сферы обслуживания.

К началу 1960-х гг. руководящим работникам всесоюзного масштаба стали очевидны преимущества централизации учета. После выхода постановления Совета Министров СССР от 06.11.1964 № 932 «О мерах по устранению серьезных недостатков в организации бухгалтерского учета и усилению его роли в осуществлении контроля в народном хозяйстве» был взят решительный курс на централизацию учета. Она проводилась в форме создания централизованных бухгалтерий.

Концептуальная сторона централизованной бухгалтерии была разработана и обоснована П. С.

Безруких. Он же руководил и внедрением ее в жизнь и стал одним из авторов типового положения о централизованных бухгалтериях предприятий и хозяйственных организаций [1].

В этом положении описаны структура централизованных бухгалтерий, обязанности и права главных бухгалтеров, взаимоотношения централизованных бухгалтерий с обслуживаемыми предприятиями и организациями.

Классификацию централизованной бухгалтерии провел В. Б. Ивашкевич. Он отмечал, что бухгалтерия вышестоящей организации или головного завода (фабрики), объединения (комбината, треста) – самостоятельная структурная единица [2]. Если речь шла о централизованной бухгалтерии как самостоятельных структурных единицах, то правильнее было говорить об отраслевых централизованных бухгалтериях, которые предполагали создание бухгалтерского аппарата, ведущего полный учет ряда самостоятельных предприятий.

Считалось, что централизация учета позволяет:

- лучше распределить обязанности между сотрудниками;
- сократить их число;
- повысить производительность труда;
- ускорить представление отчетности;
- ликвидировать внутренние расчеты;
- использовать вычислительную технику;
- усилить контроль за деятельностью материально ответственных лиц.

Такая структура предусматривала как бы создание технологии обработки данных и была связана с введенным К. С. Нарibaевым новым понятием



УДК 336.018

## РАЗВИТИЕ МЕТОДИКИ ОЦЕНКИ ДОСТУПНОСТИ ЖИЛЬЯ ДЛЯ ГРАЖДАН РОССИЙСКОЙ ФЕДЕРАЦИИ

**В. М. ПАЛИЙ,**

аспирант кафедры экономики и финансов  
E-mail: slavavags@mail.ru  
Российская академия народного хозяйства  
и государственной службы  
при Президенте Российской Федерации,  
Волгоградский филиал

*Одним из наиболее важных и социально значимых вопросов для государства является обеспечение граждан России доступным жильем. Однако существуют вопросы относительно методики оценки доступности жилья. В статье проанализирован мировой и российский опыт и на основании этого сделана попытка совершенствования методики оценки доступности жилья для граждан Российской Федерации.*

**Ключевые слова:** доступность, жилье, доход, население, стоимость, рынок, ипотека, кредитование.

Проводимые в настоящее время федеральные и региональные жилищные программы в качестве целевых индикаторов включают показатели доступности жилья. Однако в практике управления не сложилось универсального подхода к оценке этой важной характеристики жилищного рынка.

В частности, в федеральной целевой программе «Жилище» (ФЦП) за основу показателя доступности жилья взят коэффициент, используемый в практике ООН, – коэффициент доступности жилья (housing price to income ratio), который рассчитывается как отношение медианной стоимости жилья<sup>1</sup> к

<sup>1</sup> Медианная стоимость жилья – стоимость такого жилья, по отношению к которому 50% имеющихся жилых единиц стоят дешевле, а 50% – дороже. При этом стоимость жилья определяется на основе понятия «справедливой рыночной цены» (fair market price), т. е. цены, по которой жилье могло быть продано

медианному размеру дохода домохозяйства за год<sup>2</sup>. Величина такого показателя соответствует числу лет, в течение которых семья может накопить на квартиру при предположении, что все получаемые денежные доходы будут откладываться на ее приобретение.

Однако в связи с отсутствием данных о медианных доходах и медианных ценах на жилье коэффициент доступности жилья в соответствии с методикой, приведенной в федеральной целевой программе [4], рассчитывается на основе значений средней цены 1 м<sup>2</sup> жилья, среднедушевых денежных доходов, умноженных на три (семья из трех человек), и соответствующего этому размеру семьи социального стандарта площади жилья – 54 м<sup>2</sup> (по 18 м<sup>2</sup> на человека).

Исходя из этой поправки, в России коэффициент доступности жилья фактически рассчитывается как отношение средней рыночной стоимости стандартной квартиры общей площадью 54 м<sup>2</sup> к среднему годовому доходу семьи из трех человек:

$$K_{\text{д.ж}} = C_{\text{ср}} / D_{\text{ср}}, \quad (1)$$

в случае его выставления на продажу в течение разумного времени продавцом, на которого не оказывалось бы давление.

<sup>2</sup> Медианный доход домохозяйства определяется как совокупный денежный доход такого домохозяйства, по отношению к которому половина всех домохозяйств имеют доходы ниже, а половина – выше. В состав доходов включаются доходы из всех источников, в том числе зарплата, доходы от предпринимательской деятельности или неформальной занятости, от инвестиций и другие виды денежных доходов.

УДК 336.13

## ФОРМИРОВАНИЕ ФИНАНСОВЫХ РЕСУРСОВ И ОПТИМИЗАЦИЯ ИХ ИСПОЛЬЗОВАНИЯ МУНИЦИПАЛЬНЫМИ УЧРЕЖДЕНИЯМИ ЗДРАВООХРАНЕНИЯ В УСЛОВИЯХ НОВОГО ПОРЯДКА ОБЯЗАТЕЛЬНОГО МЕДИЦИНСКОГО СТРАХОВАНИЯ

**С. В. КОЗЬМИНЫХ,**

аспирант кафедры финансов и кредита

E-mail: goncharova.sofia@gmail.com

Российский государственный

торгово-экономический университет,

Волгоградский филиал

*В статье исследуются основные изменения механизма финансирования муниципальных лечебных учреждений, определяемые новым порядком обязательного медицинского страхования. Предлагаются основные пути снижения издержек и оптимизации функционирования финансовых ресурсов муниципальных учреждений здравоохранения.*

**Ключевые слова:** финансирование, модернизация, здравоохранение, оплата, труд, результат, централизация, закупка.

В настоящее время отечественная сфера здравоохранения переживает глубокое реформирование. Происходящие изменения, безусловно, окажут непосредственное влияние на финансирование муниципального здравоохранения. В первую очередь следует обратить внимание на новый Федеральный закон от 29.11.2010 № 326-ФЗ «Об обязательном медицинском страховании в Российской Федерации», который вступил в силу 1 января 2011 г.

**Новый порядок финансирования муниципального здравоохранения в законе об обязательном**

**медицинском страховании.** Оценивая систему обязательного медицинского страхования, которая сложилась за предыдущие годы, нельзя не отметить, что в течение почти двух десятилетий она оставалась неизменной и сама по себе адаптировалась к тем практическим вызовам, которые выдвигали здравоохранение и развитие экономики. При этом в реальной практике даже базовые положения старого закона не реализовывались в полной мере.

Главной целью оказания медицинской помощи в условиях нового законодательства должен стать человек. Сегодня медицинские учреждения в большинстве случаев содержатся за счет бюджетов различных уровней, которые получают средства вне зависимости от того, сколько они приняли и вылечили людей. Закон меняет эту систему – деньги идут за пациентом, т. е. финансируется фактическое оказание услуги, а не учреждение.

Прежде всего с введением нового закона полностью меняется схема финансирования государственной медицины. Начиная с 2004 г., когда был принят закон о разграничении полномочий разных уровней



УДК 336.763

## ОЦЕНКА СТОИМОСТИ БИЗНЕСА

**А. С. ОКУНЬ,**кандидат экономических наук,  
доцент кафедры экономического анализа,  
статистики и финансов  
E-mail: n121ha@rambler.ru**С. А. ОКУНЬ,**студент экономического факультета  
E-mail: n121ha@rambler.ru  
Кубанский государственный университет

*Для определения стоимости бизнеса в статье рассмотрен принцип моделирования оценки стоимости финансовых активов. Конструирование модели или уточнение теории ценообразования стоимости финансовых активов необходимо для понимания и применения на практике более корректного определения рыночной доходности фондовых активов с учетом фундаментальных признаков деятельности корпорации.*

**Ключевые слова:** инвестиция, процесс, фонд, рынок, акция, рост, дивиденд, доходность, стоимость, компания.

Оптимизация оценки стоимости актива необходима для определения справедливой стоимости бизнеса, которая отражала бы реалии российского фондового рынка. Одним из составляющих элементов, отражающих стоимость акции на фондовом рынке, является внутренняя стоимость актива, т. е. определение той доли, которая формируется исключительно в процессе финансово-хозяйственной деятельности компании. Учет деятельности компании при оценке активов на фондовом рынке позволит определить справедливую цену акции в будущем.

Фундаментальный анализ исходит из того, что истинная (внутренняя) стоимость любого финансового актива равна приведенной стоимости всех наличных денежных потоков, которые владец ак-

тива рассчитывает получить в будущем. В соответствии с этим аналитик стремится определить время поступления и величину этих наличных денежных потоков, а затем рассчитывает их приведенную стоимость, используя соответствующую ставку дисконтирования. После определения внутренней стоимости акции полученная величина сравнивается с текущим рыночным курсом акции, для того чтобы выяснить, правильно ли оценена акция на рынке. Акции, внутренняя стоимость которых меньше текущего рыночного курса, называются переоцененными, а те акции, рыночный курс которых ниже внутренней стоимости, – недооцененными. Разница между внутренней стоимостью и текущим рыночным курсом представляет собой важную информацию, поскольку обоснованность заключения аналитика о неправильности оценки данной акции зависит в значительной степени от этой величины [3].

Известный британский экономист и профессиональный инвестор Б. Грэхем проводил различие между инвестициями и спекуляциями. Инвестицию он определял как операцию, основанную на тщательном анализе фактов, перспектив, безопасности вложенных средств и достаточном доходе. Все остальное признавалось спекуляцией.

Акция, во-первых, является долей в бизнесе, и инвестор не должен беспокоиться по поводу колеба-

# Государственное регулирование финансовой сферы

УДК 336.3

## ГОСУДАРСТВЕННЫЙ ДОЛГ США – АЛЬТЕРНАТИВНАЯ ОЦЕНКА (ИСТОРИКО-ЭКОНОМИЧЕСКИЕ АСПЕКТЫ ФУНДАМЕНТАЛЬНОГО АНАЛИЗА)

**И. Е. БЕЛЬСКИХ,**

доктор экономических наук,  
профессор кафедры  
мировой экономики и экономической теории  
E-mail: igbelvolgograd@rambler.ru  
Волгоградский государственный  
технический университет

---

*На основе анализа исторических и экономических примеров реализации бюджетной политики автор делает вывод о положительном влиянии государственного долга на экономику любой страны мира. Целесообразно использовать данный опыт для развития российской экономики и реализации консервативных инвестиционных программ инвесторами на территории США.*

**Ключевые слова:** государство, долг, экономика, США, историко-экономический, анализ.

---

**Отношение к государственному долгу: две историко-экономические альтернативы.** Развитие экономики любой страны во многом зависит от умения правительств решать бюджетные проблемы. Исторически сложилось, что система государственных займов – важный, долговременный и относительно дешевый источник поступления средств для преодоления бюджетного дефицита.

Анализ политики проведения займов в экономической истории обширен. Но в европейской истории XIX в. есть показательный пример, когда

одно государство активно пользовалось займами, сформировав огромный по тогдашним понятиям государственный долг. Правительство другого государства не хотело принципиально создавать долги и финансировало свою деятельность за счет накопления металлической наличности.

В начале XIX в. на европейском континенте сложились два противостоящих военно-политических блока. Один – во главе с Англией, другой – во главе с Францией.

Королевством Великобритания в конце XVIII – начале XIX в. руководил талантливый государственный деятель У. Питт-младший (1759–1806). Он создал отдельно от казначейства органы управления государственным долгом Англии. С 1694 г. действовал также Английский банк как институциональный орган, регулирующий денежное обращение, и т. д. Создал отдельное управление государственным долгом (в том числе фонды по обслуживанию процентных выплат), У. Питт-младший заложил возможность брать и обслуживать государством займы на внутреннем и внешнем рынках по более упрощенной схеме.

УДК 334.01

## ГОСУДАРСТВЕННЫЕ КОРПОРАЦИИ В РОССИИ: ТЕОРЕТИЧЕСКИЕ ОСНОВЫ И ПРАКТИКА ФУНКЦИОНИРОВАНИЯ

**А. В. БОЛЬШАКОВ,**кандидат экономических наук,  
заведующий лабораторией  
проблем организациии управления отраслями промышленности  
E-mail: alex.bolshakov@yahoo.com**К. С. ЯНКАУСКАС,**научный сотрудник лаборатории  
проблем организациии управления отраслями промышленности  
E-mail: kostas.jankauskas@gmail.comИнститут проблем рынка  
Российской академии наук

---

*Государственные корпорации являются одним из инструментов прямого государственного вмешательства в экономику. Теория государственного капитализма утверждает неизбежность возникновения государственных корпораций при усилении государства, сопровождающегося вытеснением частного капитала из ключевых секторов экономики.*

**Ключевые слова:** государство, корпорация, промышленность, предприятие, теория, организация.

---

Современная капиталистическая система и соответствующая ей форма рыночного хозяйства не могут функционировать иначе, как под контролем правительственных структур, осуществляющих те или иные регулятивные функции. Однако в развитых странах относительно редко встречаются формы прямого государственного вмешательства в экономику. Государственные корпорации являются одной из таких форм. В экономической науке исследование этого феномена ведется в русле теории

государственного капитализма, развиваемой рядом экономистов начиная с конца XIX в.

**Теория государственного капитализма.** Понятие «государственный капитализм» («государственно-монополистический капитализм») впервые было введено в оборот Ф. Энгельсом в 1880 г. [8]. В дальнейшем оно развивалось представителями марксистской экономической школы – как российскими и советскими, так и зарубежными, а также использовалось представителями австрийской экономической школы для критики социалистической экономической системы.

О государственном капитализме Ф. Энгельс писал как о финальной стадии развития капитализма, следующей за монополистическим капитализмом: «Частичное признание общественного характера производительных сил – признание, к которому вынуждаются сами капиталисты. Преобразование крупных организмов производства и сообщения – сначала в собственность акционерных компаний,

## Аналитический обзор

# ИТОГИ И ТЕНДЕНЦИИ МИРОВОЙ ЭКОНОМИКИ\*

К концу II квартала 2011 г. отчетные данные о состоянии и тенденциях мировой экономики показывают замедление восстановительной динамики. Выводы о недостаточной устойчивости тенденции роста вызвали замедление изменения цен на глобальных рынках. Одновременно усилия по слову восходящего тренда цен на нефть предприняло Международное энергетическое агентство (IEA). В третий раз за свою историю IEA открыло резервы для поставки нефти на мировой рынок.

Кроме того, ряд других факторов увеличивает риски разворота долгосрочного восходящего тренда на товарных рынках.

Коррекция цен на рынках продовольствия поддерживалась прогнозом министерства сельского хозяйства США, согласно которому ожидается расширение посевных площадей под зерновые культуры. После неурожайного 2010 г. производство пшеницы в мире в 2011 г. вырастет на 2,3 % и практически сравняется с ожидаемым уровнем потребления. Прогнозы World Bank, OECD-FAO также ожидают в среднесрочной перспективе нисходящую динамику цен на продовольствие.

Произойдет ли слом восходящего ценового тренда на товарных рынках – прежде всего цен на нефть, или текущее снижение цен – лишь коррек-

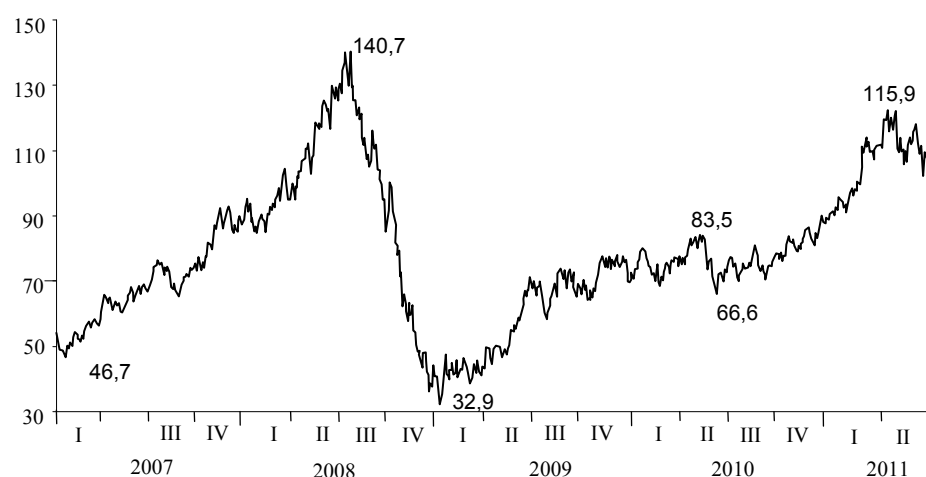


Рис. 1. Цена нефти Urals в 2007–2011 гг., долл./барр.

ция сохраняющийся восходящей динамики, будет определяться фундаментальными факторами экономического цикла (рис. 1).

В ближайшее время в возможном замедлении мирового экономического цикла ведущая роль сохранится за развитыми странами. Поэтому, насколько обоснованы опасения новой волны спада под влиянием долговой нагрузки и исчерпания мер господдержки и монетарного смягчения, показывают тенденции, формирующиеся в экономиках развитых стран.

В США конституционный потолок госдолга был достигнут в мае, создав препятствия для продолжения финансирования бюджетного дефицита (рис. 2, 3).

Согласно оценкам Административно-бюджетного управления США, дефицит федерального бюджета возрастет с 8,9 % ВВП в 2010 г. до 10,9 % ВВП в 2011 г. Казначейство предупредило, что готово представить проект реструктуризации обязательств.

Существенным фактором, определяющим перспективы ценовой динамики товарных рынков и перспективы финансовой стабильности крупней-

\* Публикуется по данным Минэкономразвития России об итогах развития мировой экономики в первом полугодии 2011 г. URL: [http://www.economy.gov.ru/minec/activity/sections/macro/doc20110728\\_02](http://www.economy.gov.ru/minec/activity/sections/macro/doc20110728_02).

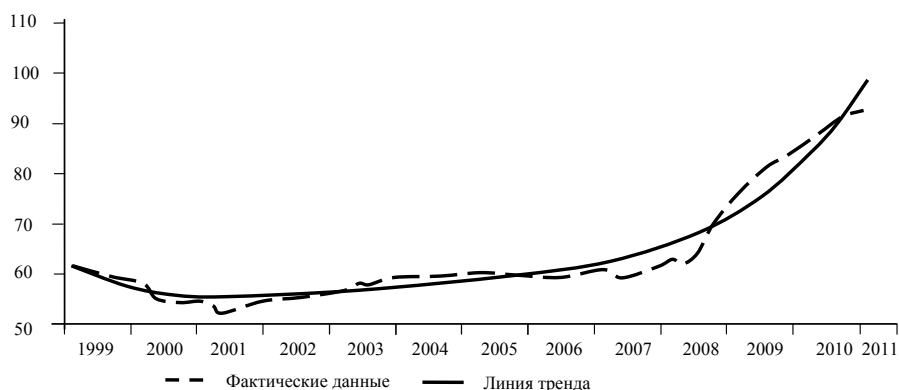


Рис. 2. Государственный долг США 1999–2011 гг., % к ВВП

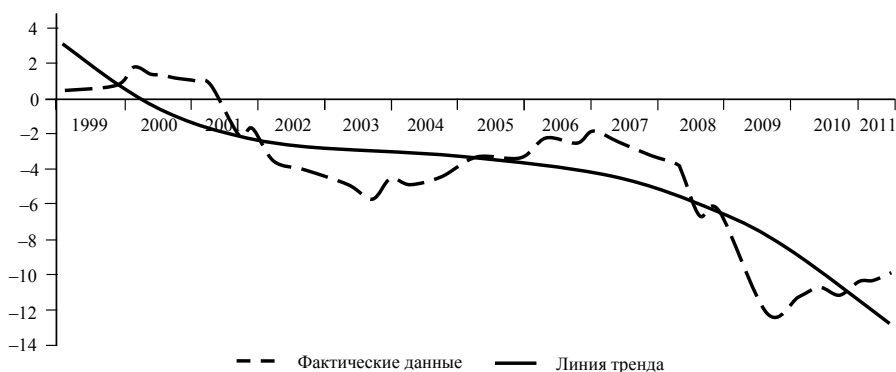


Рис. 3. Дефицит бюджета США в 1999–2011 гг., % к ВВП

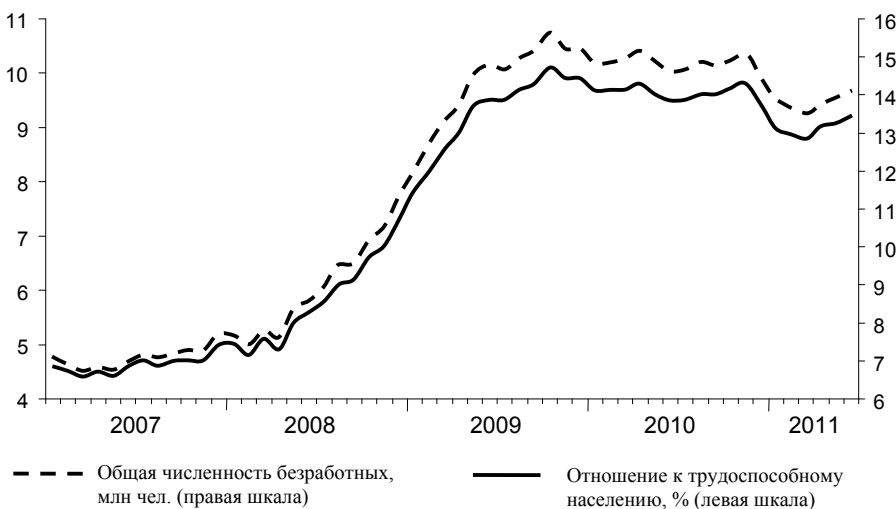


Рис. 4. Динамика безработицы в США в 2007–2011 гг.

ших экономик, стал отказ Федеральной резервной системы США (ФРС) от остановки программ монетарного смягчения.

Только в июне Комитет по открытым рынкам ФРС принял решение о завершении программы количественного смягчения, официально объявив о прекращении выкупа облигаций в объеме 600 млрд долл., установив ориентир количества ценных

бумаг казначейства США на собственном балансе в размере 2,65 трлн долл.

Это решение говорило о снижении потока доступной ликвидности, поступающей в финансовую систему и частично размещаемой в ценных бумагах на товарные активы, которая поддерживала устойчивый рост котировок. Прекращение выкупа облигаций вызвало наблюдавшееся снижение котировок сырьевых рынков.

Протокол заседания ФРС показал готовность предоставить больше поддержки экономике, если темпы ее восстановления продолжают сокращаться, возрождая угрозу дефляции и снижения заработной платы.

Слабость жилищного рынка – одна из основных причин медленного восстановления экономики. Когда экономика растет, жилищный рынок укрепляется, количество рабочих мест увеличивается, появляются новые возможности.

Но новой программе стимулирования препятствуют конституционное ограничение госдолга и реальная угроза технического дефолта. Отказ от увеличения госдолга вызовет резкий рост безработицы и сжатие потребления, которое составляет более 70 % ВВП США (рис. 4).

Зона евро в 2011 г. переживает второй этап острейшего долгового кризиса таких стран, как Португалия, Ирландия, Греция, Испания, вынужденных значительно ограничивать расходы и урезать стимулы поддержки экономики. Ареал финансовой нестабильности в Еврозоне расширяется – в Италии возникли трудности рефинансирования госдолга. Итальянская экономика в шесть раз больше гре-



ческой. Для сравнения: госдолг Греции сейчас составляет около 350 млрд евро – 152% ВВП, Италии – 1,6 трлн евро – 120% ВВП. Одновременно возрастает нагрузка на финансовую систему Германии – основного держателя долговых обязательств Греции и других европейских стран-должников (рис. 5, 6).

Целостность европейской финансовой системы окажется под серьезным давлением в случае, если начнется цепочка банкротств. Для мировой финансовой системы суверенный дефолт даже одной из стран единой валюты может потребовать существенных усилий, чтобы не допустить развития ситуации по сценарию банкротства Lehman – стартовой точки отсчета минувшего глобального кризиса.

Несмотря на существенно возросшие риски, экономика развитых стран сохраняет импульс посткризисного восстановления. Используя имевшиеся стимулы, объем экономики США восстановил докризисные потери и уже превышает докризисный уровень, наиболее быстрый рост показывают инвестиции в высокотехнологичные отрасли экономики: оборудование и программное обеспечение. Расходы на личное потребление также превышают докризисный уровень (рис. 7).

Но эти составляющие были целевыми в правительственном пакете антикризисных мер по поддержке экономики. Динамика общих инвестиций и долгосрочные инвестиции в капитальное строительство не показывают устойчивого восстановления. После завершения программ стимулирования, количественного смягчения и в

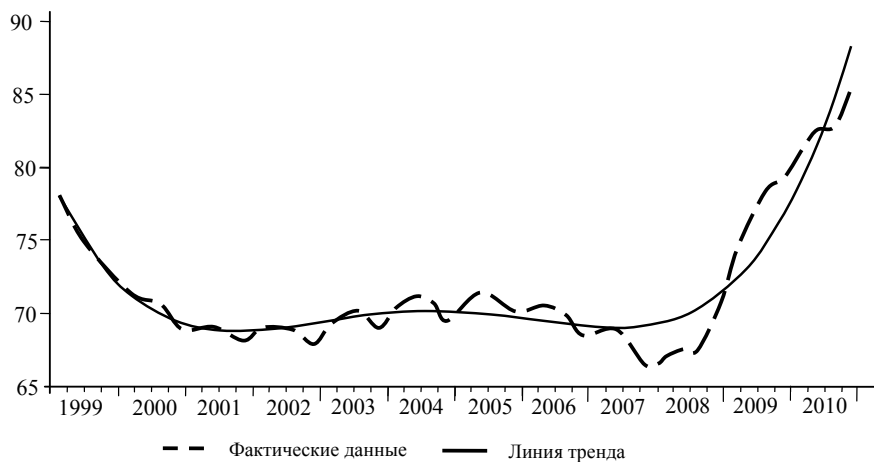


Рис. 5. Государственный долг Еврозоны в 1999–2010 гг., % к ВВП

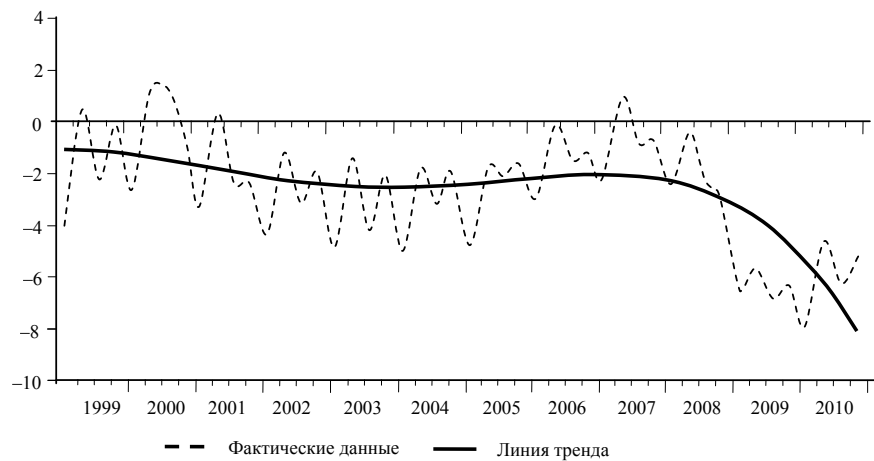


Рис. 6. Дефицит бюджета Еврозоны в 1999–2010 гг., % ВВП

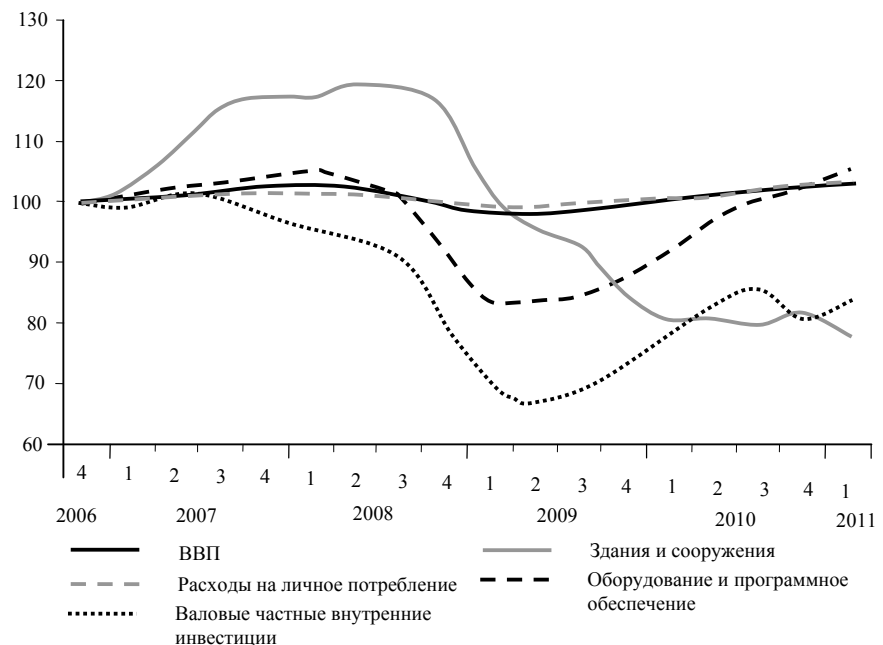


Рис. 7. Динамика компонент ВВП США за 2007–2011 гг., % к IV кварталу 2006 г.

условиях лимита дефицита госбюджета системные риски могут вызвать новую волну спада.

Одновременно усиление инфляции вынуждает ведущие центральные банки начинать переход к циклу ужесточения денежно-кредитной политики (рис. 8.). Европейский центральный банк в апреле 2011 г. впервые в посткризисный период повысил базовую ставку с 1 до 1,25%.

Хотя ФРС США изменила свое решение о прекращении программ количественного смягче-

ния на противоположное, для ее возобновления необходимо решение по госдолгу. Тем не менее вклад компонент в структуру прироста ВВП США на протяжении двух последних кварталов уже демонстрирует сокращение госрасходов. Устойчивый положительный вклад в рост экономики сохраняют только расходы на личное потребление.

Однако начиная уже с III квартала 2010 г. рост расходов на личное потребление опирается на экспансию потребительского кредита в условиях как отсутствия устойчивой позитивной тенденции по занятости и заработной плате, так и невосстановившейся стоимости активов домохозяйств. Это возобновляет докризисные риски формирующейся модели восстановления американской экономики.

Оценивая возможные риски, ФРС США более негативно рассматривает ближайшую перспективу роста. Федеральная

резервная система существенно понизила прогноз роста экономики США в 2011 г. с 3,1–3,3% до 2,7–2,9%. Плюс к этому ФРС заметно подняла планку ожидаемой безработицы вплоть до 2013 г., что означает сохранение низких темпов восстановления в среднесрочном периоде. Международный валютный фонд в июне 2011 г. также понизил прогноз динамики ВВП США в 2011 г. на 0,3%, до 2,5%, а в 2012 г. – на 0,2% до 2,6%. Согласно окончательной оценке, рост экономики США в I квартале 2011 г. составил 1,9%.

Промышленность США сохраняет потенциал роста. Хотя по сравнению с соответствующим периодом 2010 г. видно замедление. Нужно учитывать, что на середину II квартала 2010 г. приходилось наиболее активное восстановление промышленности. Объем производства уже заметно превышает докризисный уровень, сохраняя достаточно уверенный рост (рис. 10).

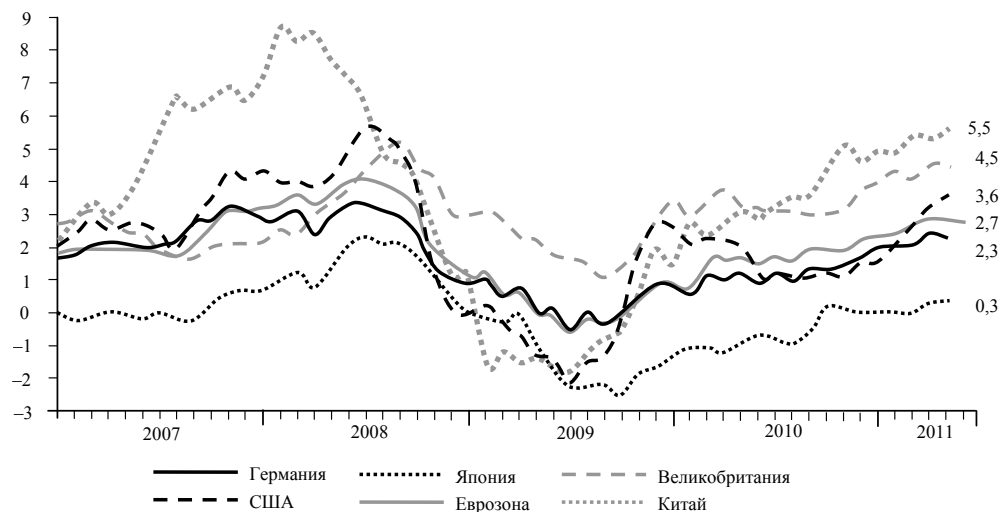


Рис. 8. Инфляция в ведущих странах в 2007–2011 гг., % к соответствующему периоду предыдущего года

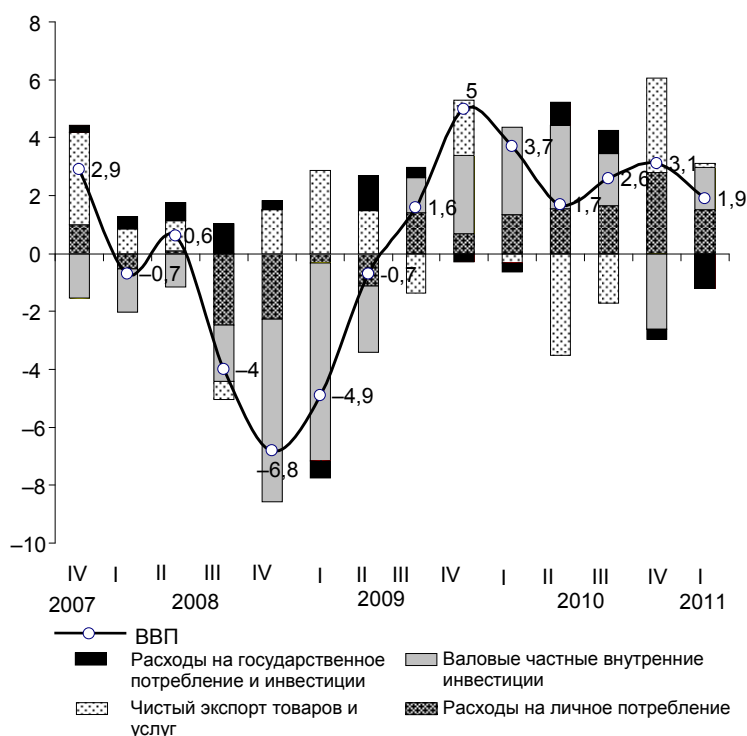


Рис. 9. Вклад компонент в структуру прироста ВВП США в 2007–2011 гг., %

Рост производства автомобилей после окончания программ поддержки продолжался и был достаточно устойчив, но был прерван в апреле (-6,5%) падением поставок японских комплектующих. В ближайшие месяцы есть вероятность восстановления роста.

Общепромышленный индекс США в мае увеличился на 0,1% после стагнации в апреле. Позитивную динамику обеспечило в основном

производство оборудования, которое выросло на 1,2%, что говорит о сохранении инвестиционного спроса в экономике. Однако выпуск потребительских товаров сократился на 0,1%, снижение производства в коммунальных отраслях достигло 2,8%, производство в добывающей промышленности выросло на 0,5%.

В мае 2011 г. остался неизменным уровень загрузки производственных мощностей – 76,7% при том, что ключевой показатель загрузки обрабатывающих мощностей вырос на 0,3%, до 74,5%.

Это позволяет надеяться на сохранение позитивной динамики промышленного роста в ближайшие месяцы, хотя, вероятно, умеренной. Уровень загрузки производственных мощностей показывает достаточно быстрые темпы восстановления и достигнет уровня 30-летнего тренда уже в III квартале. Дальнейшее увеличение уровня загрузки производственных мощностей потребует роста долгосрочных инвестиций и будет сопровождаться ростом издержек производителей. Это сформирует потенциал роста инфляции и усилит необходимость ужесточения монетарной политики как инструмента антициклического регулирования.

В американской экономике, несмотря на завершение второй программы количественного

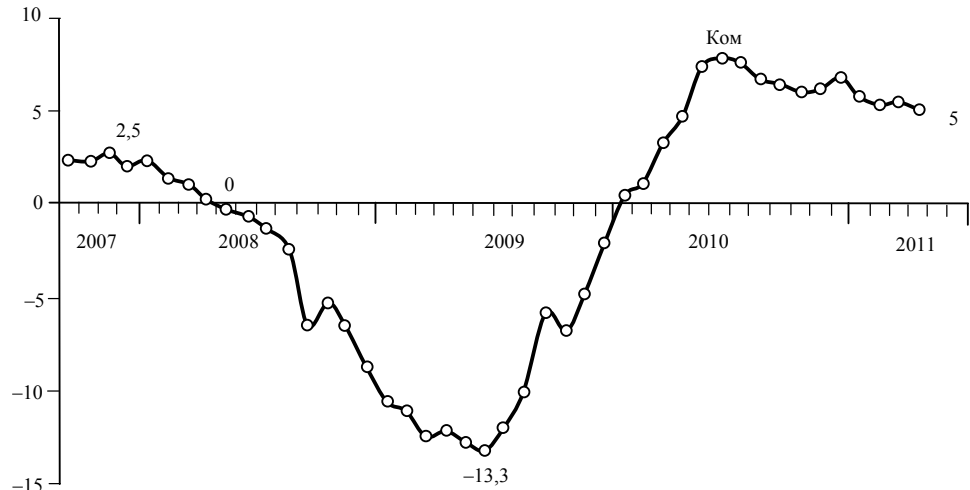


Рис. 10. Динамика промышленности США за 2007–2011 гг., % к соответствующему месяцу предыдущего года

смягчения и неизбежности скорого перехода к ограничительным мерам, так и не удалось достигнуть заметных успехов в снижении безработицы и восстановлении занятости. Это ставит под угрозу восстановление внутреннего спроса и в целом рост экономики.

В условиях низких ставок и мягкой монетарной политики целевым ориентиром для инвестиций становится рекордная доходность, сохраняющаяся в финансовом секторе экономики. При росте спроса, имеющем монетарную природу, корпорации реального сектора имеют возможность увеличивать выпуск и максимизировать прибыль при отсутствии роста в оплате труда.

Меры и программы правительства по сокращению безработицы остаются неэффективными (рис. 11).

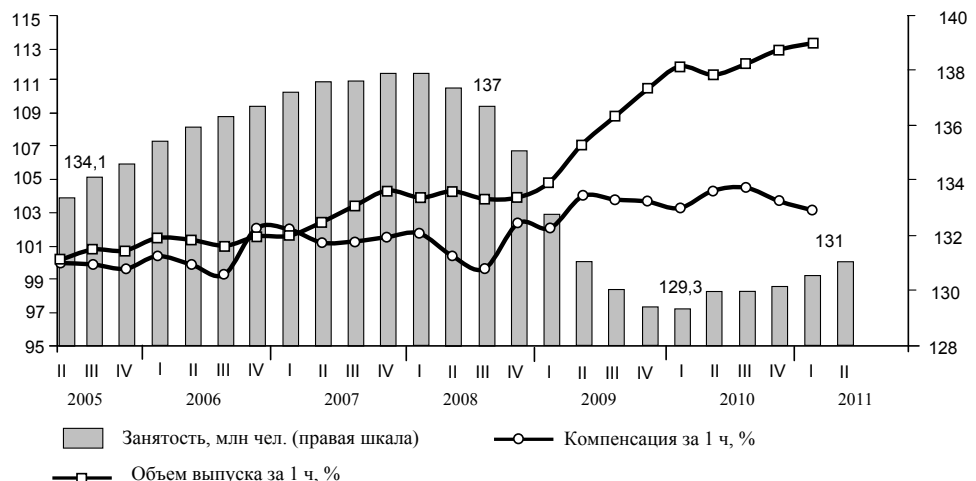


Рис. 11. Динамика занятости, производительности труда и издержек в несельскохозяйственном секторе экономики США в 2005–2011 гг.

После пика занятости в 138 млн чел. в январе 2008 г. количество занятых сократилось до 129,2 млн чел. в феврале 2010 г. и с того времени выросло лишь до 131 млн чел., т. е. восстановлены лишь два из девяти потерянных рабочих мест.

Согласно расчетам, только для выхода на докризисный уровень в 2013 г. экономике США необходимо создавать ежемесячно до 300 тыс. рабочих мест, а признаков появления такой динамики не наблюдается. Причем новые рабочие места стоят гораздо меньше, чем старые: с начала выхода из кризиса производительность труда в США возросла на 25 %, зато реальная часовая зарплата уменьшилась и составила в I квартале 2011 г. 96,8 % от уровня II квартала кризисного 2009 г. Инвестиции в машины и оборудование, включая софт, за это время выросли на 24 %, а заработная плата – всего на 4 %.

Несмотря на реализованные программы по стабилизации ипотечного кризиса, сектор жилищного строительства американской экономики по-прежнему находится в угнетенном состоянии. После завершения программ поддержки в III квартале 2010 г. количество покупок домов сократилось ниже кризисного уровня, и только к маю 2011 г. ситуация несколько стабилизировалась (рис. 12).

Средние цены на средний дом для одной семьи в январе 2011 г. находились на минимальных значениях, ниже кризисного уровня – 158 тыс. долл., к маю 2011 г. цена поднялась до 166,5 тыс. долл. Строительство новых домов в частном секторе США так и не смогло подняться заметно выше кри-

зисного уровня и не стало источником устойчивого роста экономики.

В развитых странах наиболее устойчивую динамику роста промышленности показывает Германия.

После стихийного бедствия началось восстановление промышленности Японии, хотя большинство из затронутых цунами предприятий (а это как раз около 15 % национальной индустрии) лишь номинально возобновило работу. Министерство промышленности и торговли Японии прогнозирует ускорение динамики производства до 7,7–8 %. Характерно, что заказы в строительной отрасли в апреле выросли на 31,4 % после мартовского снижения на 11 %, что подкрепляет оптимистичный прогноз индустриальной динамики (рис. 13).

В мае 2011 г. объем промышленного производства в Японии вырос на 5,7 % относительно апреля. Рост промышленности стал самым сильным с 1953 г. Наиболее существенный рост отмечен в транспортной отрасли, включающей автомобильную промышленность – месячный объем производства прибавил 36 %. Это позволит в ближайшее время снять ограничения по поставкам комплектующих для производства автомобилей в США.

Рост японской промышленности до землетрясения 11 марта наблюдался четыре месяца подряд, что позволяло говорить о закреплении позитивной тенденции, несмотря на замедление темпов. В 2010 г. после двух лет падения (в 2008 г. на 3,4 % и в 2009 г. на 21,9 %) производство выросло на 15,9 %.

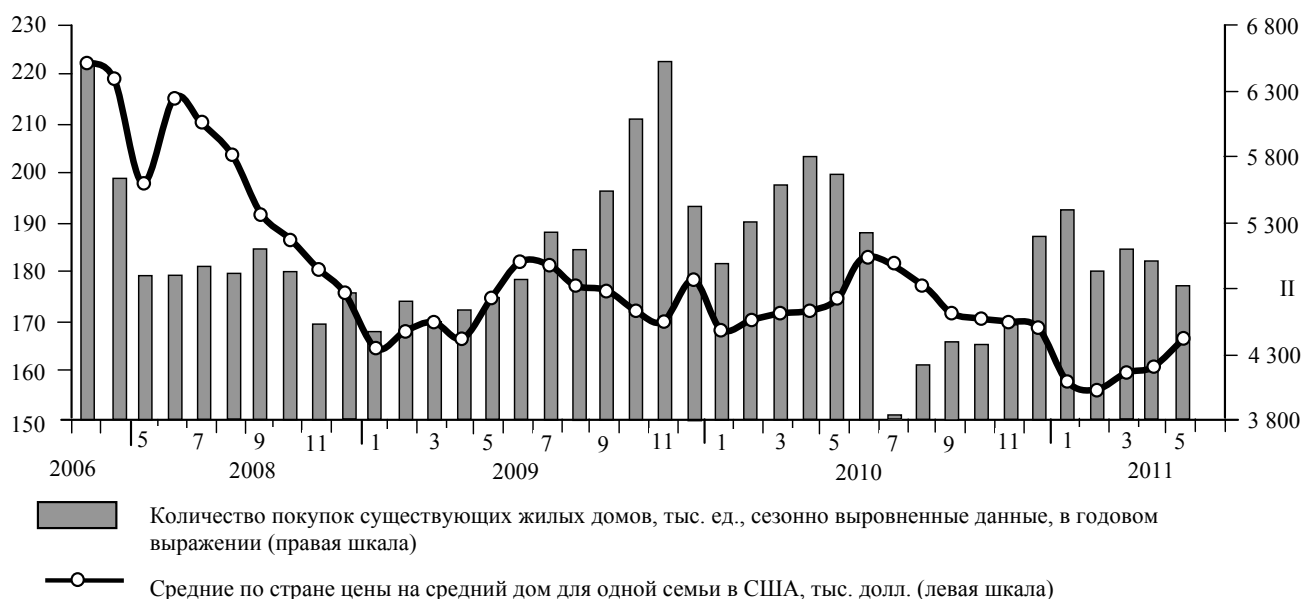


Рис. 12. Количество покупок и средние цены на дома в США в 2008–2011 гг.

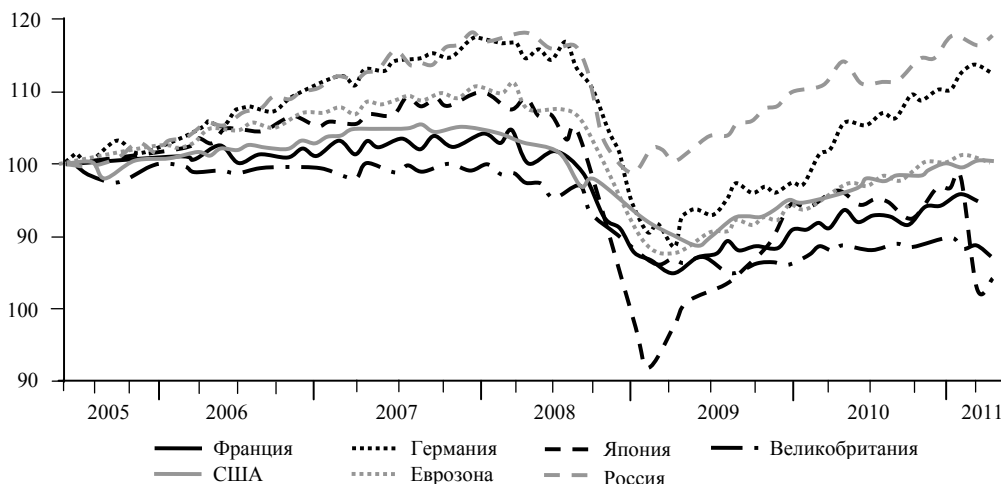


Рис. 13. Динамика восстановления промышленности в 2005–2011 гг., % к июню 2005 г.

Уверенное восстановление промышленности развитых стран поддерживается быстрым ростом импорта развивающихся стран, прежде всего Китая.

В I квартале 2011 г. объем экспорта США превысил докризисный уровень II квартала 2008 г. на 2,9%, а доля в ВВП возросла до 13,5% по сравнению с 10,2% в I квартале 2005 г. (рис. 14, 15).

Динамика экспорта стран Евросоюза, прежде всего Германии, в I квартале 2011 г. продолжала оставаться основным фактором роста, обеспечивая до 1/3 прироста ВВП.

Руководство Китая констатировало большие успехи в ограничении инфляции и предстоящем ослаблении монетарных ограничений, и снижении обязательных резервов для кредитов предприятиям реального сектора при сохранении прежних требований к объемам кредитования торговли и местных органов власти. Постепенный перевод резервов КНР в товарные активы поддержит ценовую конъюнктуру на глобальных рынках металлов и энергоносителей. Но разогрев экономики поддерживает достаточно высокую инфляционную динамику, что делает вероятным продолже-

ние цикла повышения базовой ставки Банком Китая. Кроме того, с 15.06.2011 Китай ввел бессрочный запрет на экспорт редкоземельных элементов. Последние отчетные данные о состоянии экономики показывают слабость фундаментальных факторов роста, проявившуюся в замедлении мирового экономического цикла и росте рисков, однако данных о формирующейся новой нисходящей волне пока нет.

В американской экономике отсутствует восстановление долгосрочных инвестиций, сказывается недостаточная их доходность по сравнению с краткосрочными инвестициями в биржевые активы. Сохраняется высокая безработица, рост выпуска

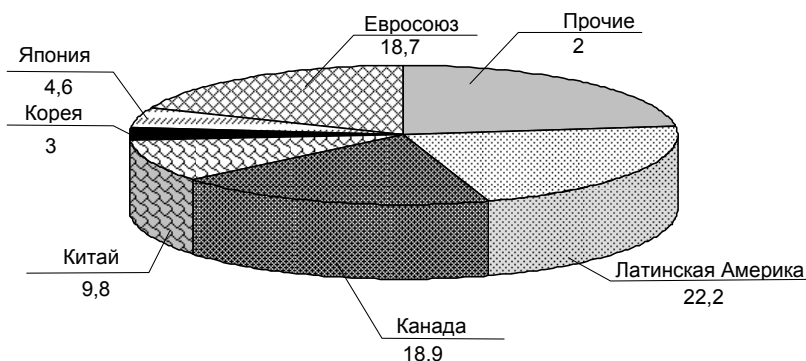


Рис. 14. География экспорта США, %

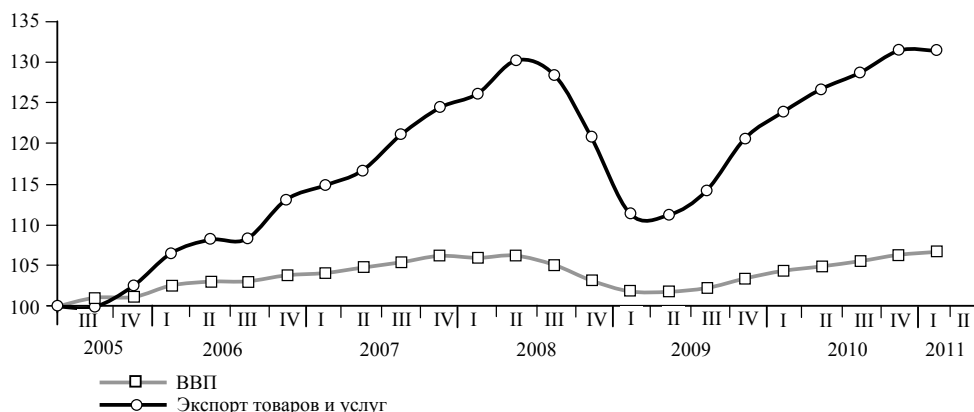


Рис. 15. Динамика ВВП и экспорта США в 2006–2011 гг., % ко II кварталу 2005 г.



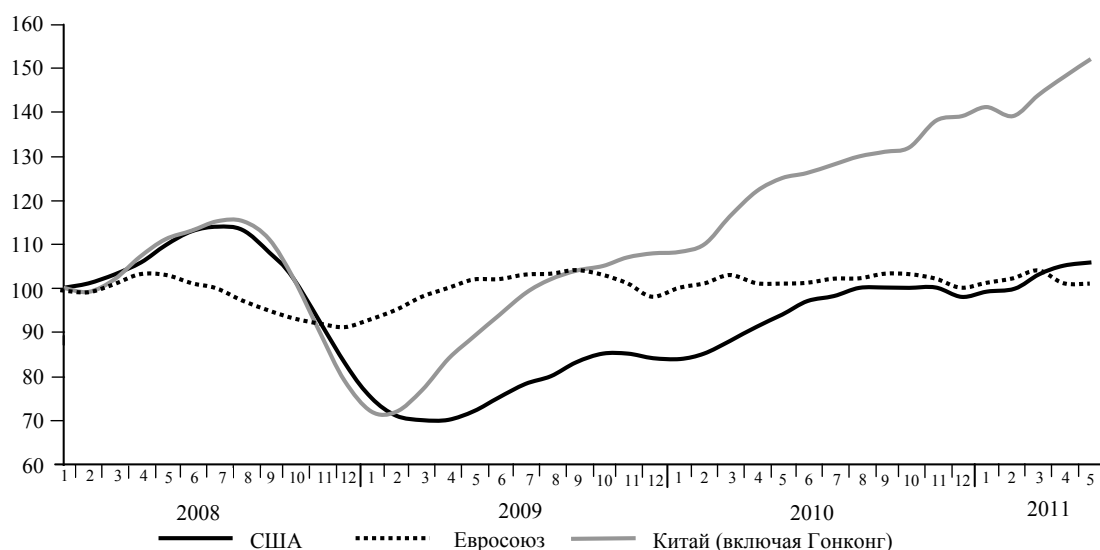


Рис. 16. Динамика импорта ведущих стран в 2009–2011 гг., % к январю 2008 г.

обеспечивается интенсификацией производительности. Не видно позитивных сдвигов на жилищном рынке – прежде всего в строительстве новых домов – ключевом секторе для активизации спроса в американской экономике. В экономиках развитых стран усиливаются риски ужесточения монетарной политики и бюджетной консолидации, сохраняются угрозы суверенного дефолта периферийных стран зоны единой валюты.

Среди позитивных факторов – устойчивый рост промышленности, прежде всего в США и Германии, восстановление доходов домашних хозяйств, поддерживающих компоненту общего конечного потребления ВВП, заметный рост прибыли корпоративного сектора, рост инвестиций в наиболее высокотехнологичные секторы экономики. Развивающиеся страны, прежде всего Китай, сохраняют высокие темпы роста импорта, что поддержит ценовую динамику товарных рынков и спрос на машиностроение развитых стран (рис. 16).

Значительная доля факторов роста является результатом мягкой монетарной политики и господдержки, т. е. факторов посткризисной стабилизации, близких к исчерпанию и уже создавших некоторый навес диспропорций.

Тем не менее фундаментальные факторы и проявляющиеся риски пока не имеют достаточного негативного потенциала для перелома восходящего тренда на товарных рынках. Готовность ФРС США поддержать экономику новой программой смягчения кредитно-денежной политики может возобновить приток ликвидности на товарные рынки, способствуя продолжению роста котировок цен на нефть.

Конъюнктурный фактор – открытие Международным энергетическим агентством своих резервов для поставки нефти на мировой рынок – также оказался недостаточным для перелома восходящей ценовой динамики. Хотя снижение цен на энергоносители могло бы стимулировать рост промышленности США и других стран-импортеров, объем поставок IEA оказался для этого недостаточным и покрыл только 2,3% от ежедневного мирового потребления нефти.

Таким образом, видя необходимость перехода к циклу ужесточения денежно-кредитной политики и ощущая растущее давление на экономику долговой нагрузки и угрозу суверенных дефолтов, развитые страны не в состоянии приступить к реализации полномасштабных мер консолидации, что повышает риски формирования новой рецессии. Одновременно мягкая кредитно-денежная политика развитых стран будет поддерживать приток ликвидности на мировых товарных рынках, способствуя сохранению цен на нефть на относительно высоком уровне.

Однако в среднесрочном периоде будут существовать риски снижения темпов роста, включая угрозу того, что глобальный экономический подъем может быть неустойчивым. На этом фоне возможности для противодействия шокам за счет механизмов налогово-бюджетной и денежно-кредитной политик будут существенно более ограниченными, чем в период восстановления после кризиса 2009 г. В условиях реализации существующих рисков на мировых товарных рынках спрос существенно сократится, что приведет к формированию устойчивого нисходящего тренда цен на нефть.