ISSN 2075-1990 (Print)
ISSN 2658-5332 (Online)

# Финансовый журнал

Научно-практическое издание

**Выходит 6 раз в год. Издается с июля 2009 г.**
DOI: 10.31107/2075-1990-2022-1

**Том 14**
**№ 1**
**2022**

**Главный редактор**
**В. С. Назаров**

директор Научно-исследовательского финансового института
Министерства финансов Российской Федерации,
кандидат экономических наук

**Учредитель и издатель**

федеральное государственное бюджетное учреждение
«Научно-исследовательский финансовый институт
Министерства финансов Российской Федерации»

**Адрес:** Настасьинский пер., д. 3, стр. 2, Москва 127006, Россия
Тел. (495) 699-74-14
E-mail: mail@nifi.ru
Сайт: www.nifi.ru

**ISSN 2075-1990** (Print), **ISSN 2658-5332** (Online).

Свидетельство о регистрации СМИ от 08.05.2019 ПИ № ФС77-75704, выдано Федеральной службой по надзору в сфере связи, информационных технологий и массовых коммуникаций (Роскомнадзор).

Издание включено:
— в Российский индекс научного цитирования (РИНЦ) с 2009 г.;
— в базу научного цитирования Russian Science Citation Index (RSCI) на платформе Web of Science;
— в Перечень рецензируемых научных изданий, в которых должны быть опубликованы основные научные результаты диссертаций на соискание ученой степени кандидата наук, на соискание ученой степени доктора наук;
— в Научную электронную библиотеку «КиберЛенинка»;
— в международный каталог периодических изданий Ulrich's Periodicals Directory;
— в международную базу научных журналов открытого доступа Open Academic Journals Index;
— в международный каталог научных журналов открытого доступа Directory of Open Access Journals (DOAJ).

Тексты статей в открытом доступе размещаются:
— на официальном сайте журнала www.finjournal.ru;
— на портале Научной электронной библиотеки (НЭБ) eLIBRARY.RU;
— на портале Научной электронной библиотеки «КиберЛенинка»;
— в международной базе научных журналов открытого доступа Open Academic Journals Index (OAJI).

Статьи индексируются в международной базе данных Research Papers in Economics (RePEc) и в международном каталоге научных журналов открытого доступа Directory of Open Access Journals (DOAJ).

Все статьи проходят обязательное научное рецензирование и проверку на отсутствие элементов плагиата. Процедура рецензирования является анонимной и для рецензента, и для автора. Мнения авторов могут не совпадать с мнением редакции.

Статьям присваиваются цифровые идентификаторы объектов — DOI (Digital Object Identifier). Статьи публикуются БЕСПЛАТНО.

© Научно-исследовательский финансовый институт Министерства финансов Российской Федерации, 2022
© Financial Research Institute, 2022

## Издательская этика

Редакция, Редакционная коллегия и Издатель «Финансового журнала» руководствуются общепринятыми международными стандартами этики научных публикаций, разработанными и утвержденными Комитетом по этике научных публикаций (Committee on Publication Ethics — COPE) и прилагают все усилия для полного их соблюдения.

## Редакционная коллегия

**Алексеев М. В.**, профессор Индианского университета (г. Блумингтон, США)

**Богачева О. В.**, кандидат экономических наук, ведущий научный сотрудник Национального исследовательского института мировой экономики и международных отношений им. Е. М. Примакова РАН (г. Москва)

**Герри К. Д.**, профессор Оксфордского университета (г. Оксфорд, Великобритания)

**Гурвич Е. Т.**, кандидат физико-математических наук, руководитель Экономической экспертной группы, член Экономического совета при Президенте РФ, член Общественного совета при Минфине России (г. Москва)

**Гутцайт Е. М.**, доктор экономических наук, ведущий научный сотрудник Центра методологии бухгалтерского учета НИФИ Минфина России (г. Москва)

**Дробышевский С. М.**, доктор экономических наук, доцент, директор по научной работе Института экономической политики им. Е. Т. Гайдара (г. Москва)

**Дэвис К. М.**, профессор Бирмингемского университета (г. Бирмингем, Великобритания)

**Кабир Л. С.**, доктор экономических наук, профессор, профессор РАН, главный научный сотрудник Центра международных финансов НИФИ Минфина России (г. Москва)

**Котликофф Л. Д.,** профессор Бостонского университета (г. Бостон, США)

**Михайлов А. Ю.**, кандидат экономических наук, заведующий Лабораторией «Томсон Рейтер» Департамента банковского дела и финансовых рынков Финансового университета при Правительстве Российской Федерации (г. Москва)

**Назаров В. С.**, кандидат экономических наук, директор НИФИ Минфина России, главный редактор «Финансового журнала» (г. Москва)

**Омельяновский В. В.**, доктор медицинских наук, профессор, заведующий Лабораторией оценки технологий, в здравоохранении Института прикладных экономических исследований РАНХиГС (г. Москва)

**Пинская М. Р.**, доктор экономических наук, доцент, руководитель Центра налоговой политики НИФИ Минфина России (г. Москва)

**Трубин В. В.**, кандидат экономических наук, эксперт Управления социальной политики Аналитического центра при Правительстве Российской Федерации (г. Москва)

**Трунин П. В.**, доктор экономических наук, руководитель научного направления «Макроэкономика и финансы» Института экономической политики им. Е. Т. Гайдара (г. Москва)

**Швандар К. В.**, доктор экономических наук, руководитель Центра перспективного финансового планирования, макроэкономического анализа и статистики финансов НИФИ Минфина России (г. Москва)

ISSN 2075-1990 (Print)
ISSN 2658-5332 (Online)

# Financial Journal

Scientific and Practical Journal

The Journal is issued 6 times a year.
Published since July 2009.

DOI: 10.31107/2075-1990-2022-1

Vol. 14
No. 1
2022

**Vladimir S. Nazarov. Editor in Chief**
Director of the Financial Research Institute, Candidate of Economic Sciences

**Founder and Publisher** — Financial Research Institute
**Address:** 3, bldg. 2, Nastasyinsky Lane, Moscow 127006, Russian Federation
Phone: + 7 495 6997414
E-mail: mail@nifi.ru
Website: www.nifi.ru

**Editorial Office Address:**
3, bldg. 2, Nastasyinsky Lane, Moscow 127006, Russian Federation
Phone: + 7 495 6997683
E-mail: finjournal@gmail.com
Website: www.finjournal-nifi.ru

The Journal publishes studies on the following topics: public finance (budget system, intergovernmental relations, development and implementation of fiscal, monetary and tax policies etc.), financial markets, insurance, banking, accounting and auditing, financial control, statistics, macroeconomic modelling, and international finance.

The Journal is published mainly in Russian with English summaries and bibliographical information. All articles are assigned Digital Object Identifiers (DOIs). Articles are published for FREE.

All articles are reviewed. Decisions about the publishing of articles are based on a double-blind review process. Opinions of the authors may not coincide with the opinion of the publisher.

The Journal is issued 6 times a year (in February, April, June, August, October, and December).

The articles are publicly available on the Financial Journal website, www.finjournal-nifi.ru, on the Open Academic Journals Index (OAJI) and at the Scientific Electronic Library portal, www.elibrary.ru.

The Journal is included in Ulrich's Periodicals Directory.

Journal articles are indexed in the international database RePEc (Research Papers in Economics) and in the international catalog DOAJ (Directory of Open Access Journals).

## Publishing Ethics

The Editorial Office, Editorial Board and Publisher of the Financial Journal are guided by generally accepted international standards for the ethics of scientific publications developed and approved by the Committee on Publication Ethics (COPE), and make every effort to fully comply with them.

## Editorial Board

**Michael V. Alexeev**, Professor at Indiana University (Bloomington, USA)

**Olga V. Bogacheva**, Candidate of Economic Sciences, Leading Researcher at the Primakov National Research Institute of World Economy and International Relations (Moscow, Russian Federation)

**Christopher J. Gerry**, Professor at the University of Oxford (Oxford, United Kingdom)

**Evsey T. Gurvich**, Candidate of Physical and Mathematical Sciences, Head of Economic Expert Group, Member of the Economic Council under the President of the Russian Federation, Member of the Public Council under the Ministry of Finance of the Russian Federation (Moscow, Russian Federation)

**Evgeny M. Gutzait**, Doctor of Economic Sciences, Leading Researcher at the Center for Methodology of Accounting of the Financial Research Institute (Moscow, Russian Federation)

**Christopher M. Davis**, Professor at the University of Birmingham (Birmingham, United Kingdom)

**Sergey M. Drobyshevsky**, Doctor of Economic Sciences, Academic Director at Gaidar Institute for Economic Policy (Moscow, Russian Federation)

**Ludmila S. Kabir**, Doctor of Economic Sciences, Professor, Professor of the Russian Academy of Sciences, Chief Research Associate at the Center for International Finance of the Financial Research Institute (Moscow, Russian Federation)

**Laurence J. Kotlikoff**, Professor at Boston University (Boston, USA)

**Alexey Yu. Mikhaylov**, Candidate of Economic Sciences, Head of the Thomson Reuters Laboratory, Financial University under the Government of the Russian Federation (Moscow, Russian Federation)

**Vladimir S. Nazarov**, Candidate of Economic Sciences, Director of the Financial Research Institute, Editor in Chief of the Financial Journal, (Moscow, Russian Federation)

**Vitaly V. Omelyanovskiy**, Doctor of Medical Sciences, Professor, Head of the Laboratory for Health Technology Assessment of the Institute of Applied Economic Research at the Russian Presidential Academy of National Economy and Public Administration (Moscow, Russian Federation)

**Milyausha R. Pinskaya**, Doctor of Economic Sciences, Head of the Center for Tax Policy of the Financial Research Institute (Moscow, Russian Federation)

**Vladimir V. Trubin**, Candidate of Economic Sciences, Expert at the Department for Social Policy of the Analytical Center under the Government of the Russian Federation (Moscow, Russian Federation)

**Pavel V. Trunin**, Doctor of Economic Sciences, Head of the Macroeconomics and Finance Division at Gaidar Institute for Economic Policy (Moscow, Russian Federation)

**Kristina V. Shvandar**, Doctor of Economic Sciences, Head of the Advanced Financial Planning, Macroeconomic Analysis and Finance Statistics Center of the Financial Research Institute (Moscow, Russian Federation)

© Financial Research Institute, 2022

# Содержание

***Налоговая политика***

**В. В. Громов**
Специфика и проблемы налогового стимулирования
малых ИТ-компаний в России ..... 8

***Финансовый рынок***

**О. М. Скапенкер**
Институциональная структура российского финансового рынка:
необходимость регуляторной трансформации ..... 26

***Мировая экономика***

**L. Melnikovová, Sh. Shadmanov, S. Voronin, B. Qoraboev**
Uzbekistan's Trade Policy Liberalization.
Predicted Impact of WTO Accession on Chemical Industry Trade ..... 39

**В. Н. Руцкий, И. А. Филиппов**
Взаимосвязь уровня бедности и факторов зеленой экономики
в странах Европейского союза ..... 56

***Международные финансы***

**A. Orji, J. E. Ogbuabor, C. E. Ugwu, O. I. Anthony-Orji, L. C. Nwufo**
Cash Reserve Ratio and Credit to Micro-, Small
and Medium-Sized Enterprises in Developing Economies.
Analysis of Transmission Channels Using Nigerian Data ..... 71

**В. В. Назарова, А. А. Иванова**
Выбор политики выплат инвесторам: исследование рынка США ..... 89

**А. А. Батарин**
Особенности государственного регулирования применения
контрольно-кассовых машин в Киргизской Республике ..... 108

***Рынок криптовалют***

**Т. А. Горбачева**
Понятие стейблкоинов и актуальное состояние рынка стабильных монет ..... 126

# Contents


***Tax Policy***

**V.V. Gromov**
Features and Problems of Tax Incentives for Small Software Companies in Russia ..... 8

***Financial Market***

**O.M. Skapenker**
Institutional Structure of the Russian Financial Market: The Need for Regulatory Transformation ..... 26

***World Economy***

**L. Melnikovová, Sh. Shadmanov, S. Voronin, B. Qoraboev**
Uzbekistan's Trade Policy Liberalization. Predicted Impact of WTO Accession on Chemical Industry Trade ..... 39

**V.N. Rutskiy, I.A. Filippov**
Relationship Between the Level of Poverty and the Factors of Green Economy in the Countries of the European Union ..... 56

***International Finance***

**A. Orji, J.E. Ogbuabor, C.E. Ugwu, O.I. Anthony-Orji, L.C. Nwufo**
Cash Reserve Ratio and Credit to Micro-, Small and Medium-Sized Enterprises in Developing Economies. Analysis of Transmission Channels Using Nigerian Data ..... 71

**V.V. Nazarova, A.A. Ivanova**
Payment to Investors Policy Choice: US Market Research ..... 89

**A.A. Batarin**
Features of State Regulation of Cash Registers Use in the Kyrgyz Republic ..... 108

***Cryptocurrency Market***

**T.A. Gorbacheva**
Stablecoins As a New Word in the Cryptocurrency Market ..... 126

https://doi.org/10.31107/2075-1990-2022-1-8-25

CC BY

# Специфика и проблемы налогового стимулирования малых ИТ-компаний в России

***Владимир Владимирович Громов***
*E-mail: gromov-vv@ranepa.ru, ORCID 0000-0003-1340-359X*
*Институт прикладных экономических исследований РАНХиГС, Москва 119571, Российская Федерация*

***Аннотация***
*С 1 января 2021 г. российские ИТ-компании получают усиленную налоговую поддержку от государства в виде отмены обязанности по уплате региональной части налога на прибыль и исчисления страховых взносов по льготному тарифу в размере 7,6 %. И если для средних и крупных ИТ-компаний эффективность этих льгот в части снижения налоговой нагрузки вполне очевидна, то для субъектов малого бизнеса, традиционно поддерживаемых через УСН, новые налоговые льготы создают прежде всего альтернативный режим налогового стимулирования.*
*Цель статьи заключается в том, чтобы на основе анализа структуры ИТ-отрасли, сравнения условий и объема льготирования малого ИТ-бизнеса выявить проблемы в распределении налоговых преференций и предложить пути их решения. В статье обоснован вывод о том, что действующая конструкция налоговых льгот далека от оптимальной и искажает принципы справедливости налогообложения: льготы, адресуемые ИТ-компаниям, в общем случае дают больше выгод, чем применение упрощенной системы, однако сложнее всего их получить именно малым ИТ-компаниям, хотя они составляют ядро отрасли; основной объем отраслевых льгот распределяется в пользу немногочисленного среднего и крупного ИТ-бизнеса, а результатом конфликта налоговых режимов становится вертикальная налоговая конкуренция за налоговую базу малого ИТ-бизнеса. Исходя из этого, в статье предлагаются меры, направленные на повышение нейтральности льгот к масштабу бизнеса и гармонизацию правил налогового стимулирования.*

***Ключевые слова:*** *ИТ-компания, ИТ-отрасль, малый бизнес, налог на прибыль организаций, налоговая льгота, страховые взносы, упрощенная система налогообложения*

***JEL:*** *E62, H32, K34*

***Для цитирования:*** *Громов В. В. Специфика и проблемы налогового стимулирования малых ИТ-компаний в России // Финансовый журнал. 2022. Т. 14. № 1. С. 8–25. https://doi.org/10.31107/2075-1990-2022-1-8-25.*

*© Громов В. В., 2022*

---

https://doi.org/10.31107/2075-1990-2022-1-8-25

## Features and Problems of Tax Incentives for Small Software Companies in Russia

***Vladimir V. Gromov***
*RANEPA, Moscow 119571, Russian Federation*
*gromov-vv@ranepa.ru, https://orcid.org/0000-0003-1340-359X*

***Abstract***
*Since 2021, Russian IT companies have been stimulated by enhanced tax incentives, which allow one to pay corporate income tax only to the federal budget as well as pay social security contributions at a heavily reduced rate. While medium and large businesses get benefits from the new government support, small enterprises are traditionally supported through the simplified taxation system, which offers alternative tax measures. For this reason, the purpose of the article is to identify problems which could arise when new incentives are distributed in the economy. Based on the structure of the IT industry and the conditions of reducing taxes, it is argued that fairness of taxation is broken as small IT (software) companies constitute the majority and, at the same time, have little chance to be included in the tax incentive scope. The new privileges addressed to IT companies actually favor some businesses with high turnovers, and even the favorable simplified taxation system cannot completely eliminate distortions in the tax burden level. Along with this, sub-central governments have a strong motivation to raise their tax revenues within the framework of vertical tax competition. There is a need to make the tax system more neutral as well to harmonize tax regimes, and the article provides relevant proposals.*

***Keywords:*** *corporate income tax, IT industry, simplified taxation system, small business, social security contributions, software company, tax incentive*

***JEL:*** *E62, H32, K34*

***For citation:*** *Gromov V.V. Features and Problems of Tax Incentives for Small Software Companies in Russia. Financial Journal, 2022, vol. 14, no. 1, pp. 8–25 (In Russ.).*
*https://doi.org/10.31107/2075-1990-2022-1-8-25.*

*© Gromov V.V., 2022*

## ВВЕДЕНИЕ

23 июня 2020 г. Президент РФ В. Путин объявил о намерении государства поддержать российскую ИТ-отрасль с помощью новых налоговых льгот. Было предложено установить ставку налога на прибыль организаций в размере 3 % вместо 20 %, а пониженный тариф страховых взносов, прежде составлявший у ИТ-компаний 14 %, уменьшить до 7,6 %. С 1 января 2021 г. эти льготы вступили в силу, и в их обоснование легли следующие доводы. Во-первых, экспорт программного обеспечения является одним из приоритетов развития отечественной экономики, которая должна стать более конкурентоспособной на мировом рынке информационных продуктов и технологических решений. Во-вторых, внедрение цифровых технологий в деятельность государственных органов и экономических субъектов повышает адаптивность социальной системы к экономическим кризисам, и это стало особенно заметно на фоне распространения новой коронавирусной инфекции. Негативные последствия ограничительных мер были смягчены переводом многих граждан на дистанционный режим работы, который был бы невозможен без коммуникации в режиме онлайн. В-третьих, динамично развивать ИТ-отрасль на территории России способны наиболее квалифицированные и, как следствие, высокооплачиваемые специалисты, привлечение которых в условиях международной конкуренции требует от властей снижения фискальной нагрузки на заработную плату, чтобы российские ИТ-компании могли вкладывать больше средств в фонд оплаты труда, финансирование которого у таких компаний составляет, как известно, основную статью расходов[1]. Кроме того, цифровизация играет ключевую роль для сферы услуг в постиндустриальной экономике, а потому лидерство в цифровом экономическом укладе будет переходить к странам, уже сегодня уделяющим внимание ИТ-отрасли при проведении своей налоговой политики.

[1] *Обращение Президента РФ от 23 июня 2020 г. URL: http://kremlin.ru/events/president/news/63548.*

В то же время указанные льготы, имплементированные в общий налоговый режим, являются только частью сложившейся парадигмы налогового благоприятствования. Российская налоговая политика уже многие годы выстраивается на широком применении регулирующей функции налогообложения, исходя из того, что «общую систему налогообложения большинство предпринимателей не рассматривает в качестве возможной» из-за тяжести предусмотренных ею налогов, равно как высокой административной нагрузки [Панфилов Д. С., 2010]. В первую очередь эту тяжесть испытывают на себе представители малого бизнеса, для которых налоговые послабления, объединяемые сегодня в упрощенной системе налогообложения (УСН), зачастую являются единственно приемлемым способом поддерживать рентабельность предпринимательской деятельности и конкурировать с более крупными компаниями. Для компенсации низкой финансовой устойчивости небольших компаний государство начиная с 1990-х гг. обращается к специальным налоговым режимам, которые «позволили в значительной мере снизить налоговую нагрузку на малый бизнес» [Малис Н. И., 2008], включая ИТ-отрасль, и обеспечить прогрессивность в корпоративном налогообложении. Тем самым цели поддержки малого бизнеса и ИТ-отрасли, независимые друг от друга на первый взгляд, соединяются в вопросах налогового стимулирования малых ИТ-компаний, формируя прецедент пересечения налоговых льгот и режимов деятельности, когда одна и та же компания наделяется правом снижать налоги в силу принадлежности либо к ИТ-отрасли, либо к субъектам малого бизнеса. И у такой компании возникают перспективы выбора между общей и упрощенной системами налогообложения.

Новые меры поддержки ИТ-отрасли изменили традиционную схему распределения налоговых льгот в зависимости от масштабов деятельности, и цель сравнения налоговых режимов — установить, как этот маневр отразился на справедливости налоговой системы. Отталкиваясь от приоритетов поддержки малого бизнеса в РФ, у нас есть основания ожидать, что одним из ключевых результатов применения новых налоговых льгот должно стать улучшение позиций малых ИТ-компаний, нуждающихся в льготах сильнее, чем средний и крупный ИТ-бизнес, и это именно тот критерий, с позиции которого следует оценивать правильность распределения налоговых расходов бюджетной системы. Но прежде чем рассматривать альтернативные режимы, необходимо выявить структуру ИТ-отрасли, чтобы обосновать целесообразность и значимость гармонизации мер в области налогового стимулирования.

## НАЛОГОВЫЙ ПЕРИМЕТР И СТРУКТУРА ИТ-ОТРАСЛИ

Когда говорят о той или иной отрасли национальной экономики, то обычно имеют в виду всех отечественных производителей аналогичного товара[2]. Информационный продукт как результат интеллектуальной деятельности, осуществляемой в сфере информационных технологий, тоже является товаром, поскольку информация, опирающаяся на знания как «наиболее ценный ресурс в условиях постиндустриальной экономики» [Одинцова Т. М., 2021], создает новую стоимость. Будучи обособленной и представленной в конкретно организованной форме, информация может становиться предметом правовых отношений[3]. Поэтому ИТ-отрасль представляет собой совокупность ИТ-компаний, и их поддержка является одним из приоритетов современной налоговой политики. Однако это не значит, что любая компания, деятельность которой может быть отнесена к сфере информационных

---

[2] *Федеральный закон от 8 декабря 2003 г. № 165-ФЗ «О специальных защитных, антидемпинговых и компенсационных мерах при импорте товаров».*

[3] *Модельный информационный кодекс для государств — участников СНГ (принят в Санкт-Петербурге 23 ноября 2012 г.).*

технологий, теперь вправе считать себя бенефициаром новых льгот по налогу на прибыль и страховым взносам. Несмотря на установившуюся в официальных кругах традицию связывать эти льготы с ИТ-отраслью в целом при анонсировании мер поддержки и утверждении соответствующих программных документов[4], государство вовсе не имеет планов на то, чтобы стимулировать отрасль целиком. Данная черта налоговой политики обнаруживается при анализе норм налогового законодательства, которое, накладывая ряд ограничений на применение льгот, вводит закрытый перечень операций, доходы от которых должны составлять не меньше 90 % в общей выручке организации, чтобы она считалась ИТ-компанией *в налоговых целях* и на этом основании имела право пользоваться льготами. К таким операциям согласно п. 1.15 ст. 284 и п. 5 ст. 427 НК РФ отнесены реализация экземпляров программ и баз данных, предоставление и передача прав пользования ими, а также оказание услуг и работ в этой области, включая разработку программ и баз данных по индивидуальным заказам, их установку, тестирование и сопровождение. Конкретизация видов деятельности имеет место потому, что область информационных технологий как таковая гораздо шире льготируемых направлений экономической активности, охватывая на уровне ОКВЭД[5] услуги, связанные с функционированием web-сайтов, распространением информационных и новостных материалов в интернете, поиском информации, составлением обзоров новостей. Однако перечисленные виды деятельности, несмотря на принадлежность к ИТ-отрасли, не подпадают под действие льгот, поскольку доходы от них не учитываются при определении права компании уменьшать налоговые платежи. Это значит, что в системе налоговых отношений электронные СМИ (сетевые издания), информационные агентства и службы, рекламные платформы, сервисы заключения сделок, маркетплейсы изначально не рассматриваются как ИТ-компании. То есть, заявляя меры по поддержке ИТ-отрасли, государство в действительности предполагает стимулировать только часть отраслевой экономической активности, обособляемой при помощи механизма аккредитации ИТ-компаний, прохождение которой служит минимально необходимым условием для получения от государства налоговых льгот. Сужение стимулируемых видов деятельности оправдано задачей оказывать содействие сфере высоких технологий, равно как нецелесообразностью наращивать налоговые расходы в отношении компаний, которые не являются драйверами отрасли. Но тем не менее акценты налоговой политики, ставящей во главу угла поддержку ИТ-компаний как таковых, могут формировать в обществе неверное понимание реализуемых государством инициатив, способствуя появлению ожиданий в получении льгот среди налогоплательщиков, которым никогда не планировалось предоставлять какие-либо преференции[6]. Проблемой в данном контексте является возможное давление бизнес-сообщества, не получившего льготы, на государство с целью увеличения налоговых расходов либо отрицательное восприятие налоговой системы как недостаточно справедливой.

Принцип избирательности проявляется и в отборе бенефициаров по составу выручки, почти вся сумма которой, как отмечено выше, должна складываться у налогоплательщика из доходов, приносимых разработкой программ и (или) баз данных, а потому сам факт осуществления этих операций даже в качестве основного вида деятельности не гарантирует возможность получения льгот. Этот отбор, в свою очередь, усиливается требованием

---

[4] *Так, в «Основных направлениях бюджетной, налоговой и таможенно-тарифной политики на 2022 год и на плановый период 2023 и 2024 годов» говорится об установлении дополнительных льгот для компаний, осуществляющих деятельность в области информационных технологий.*

[5] *ОК 029-2014 (КДЕС Ред. 2). Общероссийский классификатор видов экономической деятельности, утв. приказом Росстандарта от 31 января 2014 г. № 14-ст.*

[6] *В «Основных направлениях бюджетной, налоговой и таможенно-тарифной политики на 2021 год и на плановый период 2022 и 2023 годов» говорится об использовании налоговой политики для развития перспективных отраслей, в том числе информационных технологий.*

о минимальной численности работников, которая должна составлять у ИТ-компании не менее семи человек. Поскольку официально декларируемой целью введения льгот называется поддержка ИТ-компаний[7], часть из которых тем не менее отсекается от мер поддержки в нормах налогового законодательства, можно говорить о наличии специфического налогового периметра ИТ-отрасли. Если по видам деятельности и ее показателям компания не вписывается в этот периметр, то в глазах государства она как бы теряет связь со сферой информационных технологий и на этом основании не может претендовать на снижение налогов, даже если продолжает учитываться в ИТ-отрасли для целей государственного статистического учета[8]. Тем самым условия получения льгот выступают в качестве маркеров, по которым идентифицируются ИТ-компании на уровне налоговой политики и из выборки которых получается реальный состав бенефициаров. Определяя его, налоговое законодательство апеллирует не столько к тому, что объединяется понятием IT-company, сколько к категории организаций, которые принято называть Software Company.

Так называемые софтверные компании выделяются по основной функции, а именно созданию и реализации продукции, имеющей форму программ и приложений[9]. В сущности, именно эта деятельность и подлежит налоговому стимулированию, а потому действительный субъектный охват налоговых льгот остается достаточно узким, в связи с чем их отождествление вообще с ИТ-компаниями следует признать неверным. И для этого есть несколько причин. Например, сфера ИТ, как известно, охватывает работы в сфере аппаратного обеспечения («железа»), включающие установку и настройку ПК, его восстановление после сбоя, инсталляцию программ, т. е. все то, что обычно относится к функционированию корпоративных ИТ-отделов и не имеет никакого отношения к налоговым льготам. Также в обозначении ИТ-компаний до сих пор нет ясности: их единое определение в отечественном правовом поле отсутствует и фактически подменяется критериями поддержки, которые устанавливаются лишь на период ее предоставления и могут меняться с течением времени в зависимости от целей налоговой политики, попутно создавая нормативные противоречия. С одной стороны, в налоговых отношениях ИТ-компания — это аккредитованная организация, осуществляющая деятельность в области информационных технологий и занимающаяся, как правило, разработкой программного обеспечения. Согласно данным Росстата, в секторе малого и среднего предпринимательства этот вид деятельности является основным у ¾ предприятий — потенциальных бенефициаров налоговых льгот[10]. С другой стороны, область информационных технологий начиная с 1 января 2017 г. не включает в себя разработку программного обеспечения на уровне ОКВЭД, а потому с формальной точки зрения софтверные компании, ради которых были введены льготы, не могут называться ИТ-компаниями. Тогда к числу последних правомерно относить исключительно компании, которые занимаются созданием баз данных и информационных ресурсов, но не программ[11]. Соответственно, понятие ИТ-компании остается довольно расплывчатым и употребляется в вопросах налогового стимулирования безотносительно и к ОКВЭД, и к периметру льгот, фактически более узкому в сравнении с изначально широкой сферой ИТ.

---

[7] *Указанная цель легла в обоснование инициативы Правительства РФ по снижению налога на прибыль и страховых взносов. См. пояснительную записку к проекту федерального закона № 990337-7.*

[8] *Иными словами, получение профильных доходов в размере ниже 90 % выручки, равно как привлечение менее семи человек, еще не означает, что компания на самом деле выпадает из ИТ-отрасли.*

[9] *What's the difference between IT and software companies / Unosquare, December 12, 2019. URL: https://blog.unosquare.com/whats-the-difference-between-it-and-software-companies.*

[10] *Здесь и далее данные Росстата о субъектах МСП приводятся по сборнику «Малое и среднее предпринимательство в России 2019».*

[11] *Разработке программного обеспечения соответствует ОКВЭД 62, области информационных технологий — ОКВЭД 63. Это разные классы видов деятельности.*

На сегодняшний день ИТ-отрасль состоит преимущественно из микропредприятий. По данным информационной системы СПАРК, на крупный бизнес приходится лишь 0,5 % всех юридических лиц, занятых в области информации и связи; на средний бизнес — 0,7 %; на малые предприятия — 98,8 %, из которых большинство — это микробизнес с долей, равной 93,5 %[12]. Из единого реестра субъектов малого и среднего предпринимательства (МСП) мы можем узнать, что среднее количество малых ИТ-компаний, занимающихся в России разработкой программного обеспечения, за последние пять лет составляет 44,3 тыс. ед., тогда как средний ИТ-бизнес включает всего лишь около 200 софтверных организаций[13]. Таким образом, реальный субъектный охват налоговых льгот, адресуемых ИТ-отрасли, определяется их доступностью для субъектов малого бизнеса, прошедших аккредитацию в качестве ИТ-компаний. Между тем налоговые льготы, предоставляемые по основному виду деятельности, а не по ее масштабам, доступны и среднему, и крупному ИТ-бизнесу, а потому критерием справедливости налогового стимулирования здесь является нейтральная схема распределения льгот, при которой увеличение или уменьшение выручки не должно приводить к изменению прав на снижение налогов внутри отрасли. Кроме того, выявленная структура ИТ-отрасли указывает на то, что для большинства ее представителей актуальным является вопрос о выборе УСН в качестве альтернативы применению общего налогового режима с льготами для ИТ-компаний. Поэтому, чтобы оценить реальный стимулирующий эффект этих льгот, необходимо сопоставить налоговые режимы друг с другом.

В настоящее время состав налоговых льгот, которыми можно воспользоваться, будучи одновременно ИТ-компанией и субъектом МСП, аналогичен. Он включает в себя три основные льготы: пониженные тарифы страховых взносов, пониженную ставку налога, уплачиваемого с финансового результата (т. е. налога на прибыль организаций либо единого налога упрощенной системы), а также освобождение от уплаты НДС. Однако подходы к налоговому стимулированию малого бизнеса и ИТ-отрасли существенно отличаются, и ключевые отличия пролегают в области прямого налогообложения[14].

## СТРАХОВЫЕ ВЗНОСЫ

Страховые взносы — это отчисления работодателя на социальные нужды, которые вместе с налогом на доходы физических лиц входят в группу налогов на фонд оплаты труда, а потому снижение размера таких отчислений является способом высвобождения дополнительных денежных средств, облегчающих компаниям процесс найма работников и улучшающих для них перспективы роста заработной платы. В связи с этим пониженный тариф отчислений служит ключевой льготой при открытии бизнеса, когда ему требуется управленческий персонал, а остальные льготы остаются бесполезными из-за отсутствия налоговой базы на фоне неначавшихся продаж и (или) неполученной прибыли (по крайней мере до прохождения точки безубыточности). Известно, что процесс роста новых компаний обычно сдерживается необходимостью перечисления в государственные

---

[12] *Информация и связь — это обобщенная группировка видов экономической деятельности. Тем не менее большинство относимых к ней компаний занимается разработкой программного обеспечения. Их доля составляет 48,0 %, и еще 18,4 % — это компании, которые классифицируются по области информационных технологий. URL: https://spark-interfax.ru/statistics.*

[13] *Следует отметить, что Росстат фиксирует в два раза меньше таких организаций.*

[14] *Льгота по НДС действует одинаково, освобождая налогоплательщика от начисления налога при реализации информационных продуктов, поэтому в силу общей нейтральности данной льготы мы ее не рассматриваем. Тем не менее заметим, что на УСН освобождение предоставляется по всем операциям, а на общем налоговом режиме — только в части ИТ-операций. Кроме того, согласно подп. 26 п. 2 ст. 149 НК РФ отраслевая льгота по НДС доступна, когда программа / база данных включена в специальный реестр, который подтверждает принадлежность информационного продукта к российскому сегменту ИТ-отрасли.*

внебюджетные фонды взносов, поскольку размер последних обычно «не зависит ни от финансовых результатов, ни от видов деятельности» [Данилькевич Л. И., 2016]. В этих условиях снижение нагрузки на формирующийся фонд оплаты труда приобретает тем большую ценность, чем выше роль знаний и, как следствие, квалификации кадров в создании информационного продукта. То есть льгота по страховым взносам — это ключевой импульс для запуска ИТ-стартапов как компаний, основанных на принципиально новой идее, но находящихся в самом начале пути развития и поиска наиболее эффективной бизнес-модели[15]. Это объясняет тот факт, что налоговая поддержка ИТ-компаний в свое время началась именно с послаблений в части единого социального налога: с 1 января 2007 г. такие компании быстрее достигали регрессивного снижения налоговой ставки благодаря льготной шкале налогообложения заработных плат[16]. Однако как таковая льготная ставка в размере 14 % появилась в РФ с 1 января 2010 г. одновременно с реформой администрирования социальных платежей, проведенной исходя из идеи отрицания их налоговой природы. Сначала в законе «О страховых взносах», а с 1 января 2017 г. в главе 34 НК РФ эта ставка применялась до 1 января 2021 г., начиная с которого снижена до 7,6 % (подп. 1.1 п. 2 ст. 427 НК РФ). Характерной чертой этой льготы является ее нейтральность к выбираемому налогового режиму деятельности: переход на УСН не мешает применять тариф, предусмотренный для ИТ-отрасли.

Тем не менее у малого и среднего бизнеса, включая ИТ-компании, есть собственная льгота по страховым взносам, позволяющая снижать размер отчислений до 15 % вместо 30 % при выплатах заработной платы свыше 1 МРОТ за месяц, но при этом не зависящая от вида деятельности (п. 2.1 ст. 427 НК РФ). Она действует с 1 апреля 2020 г. и была первоначально установлена в условиях пандемии как антикризисная мера[17], переходящая в бессрочный налоговый стимул, необходимый для того, чтобы в перспективе работодатели были мотивированы на повышение заработных плат[18]. Данный подход вполне логичен, поскольку пострадавшим компаниям потребуется время на то, чтобы восстановить свое финансовое положение и обеспечить приемлемую оплату труда своим работникам. Стоит отметить, что работодателям не вменяется тот или другой порядок исчисления взносов: согласно позиции Минфина России (письмо от 12 августа 2020 г. № 03-15-05/70683) ИТ-компания вправе выбрать любой тариф, условиям которого она соответствует. И этот выбор налогоплательщика «не ставится в зависимость от применения им преференций по НДС и налогу на прибыль организаций» [Колосова И. Ю., 2020].

Опираясь на средний докризисный размер оплаты труда у микро-, малых и средних предприятий (2018 г.), а также на актуальную величину МРОТ (2022 г.), мы можем увидеть, как меняется фискальная нагрузка у ИТ-компаний по страховым взносам в зависимости от вида деятельности (в разрезе классов 62 и 63[19] ОКВЭД), ее масштаба и выбираемого тарифа. Полученные результаты представлены в табл. 1. Они показывают, что отраслевые налоговые льготы общего режима гораздо предпочтительнее, так как значительно снижают нагрузку на фонд оплаты труда в любом сценарии. Тариф, предназначенный для ИТ-компаний, более чем в два раза ниже реального тарифа, который применяют субъекты

---

[15] *Постановление № 51-20 Межпарламентской ассамблеи государств — участников СНГ «О Согласованном словаре терминов в области образования» (принято в Санкт-Петербурге 27 ноября 2020 г.).*

[16] *На выплаты от 75 тыс. руб. за год на каждого работника ставка снижалась с 26 до 10 %, тогда как в общем случае порог снижения составлял 280 тыс. руб. Сами ставки не были льготными.*

[17] *До пандемии планировалось перевести малый бизнес на общий порядок уплаты страховых взносов, т. е. по ставке 30 %. Например, в течение 2019 г. субъекты МСП не имели никаких льгот по страховым взносам.*

[18] *Обращение Президента РФ от 25 марта 2020 г. URL: http://kremlin.ru/events/president/news/63061.*

[19] *Налоговые льготы предоставляются только компаниям, которые по основному виду деятельности относятся к подгруппе 63.11.1 ОКВЭД («Деятельность по созданию и использованию баз данных и информационных ресурсов»). URL: https://digital.gov.ru/ru/activity/govservices/1/.*

МСП при существующем уровне оплаты труда в рассматриваемой отрасли. Однако на практике значение имеет не только потенциальный масштаб снижения налога, но и условия, которые должен выполнить налогоплательщик для получения льготы. Эти условия недостаточно благоприятны для малых ИТ-компаний.

*Таблица 1*

**Эффективный уровень обложения страховыми взносами ИТ-компаний в РФ / Effective social security contribution rates in Russian IT industry**

| Вид деятельности | | Разработка ПО (ОКВД 62) | | | Область ИТ (ОКВЭД 63) | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| Размер ИТ-компании | | Микро- | Малые | Средние | Микро- | Малые | Средние |
| Средняя заработная плата, руб., в т. ч.: | | 34 852 | 52 378 | 103 689 | 30 417 | 40 232 | 111 238 |
| в пределах 1 МРОТ | | 13 890 | 13 890 | 13 890 | 13 890 | 13 890 | 13 890 |
| свыше 1 МРОТ | | 20 962 | 38 488 | 89 799 | 16 527 | 26 342 | 97 348 |
| СВ — МСП, руб. | 30 % | 4167 | 4167 | 4167 | 4167 | 4167 | 4167 |
| | 15 % | 3144 | 5773 | 13470 | 2479 | 3951 | 14 602 |
| | сумма | 7311 | 9940 | 17637 | 6646 | 8118 | 18 769 |
| Эффективная ставка, % | | 21,0 | 19,0 | 17,0 | 21,8 | 20,2 | 16,9 |
| СВ — ИТ, руб. | 7,6 % | 2649 | 3981 | 7880 | 2312 | 3058 | 8454 |
| Эффективная ставка, % | | 7,6 | | | | | |

*Примечание: данные по малым предприятиям приведены с учетом микропредприятий / Note: small enterprises' data include microbusinesses.*
*Источники: Росстат, расчеты автора / Sources: Rosstat, author's calculations.*

Как было замечено выше, налоговая поддержка ИТ-отрасли распространяется на ИТ-компании, у которых среднесписочная численность работников составляет не менее семи человек. На первый взгляд это требование кажется совсем не строгим и даже формальным. Тем не менее согласно данным Росстата для большинства ИТ-компаний — а это, напомним, микробизнес — оно создает ощутимые барьеры. Средняя занятость на одном микропредприятии, разрабатывающем программное обеспечение, составляет три человека; в области ИТ (за исключением разработки программ) обычно нанимают только двух человек. На малых ИТ-предприятиях, включая микробизнес, трудятся в среднем пять и четыре человека соответственно. Помимо малого объема доступных финансовых ресурсов низкая численность персонала здесь объясняется необходимостью гарантировать специалистам конкурентоспособную оплату труда: несмотря на предельно малый штат, такие компании отличаются одними из самых высоких заработных плат в своем сегменте. На этом фоне средние и тем более крупные ИТ-компании не испытывают никаких проблем с выполнением данного требования, поскольку численность работников у них по определению превышает 100 человек. Следовательно, условие по численности работников нарушает принцип справедливости налогообложения, с одной стороны, лишая поддержки малые ИТ-стартапы, а с другой стороны, концентрируя налоговую поддержку всей ИТ-отрасли фактически на узкой прослойке бенефициаров, представленных главным образом средним и крупным ИТ-бизнесом. Тем самым налогообложение становится регрессивным: чем меньше масштаб бизнеса и хуже его финансовое положение, тем меньше вероятность воспользоваться льготой. Более того, ИТ-компания, вынужденная увольнять часть сотрудников из-за объективных причин, например внешних обстоятельств, которые от нее не зависят (таких как финансовый кризис, внешнеполитические санкции, последствия ограничительных мер в экономике), рискует оказаться в худших налоговых условиях, чем в периоды своего успеха. Причина, из-за которой нарушается логика стимулирования, заключается в неправильности используемого подхода, требующего от ИТ-компании как бы заслужить и доказать свое право на пониженное налогообложение, закрепившись в рыночной нише и «дотянувшись» до требуемых показателей.

Исходя из этого, менее благоприятный, но по-прежнему льготный тариф взносов, установленный для всех субъектов МСП, предстает для ИТ-компаний как способ избежать существенного роста фискальной нагрузки в ситуации, когда получить отраслевую налоговую льготу не представляется возможным. Поскольку ни вид деятельности, ни структура выручки для снижения тарифа при небольших оборотах не играют роли, от налогоплательщика не требуется ничего, кроме принадлежности к малому или среднему бизнесу. Вместе с тем при существующих правилах снижения тарифа с 30 до 15 % на границе МРОТ налоговые выгоды максимизируются вместе с ростом оплаты труда. Ведь чем она выше, тем больше доля сумм, подпадающих под действие пониженного тарифа, и меньше эффективная налоговая ставка. Но формальное равенство условий получения льготы не подкрепляется равенством экономических возможностей. Резервы увеличения заработной платы прямо пропорционально зависят от размера выручки, а потому налоговая экономия наращивается именно у среднего и крупного ИТ-бизнеса, располагающего более широкими возможностями для того, чтобы платить своим работникам высокие заработные платы в сравнении с сегментом малого ИТ-бизнеса, где такие возможности ограничены. В частности, для его субъектов эффективный уровень обложения взносами составляет примерно 21 %, а в сегменте среднего ИТ-бизнеса — 17 %. Иными словами, потоки налоговых расходов государства распределяются в экономике неравномерно, отчего фискальные интересы малых ИТ-компаний, не способных привлечь семь и более человек для работы по найму, не сбалансированы с интересами более крупных игроков рынка.

## НАЛОГ НА ПРИБЫЛЬ И ЕДИНЫЙ НАЛОГ

Если рассматривать ИТ-компанию как инвестиционный проект, то легче понять назначение льготы, предоставляемой государством в части налогообложения финансового результата. Инвесторы оценивают не только креативную перспективность идеи, лежащей в основе бизнеса, но и ожидаемый уровень экономической отдачи, от которой, в частности, зависит срок окупаемости инвестиций. Льготное налогообложение корпоративных доходов (прибыли), увеличивая текущую и планируемую рентабельность бизнеса, повышает не только резервы его роста, но и шансы на привлечение инвесторов на стадии запуска самого проекта, ведь «не многие компании проходят порог новичков» [Аншина Н., 2016]. И действительно, данные Росстата говорят о том, что в области информации и связи, представленной прежде всего малыми софтверными компаниями, примерно каждая четвертая из них является убыточной. Поэтому ставку налога на прибыль, установленную в размере 3 %, следует рассматривать как способ укрепления финансовой устойчивости и выживаемости ИТ-компаний. Вместе с тем условия получения этой льготы являются такими же, как и в случае со страховыми взносами, т. е. задают границу численности персонала в семь человек, до достижения которой льготу получить нельзя, что, очевидно, ставит средний и крупный ИТ-бизнес в преимущественные условия налогообложения, превращая льготу в способ поощрения успеха и привилегию сравнительно небольшого числа ИТ-компаний. С ростом масштабов бизнеса налоговая нагрузка гарантированно снижается, а при их снижении, наоборот, возникают риски лишиться поддержки, что искажает принцип налоговой справедливости. В свою очередь, справедливость как черта налоговой системы означает такое ее состояние, при котором вследствие уплаты налогов «достигается сокращение неравенства в экономическом положении плательщиков» [Пансков В. Г., 2020], воплощаемое в распределении налоговой нагрузки среди них [Ястребова Е. А., Богатырева А. Ф., 2020]. Дизайн налоговых льгот для ИТ-компаний отступает от этого фундаментального принципа.

Сложности в снижении налога на прибыль можно назвать избыточными, поскольку стимулирование рентабельности подчинено кадровым вопросам, при том что количество

работников как условие получения льготы не имеет никакого отношения к налоговой базе (прибыли), к которой льготная ставка непосредственно применяется. Выстроенные барьеры подталкивают новых налогоплательщиков либо к формальному созданию рабочих мест, которые в действительности не будут производительными, либо к переходу на УСН в качестве запасного варианта. В первом случае речь идет о том, что «зачастую компании на раннем этапе развития экономят на всем, в том числе на персонале, нанимая сотрудников по знакомству» [Филиппова В. В., 2014]. Отсутствие перспектив воспользоваться налоговыми льготами законным способом — одна из причин фиктивной занятости, т. е. найма работников при минимальной оплате труда с расчетом на то, что налоговые выгоды существенно превысят издержки на содержание номинальных рабочих мест, роль которых в развитии бизнеса будет скорее отрицательной. Вхождение в периметр налоговой льготы таким путем размывает в обществе культуру добросовестной уплаты налогов, которая в России и так остается низкой [Коркина Г. М., Смирнова О. П., 2019]. Кроме того, подобный способ действий неэффективен и для выполнения актуальных задач налогового стимулирования, потому что случайные и, как правило, неквалифицированные кадры не способны внести сколько-нибудь заметный вклад в создание востребованного информационного продукта с экспортным потенциалом, хотя именно на это рассчитывает государство, когда предоставляет льготы. Однако и без этого «две трети бизнес-проектов с участием родственников быстро гибнет порой уже на этапе стартапа» [Антоненко И. и др., 2012].

На этом фоне выделяется упрощенная система, применение которой позволяет малым ИТ-компаниям, не вписавшимся в периметр поддержки ИТ-отрасли, легально снижать налоговую нагрузку даже при отсутствии наемных работников и при любой структуре доходов. Главным образом необходимо «уместиться» в предельных значениях выручки — не более 200 млн руб. за год — и численности работников, которая не должна выходить за пределы 130 человек согласно п. 4 ст. 346.13 НК РФ. Режим полностью подходит для микропредприятий, признаваемых таковыми при выручке до 120 млн руб., и отчасти малых предприятий с градацией оборота на уровне 800 млн руб.[20] Вместе с тем отсутствие отраслевых условий применения этого режима вызвано его нейтральностью к абсолютному большинству видов деятельности, среди которых разработка программ и баз данных не стимулируется федеральными властями больше, чем иные направления экономической активности в рамках УСН. Иными словами, ИТ-компании как субъекты МСП ничем не выделяются среди всех остальных бенефициаров режима до тех пор, пока субъект РФ не предоставит в пользу ИТ-отрасли особые послабления при уплате единого налога. В связи с этим следует различать федеральные и региональные особенности применения УСН, существующие в силу полномочий субъектов РФ регулировать ставку единого налога, поступления которого формируют собственные доходы региональных бюджетов (что и предопределяет наличие этих полномочий).

Несмотря на то что курс федеральной налоговой политики был ориентирован на поддержку ИТ-отрасли, ИТ-компании, переходящие на УСН, не были выделены в особую категорию организаций, которым центр гарантировал бы какие-либо преимущественные налоговые условия внутри этого специального налогового режима. Переход на УСН, который может быть обусловлен не только отсутствием права использовать льготу по налогу на прибыль, но и соображениями простого администрирования (особенно в части планов отменить налоговые декларации для тех, кто платит единый налог с доходов при численности работников до пяти человек [Данченко С. П., 2021]), автоматически переводит

[20] *Постановление Правительства РФ от 4 апреля 2016 г. № 265 «О предельных значениях дохода, полученного от осуществления предпринимательской деятельности, для каждой категории субъектов малого и среднего предпринимательства».*

ИТ-компанию в разряд субъектов МСП, одновременно лишая ее отраслевых преимуществ при налогообложении финансового результата. Однако налоговая нагрузка при нахождении на УСН оказывается выше, чем на общем налоговом режиме с льготами для ИТ-компаний. Порядок определения налоговой базы в этих режимах не совпадает[21], но аналогом прибыли в рамках УСН являются доходы, уменьшаемые на расходы. И если в первом случае ставка снижена до 3 %, то во втором минимальная ставка, снижаемая по решению субъекта РФ, не может быть ниже 5 %, что характеризует российскую налоговую систему как недостаточно сбалансированную по объему стимулов, распределяемых между организациями с разными масштабами деятельности. По сути, размер налоговой ставки определяется не отраслью, а выбранным налоговым режимом, причем его выбор, как мы показали, отсутствует у большинства ИТ-компаний (микропредприятий).

Между тем одной из характерных черт УСН является ее гибкость, проявляющаяся в праве налогоплательщика не учитывать никакие расходы при исчислении единого налога, определяя его сумму на основе валовых доходов, ставка обложения которых может быть снижена до 1 % для любой категории налогоплательщиков, какую выберет субъект РФ, включая малые ИТ-компании. При этом очевидно, что УСН может конкурировать с льготой по налогу на прибыль, если ставка единого налога ниже 3 %, поскольку при равенстве ставок выгоднее платить налог с прибыли на общем налоговом режиме, а не с доходов на УСН, формирующих более крупную налоговую базу с учетом сумм невычитаемых расходов[22]. Но хотя доходы всегда больше прибыли, не стоит забывать, что в соответствии с п. 3.1 ст. 346.21 НК РФ единый налог, исчисленный с доходов, уменьшается на величину страховых взносов в пределах 50 % первоначально исчисленного обязательства, что может сильно менять расклад налоговой нагрузки[23]. Тогда их тариф приобретает для ИТ-компании куда больший смысл: чем он выше, тем сильнее снижается единый налог, т. е. рост тарифа компенсируется уменьшением единого налога[24]. Поэтому, даже если ИТ-компания не может применить льготу по страховым взносам в виде тарифа 7,6 %, у нее как субъекта МСП и плательщика единого налога с доходов будет право засчитывать взносы, исчисляемые по более высокому тарифу (см. табл. 1), в счет обязательства по уплате этого налога. Его эффективная ставка всегда будет ниже номинальной, пока у компании есть хотя бы один работник, за которого перечисляются взносы в государственную систему социального страхования. Так, например, если субъект РФ устанавливает ставку на доходы в размере 1 %, то типичная для российского ИТ-рынка малая софтверная компания, по нашим расчетам, имеет шансы снизить эффективную ставку единого налога до 0,6 %, как показано в табл. 2.

Однако, когда речь идет о налогообложении доходов, реальная тяжесть налогового бремени определяется не только размером установленной в законодательстве ставки, но и рентабельностью продаж, определяемой как отношение полученной прибыли к доходам налогоплательщика. Несмотря на то что прибыль не требуется рассчитывать для целей налогового учета при переходе на УСН с уплатой единого налога с доходов, соотношение прибыли и издержек экономически влияет на степень посильности налога.

---

[21] *Прежде всего это связано с расчетом финансового результата на УСН по закрытому перечню расходов, а также с возможностью платить налог с валовых поступлений без вычета расходов.*

[22] *Мы исключаем здесь гипотетическую ситуацию равенства прибыли и доходов, поскольку она предполагает отсутствие у налогоплательщика расходов, чего в принципе не бывает.*

[23] *Эта особенность исчисления единого налога входит в число главных причин, объясняющих тот факт, что большинство налогоплательщиков выбирают объектом налогообложения доходы.*

[24] *Полная компенсация возможна только в том случае, если страховые взносы полностью вычитаются из единого налога, т. е. укладываются в 50-процентный лимит. Чем ниже доходы и выше оплата труда в компании, тем меньше у нее шансов зачесть всю сумму страховых взносов. Тем не менее, отталкиваясь от средних показателей, можно утверждать, что софтверный ИТ-бизнес обычно не сталкивается с подобными ограничениями на практике.*

*Таблица 2*

**Оценка условий выравнивания налоговой нагрузки на финансовые результаты по рентабельности продаж (в расчете на одну ИТ-компанию) / Estimation of conditions for equalizing the tax burden on financial results upon return on sales (per IT company)**

| ИТ-компания | | Средняя выручка (доходы), руб. | Среднее количество работников, чел. | Средняя оплата труда, руб. | Страховые взносы на фонд оплаты труда, руб. | Эффективная ставка единого налога при изменении номинальной ставки, % | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | | | | | | 3 % | 2 % | 1 % |
| ОКВЭД 62 | микро- | 5 530 314 | 3 | 34 852 | 21 934 | 2,60 | 1,60 | 0,60 |
| | | Выравнивающая рентабельность продаж, % | | | | 86,78 | 53,45 | 20,11 |
| | малые | 10 853 684 | 5 | 52 378 | 49 701 | 2,54 | 1,54 | 0,54 |
| | | Выравнивающая рентабельность продаж, % | | | | 84,74 | 51,40 | 18,07 |
| ОКВЭД 63 | микро- | 4 664 473 | 2 | 30 417 | 13 292 | 2,72 | 1,72 | 0,72 |
| | | Выравнивающая рентабельность продаж, % | | | | 90,50 | 57,17 | 23,83 |
| | малые | 8 662 685 | 4 | 40 232 | 32 473 | 2,63 | 1,63 | 0,63 |
| | | Выравнивающая рентабельность продаж, % | | | | 87,50 | 54,17 | 20,84 |

*Примечания: данные по малым предприятиям приведены с учетом микропредприятий; значения рентабельности продаж показывают ситуацию равенства налоговой нагрузки при уплате единого налога с доходов по ставкам 1–3 % и налога на прибыль по ставке 3 % / Notes: small enterprises' data include microbusinesses; the values of return on sales show the situation of equality of the tax burden when paying a unified tax at the rate of 1–3 % (on gross income) and corporate income tax at the rate of 3 %.*
*Источники: Росстат, расчеты авторов / Sources: Rosstat, author's calculations.*

То есть при отличающейся рентабельности одна и та же его сумма будет по-разному восприниматься налогоплательщиком, формируя неодинаковый уровень относительного обременения: если в выручке больше прибыли, чем издержек, платить налог всегда легче, чем в ситуации, когда основная часть поступлений от основной деятельности уходит на покрытие ее издержек. В связи с этим налогообложение доходов может создавать такой же объем налоговых последствий, как и налогообложение прибыли. Так или иначе, существует граница рентабельности, при которой выбор любого объекта налогообложения — в нашем случае и соответствующего ему налогового режима — при прочих равных условиях будет приводить к одинаковой налоговой нагрузке на результат деятельности, по отношению к которой любое решение налогоплательщика окажется нейтральным. Суть выравнивания налоговой нагрузки состоит в получении одинакового финансового результата после налогообложения доходов до вычета расходов либо прибыли как доходов, из которых были вычтены расходы, исходя из того, что ставка налога на доходы — это ставка налога на прибыль, скорректированная на рентабельность продаж. Через эту взаимосвязь доходов и прибыли мы имеем возможность сопоставить налоговую нагрузку при разных объектах налогообложения (режимах) и, более того, установить тот уровень рентабельности, при котором переход на УСН может оказаться столь же благоприятным, как и использование отраслевой льготы по налогу на прибыль общего налогового режима.

Налогоплательщик способен извлекать выгоды из налогообложения доходов, если сумма последних остается неизменной, а рентабельность продаж растет, в силу того что увеличение доли прибыли (достижимое благодаря оптимизации издержек) не влияет на оценку налоговой базы, когда она определяется по величине поступлений. И наоборот, если рентабельность падает (ввиду роста издержек при сохранении цен), измерение способности к уплате налога по прибыли будет предпочтительнее, потому что налог, исчисленный без учета изменений финансового результата, хотя и останется по сумме прежним, но фактически ляжет более тяжелым бременем на бизнес, столкнувшийся с сокращением свободных денежных средств. Между тем важно отличать математическую возможность

нейтрального налогообложения и его реалистичность с позиции способности ИТ-компании поддерживать заданный (выравнивающий) уровень рентабельности продаж. Результаты наших расчетов показывают, что выравнивание налоговой нагрузки между режимами, по крайне мере теоретически, происходит, когда ставка единого налога с доходов снижается субъектом РФ[25] не менее чем наполовину от значения, установленного в главе 26.2 НК РФ «по умолчанию», при условии, что ИТ-компания нанимает несколько человек, выплачивая им среднюю заработную плату по отрасли, а также, исчисляя страховые взносы как субъект МСП, вычитает их из суммы единого налога. Вместе с тем практика более сурова: снижение ставки единого налога даже до 1 % вряд ли сделает условия налогообложения доходов на УСН сопоставимыми с налогообложением прибыли по ставке 3 %, поскольку для того, чтобы достичь аналогично низкого уровня изъятий из доходов, сами доходы должны почти совпадать с прибылью, но маловероятно, что начинающий бизнес, который, как правило, одновременно является небольшим, сумеет сразу стать сверхприбыльным. Из табл. 2 мы видим, что рентабельность, которую должна показывать малая ИТ-компания, чтобы выиграть от применения УСН или хотя бы не потерять в сравнении с льготой по налогу на прибыль, начинается с отметки 20 %, тогда как медианное значение данного показателя для деятельности по разработке программ в течение последних лет лишь приближается к 10 %[26] и в этом значении считается достаточно хорошим для отрасли в условиях экономически сложной ситуации в России[27]. То есть речь идет не просто о коммерческом успехе бизнеса, но об опережении им всех других игроков рынка за счет такого уровня коммерциализации идеи, на который далеко не всегда выходит крупный ИТ-бизнес, уже добившийся популярности своей цифровой продукции. Но если в случае со ставкой, равной 1 %, можно в той или иной степени говорить об очень высокой, пусть даже завышенной, планке эффективности, то при любых других значениях (выше минимального) перспективы выравнивания налоговой нагрузки выглядят скорее фантастическими, и ситуацию здесь уже не спасает механизм зачета страховых взносов. Следовательно, какими бы ни были решения субъекта РФ по стимулирующему снижению ставки единого налога, в общем случае справедливо утверждение, что платить налог с прибыли на общем налоговом режиме для ИТ-компании выгоднее, чем, применяя УСН, платить единый налог даже при самых низких ставках. Данный налоговый режим не спасает малые ИТ-компании, лишенные отраслевой льготы по налогу на прибыль, так как лишь частично компенсирует существующие диспропорции в распределении этой льготы по масштабу бизнеса.

Тем не менее в контексте всех налоговых и административных преимуществ, которые дает УСН, и фискальных интересов властей, участвующих в регулировании преференций, выбор налогового режима становится важен не только для налогоплательщика, но и для субъекта РФ. И если интерес первого определяется стремлением к максимизации налоговых выгод, то интерес второго прямо связан с компенсацией и увеличением собственных доходов, ведь единый налог полностью зачисляется в бюджеты субъектов РФ, а налог на прибыль, исчисляемый по ставке 3 %, — в федеральный бюджет. Следует учитывать, что льготная ставка налога на прибыль в данном случае была установлена путем отмены его региональной части (через обнуление ставки в императивном порядке) с сохранением федерального размера изъятий. Иными словами, федеральные гарантии налоговой поддержки ИТ-отрасли оплачиваются региональными

---

[25] *Льготная (пониженная) ставка единого налога может быть предоставлена ИТ-компаниям в составе выделенной категории бенефициаров, либо в более широкой отраслевой группе, либо без специальной идентификации (если субъект РФ снижает ставку для всех видов деятельности на своей территории).*

[26] *Финансовые показатели — ОКВЭД 62. URL: https://www.testfirm.ru/otrasli/62/?size=2.*

[27] *Лебедев Д. Удваиваю! Петербургская IT-отрасль готова дать бой экономическому застою, но куда проще может быть уехать в Калифорнию / Фонтанка.ру. URL: https://www.fontanka.ru/2020/01/10/099/.*

бюджетами[28], для которых новая льгота является причиной сокращения налоговых поступлений. Как следствие, ИТ-компания, перешедшая на УСН, платит налог субъекту РФ, а на общем налоговом режиме — федеральному центру. Поэтому вполне резонно ожидать ответной реакции субъектов РФ на сложившуюся развилку режимов в виде целенаправленного снижения ставки единого налога для привлечения малых ИТ-компаний на УСН, ведь смена режима деятельности перенаправляет потоки налоговых поступлений в бюджетной системе. И даже если региональный бюджет теряет свои доходы при минимизации налоговой ставки, он тем не менее выигрывает от того, что в принципе получает от организаций единый налог, которого не было бы вовсе при уплате теми же организациями налога на прибыль исключительно в пользу центра. В экономической науке это явление получило название вертикальной налоговой конкуренции, и по своим признакам сложившаяся в РФ ситуация полностью ей соответствует. Конкуренция в сфере налоговых отношений — это соперничество за мобильную налоговую базу, прежде всего такую, как корпоративная прибыль. Если речь идет о ее перемещении между регионами с разным уровнем налогообложения, конкуренцию называют горизонтальной [Blöchliger H., Campos J. P., 2011]. Между тем соперничество в вертикальном срезе государственного устройства возникает при условии, когда одна и та же налоговая база является источником налоговых доходов одновременно и центральных, и субнациональных властей, вследствие чего размер налоговой ставки, установленный на одном уровне власти, непосредственно влияет на бюджетные доходы другого уровня [Chernick H. et al., 2010]. Для вертикальной налоговой конкуренции характерно, во-первых, наличие перекрывающих друг друга полномочий по регулированию границ налоговой базы и (или) размера ставки и, во-вторых, проведение «реагирующей» налоговой политики в виде совершения ответных действий либо, наоборот, отказа от их совершения [Nukpezah J. A., Overton M. R., 2020]. Взаимодействие центрального и региональных правительств на основе конкуренции противоположно сотрудничеству, или кооперации, как способу совместного регулирования одного и того же участка налоговой системы [Keen M., 2018].

Анализ регионального налогового законодательства, проведенный нами по всем субъектам РФ, выявил, что многие из них, поддерживая курс налоговой политики Правительства РФ, активно вовлечены в процесс стимулирования ИТ-компаний в рамках УСН. На территории почти половины субъектов РФ ставка единого налога для таких компаний снижена, причем для ее применения обычно выдвигается более мягкое условие по доле профильных доходов, которые могут составлять в выручке не 90, а 70 %. Как правило, снижение ставки является синхронным, охватывая оба объекта налогообложения, причем наиболее востребованной моделью снижения ставки является ее минимизация до 1 % на доходы и 5 % — на доходы, которые уменьшаются на расходы. В отдельных регионах действуют дополнительные условия в виде обеспечения работникам выплат в размере не ниже заданного (обычно кратного МРОТ) и отсутствия налоговой задолженности. Так, в Калининградской, Орловской и Смоленской областях применение пониженной ставки единого налога допускается, когда ИТ-компания выплачивает своим работникам заработную плату в размере не ниже 2 МРОТ; в Пензенской области — 2,5 МРОТ; в Республике Мордовия и Рязанской области — 3 МРОТ. В Нижегородской области вместо МРОТ установлена фиксированная величина заработной платы от 55 тыс. руб., тогда как в Воронежской области она привязана к среднеотраслевому уровню. Те же самые регионы (за исключением Нижегородской, Рязанской и Смоленской областей) оценивают правомерность снижения налоговой ставки по добросовестности уплаты налогов: у ИТ-компании не должно быть недоимок.

---

[28] *Такая практика не считается предосудительной, поскольку налог на прибыль является федеральным, а это значит, что центр вправе самостоятельно принимать любые решения по корректировке налоговой ставки и распределению налоговых поступлений без участия субъектов РФ, получающих налог на прибыль в качестве привилегии от центра.*

И хотя есть позитивный элемент в том, что региональные налоговые политики следуют за национальными приоритетами, нельзя исключать, что меры субъектов РФ, принимаемые в отношении малых ИТ-компаний, являются попыткой перевести их на УСН, тем более что к этому подталкивают налогоплательщиков более жесткие федеральные правила, которые играют на руку региональным властям[29].

## ЗАКЛЮЧЕНИЕ

Налогообложение малых ИТ-компаний формирует проблемный участок налоговой системы РФ. Несмотря на то что они относятся к отрасли, которая признана приоритетом государственной поддержки, основной объем налоговых льгот концентрируется в руках средних и крупных ИТ-компаний, составляющих примерно 1 % всей отрасли. Ее налоговый периметр и фактически стимулируемая часть настолько малы, что большинство компаний, занимающихся разработкой программ и баз данных, не могут воспользоваться новыми преференциями, и говорить о масштабной отраслевой поддержке — какими бы ни были реальные намерения государства — в этих условиях не приходится. Отсутствие четкой концепции предоставления льгот по сегментам экономики не позволяет ответить на вопрос о том, является ли действующий порог численности работников от семи человек, который выше реальных среднеотраслевых значений, упущением законодателя или же сохраняется для того, чтобы ограничить сумму выпадающих доходов. Но так или иначе нарушена вертикальная налоговая справедливость, потому что шансы уменьшить налоги увеличиваются с ростом бизнеса. Причина лежит в ошибочности подхода к верификации права на льготы без учета финансовых сложностей малого бизнеса привлекать высокооплачиваемых специалистов, особенно на ранних этапах развития. Для начинающих предпринимателей условие о найме работников служит не стимулом к созданию новых рабочих мест, а препятствием для открытия бизнеса. Из-за этого налоговая поддержка начинается с успешных проектов и с пропуском ИТ-стартапов, вынужденных искать альтернативу в виде УСН, надеясь на региональное снижение ставки единого налога.

При этом нельзя сказать, что государство не знает о кадровой проблеме, но она перестала решаться в последние годы. Например, если в 2010–2011 гг. пониженный тариф страховых взносов, составлявший 14 %, предоставлялся ИТ-компаниям при численности работников от 50 человек, то на период 2012–2013 гг. был снижен до 30 человек. Решение об очередном снижении порога до семи человек вступило в силу с 2014 г. и с тех пор определяет периметр льготы по страховым взносам, а с 2021 г. и по налогу на прибыль организаций. Регулярный пересмотр условия был продиктован как раз тем, что более высокие значения соответствовали среднему и крупному ИТ-бизнесу, составляющему в отрасли меньшинство хозяйствующих субъектов, тогда как наиболее эффективной льгота является именно для малого бизнеса, в том числе потому, что к нему обычно относятся ИТ-стартапы, которые более других нуждаются в поддержке[30]. Исходя из этого, первым и ключевым шагом к исправлению диспропорций в распределении налоговой нагрузки должно стать создание более благоприятных условий налоговой поддержки путем сокращения минимальной численности работников, например до пяти, а затем до трех человек. Тем не менее в долгосрочной перспективе от данного условия как такового следует

---

[29] *Стоит отметить, что на территории Москвы, Московской области и Санкт-Петербурга в совокупности сосредоточено около 50 % всех микропредприятий, занимающихся разработкой программ, но в рамках УСН для них не предусмотрены какие-либо региональные послабления.*

[30] *См. пояснительную записку к проекту федерального закона № 385323-6, с принятием которого был снижен порог численности до семи человек. Это решение объяснялось как раз тем, что «в большинстве сегментов отрасли информационных технологий организации с численностью работников от 30 человек, как правило, относятся к среднему или крупному бизнесу», в то время как «поддержка будет наиболее эффективной» у малых предприятий.*

отказаться, потому что минимальные требования всегда ставят барьеры прежде всего для роста нового бизнеса и потому несут в себе элемент несправедливости. Однако, принимая во внимание, что в России насчитывается несколько десятков тысяч софтверных компаний, единовременная отмена условия экономически нецелесообразна, потому что может вызвать в бюджетной системе шок, перегрузив ее резким ростом налоговых расходов. Отмена условия должна быть поэтапным процессом адаптации государственных финансов к возрастающему числу бенефициаров.

Аналогичный подход к решению проблемы неравномерного распределения льготы следует использовать и в части налога на прибыль, где требование минимальной численности работников, в принципе, ничем не оправдано и появилось в главе 25 НК РФ в результате дублирования тех условий, при которых предоставляется льгота по страховым взносам[31]. Нет никакой логики в том, чтобы лишать ИТ-компанию, которая не может привлечь семь человек из-за отсутствия необходимых для этого финансовых ресурсов, еще и льготы по налогу на прибыль. Между тем именно эта льгота могла бы содействовать высвобождению средств, необходимых для финансирования фонда оплаты труда. Но без нее ИТ-компания рискует попасть в замкнутый круг: нет работников — нет снижения налога на прибыль, а значит еще меньше экономических возможностей увеличить штат и воспользоваться льготами. На наш взгляд, отмена указанного условия не только выравняет шансы на снижение налоговой нагрузки между ИТ-компаниями разных масштабов деятельности, но и ускорит процесс появления новых субъектов МСП, а также устранит мотивы для создания фиктивных рабочих мест ради льгот.

Целесообразность либерализации условий уменьшения и налога на прибыль, и страховых взносов определяется еще тем, что УСН не создает столь же благоприятный фискальный фон, который формируется из отраслевых налоговых льгот. Несмотря на то что «спецрежимы предусмотрены именно для стартапов, чтобы у них была возможность развивать свою деятельность без тяжелого обременения налоговыми обязательствами» [Эльканова З. К., 2017], переход на уплату единого налога не может обеспечить для малой ИТ-компании те же гарантии поддержки, какие дает федеральный центр. И это один из основных изъянов российской налоговой системы, ведь корпоративное налогообложение в ИТ-отрасли становится регрессивным: налоговые обязательства малого бизнеса на УСН сейчас выше, чем у среднего и крупного бизнеса, пользующегося отраслевыми льготами на общем налоговом режиме. Чтобы преодолеть регрессивность, следует гармонизировать налоговые условия, закрепив за субъектами РФ право снижать ставку единого налога с доходов, уменьшаемых на расходы, до 3 % в сфере ИТ, и, кроме того, целесообразно разрешить им устанавливать налоговые каникулы для новых софтверных компаний сроком до двух лет, в течение которых бизнес смог бы закрепиться в рыночной нише, обеспечить рентабельность продаж и в дальнейшем не испытывать сложностей в получении льгот на общем налоговом режиме.

И все же надо понимать, что полная гармонизация налоговых режимов недостижима в силу не только объективных отличий в правилах определения налоговой базы, но и фискальной автономии субъектов РФ, которым можно предложить снижение налоговой ставки, даже увеличить интервал ее снижения, но нельзя навязывать решения. А потому ИТ-компания, перешедшая на УСН, никогда не потеряет зависимость от региональной налоговой политики, в отличие от бизнеса, получающего поддержку напрямую от федерального центра. Кроме того, применение к одному и тому же налогоплательщику совершенно разных подходов при предоставлении налоговых льгот в зависимости от того, как он себя заявит — в качестве

---

[31] *Так, периметр льготы по налогу на прибыль определялся исходя из того, чтобы ее «предоставить тем же организациям, которые осуществляют деятельность в области информационных технологий и которые имеют право применять пониженные тарифы по страховым взносам» (пояснительная записка к законопроекту № 990337-7). Данный подход предусматривал технический перенос в главу 25 НК РФ ранее установленных для ИТ-компаний ограничений, включая требование о минимальной численности работников.*

субъекта МСП или ИТ-компании, — проявляется в разном администрировании. Например, «ценой» уплаты налога на прибыль по ставке 3 % является высокий уровень издержек налогового учета, поскольку на общем режиме он ведется в полном объеме требований. Со своей стороны, УСН позволяет сократить издержки на соблюдение законодательства, но, как ни парадоксально, повышает уровень налоговой нагрузки, из чего следует, что оптимальная формула, которая бы строилась на сочетании максимально простого администрирования и предельно низких налоговых ставок для малых ИТ-компаний, до сих пор не выработана.

Наблюдаемая проблематика вместе с тем обусловлена нарастанием количества льгот внутри налоговой системы. И хотя данный процесс имеет объективные предпосылки, столь активное использование стимулирующей функции налогов за последние годы является сигналом к тому, что в экономике имеют место институциональные проблемы, на фоне которых обычный налоговый режим воспринимается как налоговый пресс, и чтобы придать импульс развитию какой-либо отрасли или сегменту экономики, обязательно нужны налоговые льготы. Отсюда их пересечение становится неизбежным, а последствия обнаруживаются в соперничестве регионов либо друг с другом, либо с центром за налоговые поступления. Именно поэтому вектор развития налоговой системы РФ должен быть направлен не столько на точечные изменения правовых норм, разрешающих текущие проблемы, сколько на практическое переосмысление роли налоговых стимулов в экономике во взаимосвязи с ее состоянием. Речь идет о том, чтобы в дальнейшем отказаться от восприятия множественности несоциальных налоговых льгот как нормального состояния и принципа функционирования налоговой системы.

### *Список источников*


Антоненко И., Федотова Н., Володина И. и др. Все в дом: родственники на рабочем месте // Консультант. 2012. № 3.

Аншина Н. Нельзя построить успешный бизнес, когда ты не понимаешь, что у тебя за продукт // Управление персоналом. 2016. № 15.

Данилькевич Л. И. О регистрации налогоплательщиков — юридических лиц при их создании // Финансы. 2016. № 11.

Данченко С. П. Планы в налоговой сфере на ближайшие три года // Актуальные вопросы бухгалтерского учета и налогообложения. 2021. № 11.

Колосова И. Ю. Уплата страховых взносов по пониженным тарифам при осуществлении деятельности в области информационных технологий // Оплата труда: бухгалтерский учет и налогообложение. 2020. № 11.

Коркина Г. М., Смирнова О. П. Актуальные аспекты развития налогового контроля // Международный бухгалтерский учет. 2019. № 9. URL: https://doi.org/10.24891/ia.22.9.1008.

Малис Н. И. Налоговый аспект государственной поддержки малого бизнеса // Финансы. 2008. № 6.

Одинцова Т. М. Бухгалтерский учет: развитие и трансформация в контексте вызовов современности // Международный бухгалтерский учет. 2021. № 10. URL: https://doi.org/10.24891/ia.24.10.1162.

Пансков В. Г. О новой ставке НДФЛ // Финансы. 2020. № 8.

Панфилов Д. С. Сдача квартиры внаем. Как не платить лишних налогов // Актуальные вопросы бухгалтерского учета и налогообложения. 2010. № 12.

Филиппова В. В. Обзор рынка труда как эффективный инструмент для работодателя // Банковский ритейл. 2014. № 4.

Эльканова З. К. Дробление бизнеса: с чем и как «борется» налоговый орган // Финансовые и бухгалтерские консультации. 2017. № 12.

Ястребова Е. А., Богатырева А. Ф. Учет курсовых разниц для целей исчисления НДФЛ при реализации ценных бумаг, номинированных в иностранной валюте // Финансовый вестник: финансы, налоги, страхование, бухгалтерский учет. 2020. № 11.

Blöchliger H., Campos J. P. Tax Competition Between Sub-Central Governments // OECD Working Papers. 2011. No. 872. URL: https://doi.org/10.1787/5kgb1mfm6jnw-en.

Chernick H., Langley A., Reschovsky A. Vertical Tax Competition between States and Cities. Lincoln Institute of Land Policy, 2010.

Keen M. Tax Competition / Macmillan Publishers Ltd (eds.). The New Palgrave Dictionary of Economics, 2018. URL: https://doi.org/10.1057/978-1-349-95189-5_2156.

Nukpezah J. A., Overton M. R. Vertical and Horizontal Tax Competition in the USA. In: Farazmand A. (eds) Global Encyclopedia of Public Administration, Public Policy, and Governance / Springer, 2020. URL: https://doi.org/10.1007/978-3-319-31816-5_3936-1.

### *References*


Anshina N. (2016). You Can't Create a Successful Business Being Unaware of Your Product. *Upravlenie personalom — Personnel Management*, no. 15 (In Russ.).

Antonenko I., Fedotova N., Volodina I. et al. (2012). Get Them all Inside: Relatives at Workplace. *Konsul'tant — Consultant*, no. 3 (In Russ.).

Blöchliger H., Campos J.P. (2011). Tax Competition Between Sub-Central Governments // OECD Working Papers, no. 872. Available at: https://doi.org/10.1787/5kgb1mfm6jnw-en.

Chernick H., Langley A., Reschovsky A. (2010). Vertical Tax Competition between States and Cities. Lincoln Institute of Land Policy.

Danchenko S.P. (2021). Tax Plans for the Next Three Years. *Aktual'nye voprosy bukhgalterskogo ucheta i nalogooblozheniya — Current Issues of Accounting and Taxation*, no. 11 (In Russ.).

Danil'kevich L.I. (2016). About Registration of Taxpayers — Legal Entities at Their Creation. *Finansy — Finance*, no. 11 (In Russ.).

El'kanova Z.K. (2017). Business Fragmentation: What and How the Tax Authority Fights. *Finansovye i bukhgalterskie konsul'tatsii — Financial and Accounting Advice*, no. 12 (In Russ.).

Filippova V.V. (2014). Labor Market Overview as an Effective Tool for an Employer. *Bankovskii retail — Banking Retail*, no. 4 (In Russ.).

Keen M. (2018). Tax Competition. In: Macmillan Publishers Ltd (eds.). The New Palgrave Dictionary of Economics. Available at: https://doi.org/10.1057/978-1-349-95189-5_2156.

Kolosova I.Y. (2020). Payment of Social Security Contributions at Reduced Rates in IT Industry. *Oplata truda: bukhgalterskii uchet i nalogooblozhenie — Remuneration of Labor: Accounting and Taxation*, no. 11 (In Russ.).

Korkina G.M., Smirnova O.P. Tax Control Priorities (2019). *Mezhdunarodnyj bukhgalterskii uchet — International Accounting*, vol. 22, no. 9 (In Russ.). Available at: https://doi.org/10.24891/ia.22.9.1008.

Malis N.I. (2008). Tax Aspect of State Support for Small Business. *Finansy — Finance*, no. 6 (In Russ.).

Nukpezah J.A., Overton M.R. (2020). Vertical and Horizontal Tax Competition in the USA. In: Farazmand A. (eds.). Global Encyclopedia of Public Administration, Public Policy, and Governance. Springer. Available at: https://doi.org/10.1007/978-3-319-31816-5_3936-1.

Panfilov D.S. (2010). Renting an Apartment. How not to Pay Extra Taxes. *Aktual'nye voprosy bukhgalterskogo ucheta i nalogooblozheniya — Current Issues of Accounting and Taxation*, no. 12 (In Russ.).

Panskov V.G. (2020). On the New Personal Income Tax Rate. *Finansy — Finance*, no. 8 (In Russ.).

Odintsova T.M. (2021). Accounting: Development and Transformation in the Context of Contemporary Challenges. *Mezhdunarodnyj bukhgalterskii uchet — International Accounting*, vol. 24, no. 10 (In Russ.). Available at: https://doi.org/10.24891/ia.24.10.1162/.

Yastrebova E.A., Bogatyreva A.F. (2020). Accounting for Exchange Differences for the Purposes of Calculating Personal Income Tax When Selling Securities Denominated in Foreign Currency. *Finansovyj vestnik: finansy, nalogi, strakhovanie, bukhgalterskii uchet — Financial Bulletin: Finance, Taxes, Insurance, Accounting*, no. 11 (In Russ.).


### *Информация об авторе*


***Владимир Владимирович Громов**, кандидат экономических наук, старший научный сотрудник лаборатории исследований налоговой политики Института прикладных экономических исследований РАНХиГС, г. Москва*


### *Information about the author*


***Vladimir V. Gromov**, Candidate of Economics Sciences, Senior Research Fellow in Laboratory for Tax Policy Studies, Institute of Applied Economic Research, Russian Presidential Academy of National Economy and Public Administration (RANEPA), Moscow*



*Статья поступила в редакцию 10.01.2022*
*Одобрена после рецензирования 04.02.2022*
*Принята к публикации 15.02.2022*

*Article submitted January 10, 2022*
*Approved after reviewing February 4, 2022*
*Accepted for publication February 15, 2022*

https://doi.org/10.31107/2075-1990-2022-1-26-38

CC BY

# Институциональная структура российского финансового рынка: необходимость регуляторной трансформации

***Олег Михайлович Скапенкер***
*E-mail: o_skapenker@mail.ru, ORCID: 0000-0001-9228-3316*
*Государственная корпорация «Агентство по страхованию вкладов», Москва 109240, Российская Федерация*

***Аннотация***
*В статье проанализировано текущее состояние институциональной структуры отечественного финансового рынка, определены основные варианты комбинаций видов деятельности его участников. На базе сопоставления преимуществ и рисков, возникающих при совмещении участниками рынка различных направлений работы, сформированы предложения по корректировке регуляторных требований к допустимым сочетаниям видов деятельности, ориентированные на повышение эффективности исполнения финансовым рынком своей основной функции — перераспределения финансовых ресурсов. Предложено юридически закрепить разделение направлений деятельности участников финансового рынка на системообразующие (по ним должны работать только подконтрольные или опосредованно принадлежащие государству организации) и иные, для которых при таких условиях могут быть расширены возможности совмещения видов деятельности. При осуществлении полностью подконтрольными государству компаниями функций биржи, центрального депозитария, клиринговой организации и центрального контрагента представляется, что остальные участники рынка без создания для него значительных рисков смогут сочетать работу на рынке ценных бумаг за счет собственных и клиентских средств, работу в качестве кредитно-депозитного посредника, работу на валютном рынке, рынке цифровых активов, работу в качестве инвестиционной и финансовой платформы. Повышение эффективности финансового рынка будет способствовать обеспечению финансовыми ресурсами проектов и производств.*

***Ключевые слова:*** *институциональная структура, банки, фондовый рынок, биржа, совмещение видов деятельности, регулирование финансового рынка*

***JEL:*** *G18, G28, K22*

***Для цитирования:*** *Скапенкер О. М. Институциональная структура российского финансового рынка: необходимость регуляторной трансформации // Финансовый журнал. 2022. Т. 14. № 1. С. 26–38. https://doi.org/10.31107/2075-1990-2022-1-26-38.*

*© Скапенкер О. М., 2022*

https://doi.org/10.31107/2075-1990-2022-1-26-38

# Institutional Structure of the Russian Financial Market: The Need for Regulatory Transformation

***Oleg M. Skapenker***
*State Corporation "Deposit Insurance Agency", Moscow 109240, Russian Federation*
*o_skapenker@mail.ru, https://orcid.org/0000-0001-9228-3316*

***Abstract***
*The article analyzes the current state of the Russian financial market's institutional structure. The main variants of activity combinations of its participants allowed by the law are described. Based on a comparison of the advantages and risks arising from the combination of different areas of work by market participants, proposals are formed to adjust the regulatory requirements for permissible combinations of activities. The purpose of the changes put forward is to increase the efficiency of financial resource redistribution, which, in turn, will provide financing for economic growth of the Russian Federation. It is proposed to consolidate the division of activities of financial market participants into two categories. The first one is systemically important; such organizations should be controlled by the state directly or through a chain of owners. The other one is the rest of the organizations, for which the opportunities for simultaneous work in a large number of areas can be expanded under such conditions. When fully state-controlled companies perform the functions of an exchange, a central depository, a clearing organization and a central counterparty, it seems that the rest of the market participants, without creating significant risks for the market, will be able to combine work in the securities market using their own and clients' funds, operation as a credit and deposit intermediary or an investment and financial platform, and work in the foreign exchange market and the digital asset market. Improving the efficiency of the financial market may be instrumental in providing the projects and production with the financial resources.*

***Keywords:*** *institutional structure, banks, stock market, stock exchange, market specialization, combination of activities, financial market regulation*

***JEL:*** *G18, G28, K22*

***For citation:*** *Skapenker O.M. Institutional Structure of the Russian Financial Market: The Need for Regulatory Transformation. Financial Journal, 2022, vol. 14, no. 1, pp. 26–38 (In Russ.). https://doi.org/10.31107/2075-1990-2022-1-26-38.*

*© Skapenker O.M., 2022*

## ВВЕДЕНИЕ

Сфера финансового посредничества занимает значительное место среди иных отраслей экономики, поскольку именно от эффективного перераспределения финансовых ресурсов между теми, у кого они временно свободны, и теми, кому они необходимы в текущий момент для осуществления своей деятельности, во многом зависит успех работы этих экономических субъектов. Представляется, что эффективная экономика может быть построена лишь при наличии финансового рынка, институциональная структура и возможности которого соответствуют современным условиям. Важность рассмотрения данной темы была отмечена рядом российских исследователей [Цгоева Л. Д., 2004; Фалеева Н. В, 2007; Абузярова Э. Р., 2015; Сенчагов В. К., Губин Б. В., 2015] как до, так и после наделения Банка России в 2013 г. функцией мегарегулятора[1], первые годы функционирования которого показали как преимущества, так и недостатки проведенной реформы [Буклемишев О. В., Данилов Ю. А., 2017].

Российская сфера финансового посредничества претерпела в своем развитии значительные изменения [Дворецкая А. Е., 2020]. В рамках настоящей статьи мы рассмотрим институциональную структуру рынка, сложившуюся на сегодняшний день по итогам всех проведенных реформ.

В целом функции участников рынка можно поделить на три основные категории: кредитно-депозитные институты, инвестиционные посредники и инфраструктурные организации, обеспечивающие его функционирование. Также в качестве клиентов на рынке присутствуют практически все остальные субъекты экономической деятельности — физические и юридические лица, индивидуальные предприниматели, которым для осуществления своей деятельности необходимы различные услуги финансового рынка. Сформировано много вариантов классификации участников финансового рынка, встречается даже вариант отнесения к инфраструктуре рынка всех организаций, для которых деятельность на финансовом рынке является основной [Квасницкая Р. С., 2017], однако для нашего исследования предлагаемая классификация является оптимальной.

## УЧАСТНИКИ РЫНКА

В основе деятельности[2] **кредитно-депозитных институтов** лежит осуществление в коммерческих целях привлечения заемных денежных средств у тех, у кого они временно свободны, и предложения этих средств в заем иным лицам. Несмотря на единство данного подхода, каждый из указанных участников рынка обладает значительной спецификой. К числу данных институтов полагаем возможным отнести банки, небанковские кредитные организации, микрофинансовые и микрокредитные компании, кредитные потребительские кооперативы и, с оговоркой, — ломбарды.

К **инвестиционным посредникам** можно отнести лиц, способствующих перераспределению финансовых ресурсов через инструменты фондового и валютного рынка, — брокеров, дилеров, доверительных управляющих, форекс-дилеров, управляющие компании, акционерные инвестиционные фонды, негосударственные пенсионные фонды.

Стоит упомянуть и о страховых организациях. Как отмечала Фрумина еще в начале прошлого десятилетия, они глубоко интегрированы в финансовый рынок в целом [Фрумина С. В., 2012]. Основная деятельность страховых организаций не связана именно с финансовым рынком. Нам же в рамках настоящей статьи страховые организации

---

[1] *Федеральный закон от 23.07.2013 № 251-ФЗ «О внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации в связи с передачей Центральному банку Российской Федерации полномочий по регулированию, контролю и надзору в сфере финансовых рынков».*

[2] *Виды деятельности для настоящей статьи понимаются так, как это определено действующим российским законодательством.*

интересны с точки зрения аккумулируемых ими страховых премий — до момента наступления обязательств по выплате страховых сумм эти денежные средства инвестируются на финансовом рынке [Улыбина Л. К., Окорокова О. А., 2015]. Более того, в стремлении увеличить свою прибыль в ряде случаев страховые организации даже предлагают клиентам страховые продукты, в которых инвестиционная составляющая намного превосходит собственно страховую.

Значительные средства, причем на долгосрочной основе, аккумулируют и негосударственные пенсионные фонды. Данные участники рынка также не инвестируют средства на финансовом рынке самостоятельно и привлекают для этого профильные организации — управляющие компании. Однако характер основной деятельности данных компаний позволяет абсорбировать ликвидность, которую ее владельцы были бы не готовы направить на «стандартные» инвестиции, — «пенсионные» отчисления производятся с бóльшей регулярностью.

Таким образом, многообразие направлений деятельности инвестиционных посредников позволяет аккумулировать значительный объем временно свободных денежных средств для их дальнейшего перераспределения в иные отрасли экономики.

**Организации, входящие в инфраструктуру финансового рынка**, не оказывают основных услуг тем, кто обращается к финансовому рынку для получения или абсорбции ликвидности, но обеспечивают его работоспособность, оказывая сопутствующие услуги потребителям рынка и его профессиональным участникам. К таким организациям относятся биржи и торговые системы, клиринговые организации, депозитарии, в том числе специализированные, регистраторы, трансфер-агенты, репозитарии, инвестиционные советники, организации платежной инфраструктуры, операторы обмена цифровых финансовых активов, финансовые и инвестиционные платформы. Каждое из направлений работы инфраструктурных организаций необходимо для функционирования рынка, при этом некоторые из этих направлений одновременно можно отнести и к инфраструктурным, и к посредническим.

Объективной реальностью сегодняшнего рынка является работа компании или группы компаний одновременно по множеству направлений. Стоит отметить, что фактическая степень универсальности финансовых посредников определяется исключительно их представлениями о своей выгоде. Запреты на совмещение различных видов деятельности, вводимые регулятором в целях снижения рисков, успешно обходились участниками рынка на всех этапах его развития [Скапенкер О. М., 2013]. Исследование показало, что, несмотря на четкие требования подзаконных актов о недопустимости совмещения различных видов деятельности среди крупнейших по каждому направлению финансового рынка компаний, на практике все они — члены одних и тех же финансово-промышленных групп. При этом аффилированность компаний, если это необходимо с позиций регуляторных требований, формально исключается путем создания длинных и сложных цепочек последовательного владения компаниями, в том числе в иностранных юрисдикциях. А де-юре независимые компании работают под одним брендом, располагаются по одному адресу, используют единую клиентскую базу и продают клиенту продукты всей группы.

Наиболее распространенный пример — банки предлагают клиенту, пришедшему открывать депозит, приобрести инвестиционные паи независимой, но одноименной управляющей компании. И это не просто посредничество при продаже ценной бумаги — это перенаправление клиентских денег в иной вид деятельности своей группы. Значит, при необходимости возможен и обратный переток средств через различные схемы и инструменты и, например, выдача в рискованный кредит денег, ранее привлеченных в доверительное управление. Зачастую диффузия выражается также в форме зачисления сотрудников фронт-подразделений сразу в несколько организаций группы по совместительству с правом подписи документов от имени всех работодателей.

Конечно, такое положение вещей не является секретом для регулятора[3], и несмотря на общий подход к регулированию каждого вида деятельности в отдельности [Самигулина А. В., 2017], некоторые движения в сторону регулирования фактически функционирующего на рынке универсального посредника есть[4]. Так, например, Федеральным законом «О банках и банковской деятельности» ограничен круг ценных бумаг, с которыми может работать банк с базовой лицензией.

Позитивным является столь долгожданное и введенное в Федеральный закон «О рынке ценных бумаг» лишь в 2020 г. право совмещения деятельности депозитария и регистратора. И это при том, что на рынке практически не осталось регистраторов, осуществляющих свою деятельность вне фактических групп лиц универсальных посредников!

Вместе с тем следует отметить, что отдельные корректировки в законодательство вносятся и в рамках решения конкретных задач. Например, установлено, что центральный депозитарий вправе во исполнение поручений эмитента государственных ценных бумаг совершать сделки с такими ценными бумагами с использованием финансовой платформы без лицензии брокера. Иной пример — деятельность по доверительному управлению может осуществлять Внешэкономбанк, не имеющий соответствующей лицензии.

Как справедливо отмечает Турбанов, «представляется бесспорным, что государство отвечает за стабильное функционирование всей финансовой системы страны, в том числе за устойчивое развитие финансового рынка» [Турбанов А. В., 2020]. При этом, несмотря на все позитивные изменения, система регулирования по-прежнему рассматривает участника рынка через призму каждого осуществляемого им вида деятельности в отдельности, а участники рынка все реже представляют собой компании, не совмещающие разные виды деятельности.

## СОВМЕЩЕНИЕ ВИДОВ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ

Следует отметить, что как с позиций диверсификации бизнеса, так и с позиций синергетического эффекта практически для всех организаций является более привлекательным вариантом работа одновременно по нескольким направлениям. Позитивное влияние это оказывает и на уровень исполнения финансовым рынком своей главной задачи — перераспределять финансовые ресурсы с наименьшими издержками. Именно поэтому описанные нами виды деятельности практически невозможно найти на рынке в виде «монокомпаний» — все они совмещают по несколько видов деятельности. При этом регулирование отталкивается именно от одного предусмотренного конкретной лицензией направления работы [Гаврин Д. А., 2018]. Более того, законодатель четко ограничил возможные совмещения и предусмотрел в Кодексе Российской Федерации об административных правонарушениях от 30.12.2001 № 195-ФЗ ответственность за нарушения предусмотренных законом сочетаний.

Для того чтобы понять, какие совмещения возможны и как должно трансформироваться регулирование в ситуации, когда рынок принадлежит многопрофильным компаниям или группам компаний, целесообразно рассмотреть основные типы комбинаций видов деятельности участников рынка с учетом ограничений, предусмотренных законодательством. Рассмотрим эти варианты с помощью табл. 1.

В таблице все рассматриваемые виды деятельности перечислены по вертикали. По горизонтали приведены условные названия и порядковые номера нормативно допустимых вариантов совмещения видов деятельности, далее по тексту именуемые также «наборы». На пересечении столбца определенного набора и строк видов деятельности, входящих в него, проставлен знак «V».

---

[3] *Чистюхин В. В. Рост клиентских активов на брокерских счетах заставляет обращать особое внимание на эту индустрию / Интерфакс, 31.03.2021.*

[4] *Лях В. В. Мы решительно будем пресекать манипулирование на фондовом рынке / Прайм, 25.03.2021.*

*Таблица 1*

**Наборы разрешенных сочетаний видов деятельности на российском финансовом рынке / Sets of permitted combinations of activities in the Russian financial market**

| Вариант совмещения / Вид деятельности | Банк-спецдепозитарий | Банк – расчетный депозитарий | НКО – клиринговая организация | Центральный депозитарий | Микрофинансовая организация | Кредитный потребительский кооператив | Ломбард | Управляющая компания | Форекс-дилер | Акционерный инвестиционный фонд | Страховая организация | Негосударственный пенсионный фонд | Биржа | Торговая система | Инвестиционная компания | Инвестиционная компания с клирингом | Депозитарий – регистратор | Депозитарий – торговая система |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 | 8 | 9 | 10 | 11 | 12 | 13 | 14 | 15 | 16 | 17 | 18 |
| Банк | V | V | | | | | | | | | | | | | | | | |
| Небанковская кредитная организация | | | V | V | | | | | | | | | | | | | | |
| Микрофинансовая организация | | | | | V | | | | | | | | | | | | | |
| Кредитный потребительский кооператив | | | | | | V | | | | | | | | | | | | |
| Ломбард | | | | | | | V | | | | | | | | | | | |
| Брокер | V | V | | | | | | | | | | | | | V | V | | |
| Дилер | V | V | | | | | | | | | | | | | V | V | | |
| Доверительный управляющий | V | V | | | | | | V | | | | | | | V | V | | |
| Депозитарий (расчетный) | | V | | V | | | | | | | | | | | V | V | V | |
| Депозитарий (нерасчетный) | V | | | | | | | | | | | | | | V | V | V | V |
| Управляющая компания | | | | | | | | V | | | | | | | | | | |
| Форекс-дилер | | | | | | | | | V | | | | | | | | | |
| Акционерный инвестиционный фонд | | | | | | | | | | V | | | | | | | | |
| Страховая организация | | | | | | | | | | | V | | | | | | | |
| Негосударственный пенсионный фонд | | | | | | | | | | | | V | | | | | | |
| Биржа | | | | | | | | | | | | | V | | | | | |
| Торговая система | | | | | | | | | | | | | | V | V | | | V |
| Клиринговая организация | | | V | | | | | | | | | | V | V | | V | | |
| Центральный контрагент | | | V | | | | | | | | | | | | | | | |
| Центральный депозитарий | | | | V | | | | | | | | | | | | | | |
| Специализированный депозитарий | V | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| Регистратор | | | | | | | | | | | | | | | | | V | |
| Трансфер-агент | V | V | | | | | | | | | | | | | V | V | V | |
| Репозитарий | | | V | V | | | | | | | | | V | V | | V | | |
| Инвестиционный советник | V | V | | | | | | V | | | | | | | V | V | | |
| Оператор по переводу денежных средств | V | V | V | V | | | | | | | | | | | | | | |
| Оператор обмена цифровыми активами | V | V | V | V | V | V | | | | | | | V | V | V | V | V | |
| Инвестиционная платформа | | | | | | | | | | | | | V | V | V | V | V | |
| Финансовая платформа | V | V | V | V | | | | | | | | | | | | | V | V |
| Банковский платежный агент | | | | | | | V | | | | | | | | V | V | V | |

*Источник: таблица составлена автором на основании положений действующих российских нормативно-правовых актов / Source: the table was compiled by the author on the basis of the current russian regulatory legal acts.*

Сформированные в таблице наборы направлений работы основаны на сочетании максимально возможного количества направлений. Рассмотрение будет производиться в порядке увеличения количества сочетаемых видов деятельности.

Для наборов 9 (форекс-дилеры), 10 (акционерные инвестиционные фонды), 11 (страховые компании) и 12 (негосударственные пенсионные фонды) возможен лишь один, «титульный» вид деятельности. Если для оказывающих специфические услуги, имеющих достаточно сильную социальную окраску страховых организаций и пенсионных фондов такое обособление понятно, а для акционерного инвестиционного фонда, полагаем, не оказывает значительного влияния на рынок в связи с крайней непопулярностью инструмента, то установленное требование по исключительности деятельности форекс-дилера не представляется обоснованным. Безусловно, срочные сделки с иностранной валютой несут в себе немалые риски, связанные с волатильностью данного рынка, но его профессиональные участники формируют сбалансированные портфели активов и за счет инструментов хеджирования приводят риск к приемлемому уровню. Поддерживая разграничение данной деятельности с деятельностью банков, привлекающих средства широкого круга вкладчиков и клиентов по расчетно-кассовому обслуживанию (в том числе с нулевой толерантностью к риску), полагаем возможным совмещать деятельность форекс-дилеров с деятельностью брокеров, доверительных управляющих, инвестиционных советников и финансовых платформ. Полагаем, что установленные законодателем ограничения, напротив, блокируют выход на этот рынок крупных диверсифицированных компаний и оставляют на нем лишь мононаправленные компании разного уровня обеспеченности собственным капиталом. Кроме того, ограничение достаточно легко обойти, при этом все риски совмещения видов деятельности будут присутствовать, регулирование будет затруднено сложностью корпоративной структуры, а издержки на формирование такой структуры повысят цену услуг для потенциальных клиентов.

Представляется, что отдельные допустимые законом комбинации видов деятельности сформировались ненамеренно, а по итогам сложения норм различных правовых актов. Так, для наборов 5 (микрофинансовые организации) и 6 (кредитные потребительские кооперативы) разрешено исполнение функции оператора обмена цифровыми активами, а для набора 7 (ломбард) деятельность банковского платежного агента. Представляется, что деятельность платежного агента должна быть доступна для всех участников рынка — это будет способствовать обороту денежных средств именно через наиболее прозрачный — банковский — канал. Также считаем возможным и для ломбардов выступать оператором обмена цифровыми активами, ведь не имея законного выхода на данный рынок, ломбарды не смогут впоследствии включиться в работу по выдаче займов под залог цифровых активов.

Набор 8 (управляющая компания) — компания коллективного и индивидуального доверительного управления — является классическим и распространенным на рынке вариантом. Логичным представляется ненаделение таких компаний функциями оператора по обмену цифровыми активами, а также функциями финансовой платформы. В то же время при отсутствии инструментов контроля за добросовестностью действий управляющего со стороны учредителей управления в силу самой сути доверительного управления, осуществление всех остальных — расчетных, учетных, депозитарных и т. д. — функций иными лицами в какой-то мере минимизирует риски злоупотреблений.

Для набора 13 (биржа) биржевая деятельность является базовой. Очевидно, что именно устойчивость ее функционирования имеет принципиальное значение для финансового рынка. В связи с этим, даже будучи коммерческой организацией, биржа не может ориентироваться только на извлечение прибыли и обязана приложить все усилия к повышению стабильности своей работы. На это ориентированы и разрешенные виды совмещения ее деятельности. Клиринг технологически связан с деятельностью биржи, а разделение ее деятельности с деятельностью депозитария и кредитной организации обеспечивает устранение риска конфликта интересов. Это же касается и оказания услуг репозитария. Широта аудитории биржи позволяет ей достаточно успешно исполнять и функции инвестиционной

платформы. А вот разрешенная функция оператора обмена цифровыми активами пока представляется избыточной: внебиржевой обмен такими активами для биржи является непрофильной деятельностью, а организация биржевой торговли цифровыми активами пока невозможна.

Принцип разделения применен и в наборе 18 (депозитарий — торговая система): для торговой системы разрешено исполнение функции нерасчетного депозитария, а вот расчеты и клиринг придется производить сторонним организациям. Здесь конфликт интересов также нивелирован. Дополнительное направление деятельности — финансовая платформа — включается в набор логично, ведь клиенты, совершающие сделку с финансовыми инструментами в торговой системе, могут стать и приобретателями инструментов и услуг через этого же участника рынка, выступающего уже как финансовая платформа.

В наборе 14 (торговая система), наоборот, деятельность торговой системы совмещается с деятельностью клиринговой организации, а вот депозитарные услуги будет оказывать уже другое лицо. Также в данный набор входят функции репозитария, инвестиционной платформы и оператора обмена цифровыми активами. Первые две эти функции представляются уместными, третья — избыточной в настоящий момент по причинам, аналогичным описанным для набора 13 (биржа).

В таблице представлены два варианта сочетания видов деятельности банков. Итак, наборы 1 (банк — специализированный депозитарий) и 2 (банк — расчетный депозитарий) представляют собой отражение значительной части банковского рынка и включают в себя собственно банковскую деятельность, а также деятельность брокера, дилера и доверительного управляющего, а также трансфер-агента, инвестиционного советника, оператора по переводу денежных средств, оператора обмена цифровыми активами и финансовую платформу. Таким образом, для абсолютного большинства потребителей такой участник рынка сможет предложить практически любую услугу и продукт.

Различие между наборами заключается в участии данных организаций в депозитарной деятельности. Если банк исполняет функции расчетного депозитария, то деятельность специализированного депозитария ему недоступна. Если же идет работа по спецдепозитарному направлению, то депозитарная функция исполняется только в качестве нерасчетного депозитария. Смысл, заложенный в данное ограничение, — минимизация рисков нанесения ущерба интересам клиентов при одновременном совершении многих сделок за счет разных лиц. Однако представляется, что, с одной стороны, развитые информационные системы сводят риск непреднамеренного нанесения ущерба к минимуму, с другой стороны, в случае наличия злого умысла участие в перемещении финансовых активов и спецдепозитарном контроле бóльшего количества лиц затруднит махинации, но не обеспечит их невозможность. Принимая во внимание, что практически любой универсальный финансовый посредник, структура которого примерно соответствует набору 2 (банк — расчетный депозитарий), имеет в составе своей формальной или неформальной группы лиц специализированный депозитарий, указанное ограничение представляется неэффективным и, как следствие, избыточным.

Для небанковских кредитных организаций имеется два основных варианта совмещения видов деятельности — наборы 3 (небанковская кредитная организация — клиринговая организация) и 4 (центральный депозитарий). Набор 3 представляет собой клиринговую организацию, исполняющую функцию центрального контрагента. Также среди функций — репозитарий, оператор обмена цифровыми активами и финансовая платформа. Для данного набора, как представляется, направление работы в качестве финансовой платформы в общем случае не принесет значительной прибыли в силу отсутствия доступа к массовому клиенту. А вот исполнение данной организацией функций оператора по обмену цифровыми активами, на наш взгляд, несет риски уже для устойчивости такой компании: не имея среди направлений своей деятельности посредничества на рынке ценных

бумаг, не имея возможности привлекать денежные средства во вклады и при этом принимая на себя обязательства по оказанию клиринговых услуг и исполнение функций центрального контрагента, компания за свой счет производит сделки на совсем еще новом рынке, условия которого ни в экономическом, ни в правовом поле пока окончательно не определены. Представляется, что для центрального контрагента такая деятельность недопустима. При этом мы солидаризируемся с позицией о важности исполнения функции центрального контрагента именно небанковской кредитной организацией [Тлишева Н. А., 2019].

Далее рассмотрим фондовых посредников. Классическое сочетание видов деятельности входит в наборы 15 (инвестиционная компания) и 16 (инвестиционная компания с клирингом): это брокерская, дилерская деятельности, доверительное управление и деятельность депозитария. Дополнением к ним являются услуги трансфер-агента, инвестиционного советника, оператора обмена цифровыми активами, инвестиционной платформы и банковского платежного агента. Такое сочетание представляется обоснованным и дающим возможность максимально удовлетворить потребности клиентов, заинтересованных в инвестировании временно свободных денежных средств.

В наборе 15 (инвестиционная компания) все эти направления работы сочетаются с деятельностью торговой системы. Явный риск — зависимость торговой системы от возможных фатальных последствий дилерских операций или, например, дисбаланса итогов торгов одним и тем же активом на данной торговой площадке между клиентами финансового посредника и результатов собственных операций финансового посредника с этим активом. Однако проведение платежей и клиринга третьими лицами делают такую деятельность достаточно прозрачной, а риски актуальны в основном для самого финансового посредника, ведь действующая система учета прав на финансовые активы обеспечивает высокую вероятность полной идентификации принадлежности активов каждому конкретному клиенту даже в случае банкротства финансового посредника и недобросовестных действий контролировавших его лиц. Принимая во внимание, что такая комбинация направлений работы разрешена, представляется логичным и обоснованным включение в состав направлений работы такого участника функции форекс-дилера как частного случая оказания услуг торговой системы. Тогда такая комбинация, с учетом высоких регуляторных требований, будет иметь экономическую привлекательность, которая пока отсутствует — в текущий момент на российском рынке нет вообще ни одной организации с лицензией торговой системы.

В набор 16 (инвестиционная компания с клирингом) вместо торговой системы входит клиринговая деятельность и деятельность репозитария. Таким образом, полный цикл по обработке сделки сосредоточен в одной организации, лишь платежи и собственно биржевые сделки происходят вне нее. Представляется, что такая комбинация не обеспечивает минимизацию рисков, ведь для обхода необходимости участия в сделках двух вышеуказанных внешних контрагентов инструментов предостаточно. Достаточно совершать безденежные — например, сделки мены — операции на внебиржевом рынке. Высок риск фактической необратимости таких сделок при их выстраивании в длинные цепочки в условиях отсутствия внешнего контроля. Следовательно, есть потребность в дополнительном контроле, например инфраструктурном.

Набор 17 (депозитарий-регистратор) — депозитарий и регистратор, оказывающие также услуги трансфер-агента, оператора обмена цифровых активов, инвестиционной платформы, финансовой платформы и банковского платежного агента. Такой разрешенный набор видов деятельности маловероятен на практике — если бизнес-модель ориентирована на предоставление учетных услуг, то возможно добавление к этому приема платежей и даже финансовой платформы для продажи услуг и продуктов клиентами данного финансового посредника. Но для работы в качестве инвестиционной платформы и оператора

обмена цифровыми активами у такой компании нет ни клиентской базы, ни ориентированного на продажи фронт-офиса. Зачем же тогда объединять это все в одной организации? Синергетического эффекта при таких условиях, очевидно, не достичь.

## НЕОБХОДИМЫЕ КОРРЕКТИРОВКИ ИНСТИТУЦИОНАЛЬНОЙ СТРУКТУРЫ ФИНАНСОВОГО РЫНКА

Итак, мы рассмотрели нормативно допустимые комбинации видов деятельности участников финансового рынка. По итогам данного рассмотрения можно разделить эти комбинации на универсальные компании, работающие по большому количеству направлений и ориентированные на большое количество клиентов — потребителей услуг, и компании, имеющие достаточно узкую направленность и взаимодействующие преимущественно с профессионалами финансового рынка.

Исходя из необходимости сохранения баланса между устойчивостью рынка и повышением эффективности перераспределения им финансовых ресурсов, а также принимая во внимание невозможность на практике административно ограничить совмещение видов деятельности участников рынка, представляется целесообразным разделить их на лиц, осуществляющих системообразующие функции, и иных участников рынка, непосредственно оказывающих на нем услуги клиентам.

К первой категории можно отнести компании с наборами видов деятельности 3 (небанковская кредитная организация — клиринговая организация), 4 (центральный депозитарий) и 13 (биржа). Критичным является внесение в данный перечень деятельности биржи, клиринговой организации, центрального контрагента, центрального депозитария и репозитария. Биржевые торги дают возможность широкому кругу лиц оперативно совершать сделки по рыночным ценам с минимальными издержками и гарантией расчета по совершенным сделкам. Все эти условия могут быть обеспечены лишь при отсутствии у биржи коммерческой заинтересованности в предоставлении каких-либо преференций определенным участникам торгов, что приведет к ее готовности жестко бороться с манипуляциями рынка, невзирая на утраченные при этом потенциальные биржевые комиссии. Финансовая стабильность и независимость от кого-либо из участников торгов является необходимой характеристикой и для центрального контрагента, и для центрального депозитария, и для клиринговой организации, подводящей итоги биржевых торгов. Представляется, что для данных функций обеспечение стабильности финансового рынка превалирует над коммерческой составляющей. Это определяет целесообразность исполнения этих функций компаниями соответствующего профиля, принадлежащих не частному бизнесу, а государству.

Данная позиция основывается на результатах анализа истории развития инфраструктуры отечественного рынка ценных бумаг. Так, в начале его формирования существовало большое количество участников рынка, оказывающих услуги, которые мы отнесли к системообразующим. Уже в Концепции развития рынка ценных бумаг в Российской Федерации, утвержденной в 1996 г., отмечалось, что количество участников рынка, включая инфраструктурные организации, сопоставимо с их количеством в странах с развитым рынком капитала. При этом указывалось на поставленные руководством страны задачи по повышению капитализации участников рынка и созданию единого информационного пространства, в том числе для осуществления деятельности по учету ценных бумаг. По результатам анализа конкурентной среды на рынке услуг регистраторов и депозитариев, проведенного Федеральной антимонопольной службой по данным на 2003 г.[5], рынки

[5] *Анализ конкурентной среды на рынке услуг регистраторов и депозитариев / ФАС, 2005. URL: https://fas.gov.ru/documents/57545526.07.2005.*

услуг регистраторов и депозитариев обладали на тот момент низкой конкуренцией, при этом лидирующие места в каждом из регионов занимали разные компании. Такое положение вещей определяло высокие риски для инвесторов, ведь зачастую аннулирование лицензии депозитария и его последующее банкротство, несмотря на формальную защиту средств клиентов, на практике приводило к утрате клиентами ценных бумаг. Особенно острое влияние на инвестиционный климат оказывал уход крупных игроков — лицензии лишались даже компании, входящие в пятерку федеральных лидеров. Не меньшие негативные последствия случались и при прекращении деятельности разного размера бирж и клиринговых организаций. При таких условиях уже в Стратегии развития финансового рынка Российской Федерации на 2006–2008 гг. отмечалось, что большая часть сделок с российскими акциями осуществляется на зарубежных биржах. В качестве мер для исправления ситуации были определены необходимость повышения конкурентоспособности отечественной инфраструктуры, создания центрального депозитария, отделения клиринговой деятельности от биржевой, в том числе за счет государственных средств. Целесообразность реализации этих мер подтвердилась на практике: с 1997 г. до нынешнего времени индекс ММВБ вырос более чем в 39 раз, что даже с учетом инфляции и многих иных факторов указывает на безусловный и значительный рост российского фондового рынка. Этому способствовало формирование по сути единственной биржи за счет объединения двух крупнейших, введение двухуровневой депозитарной системы с формированием подконтрольного бирже центрального депозитария.

Следует отметить, что данные организации в настоящее время и так фактически признаны функционирующими по системообразующим направлениям, поскольку взяты государством под контроль за счет структуры их собственности — опосредованно их основными владельцами является Российская Федерация в лице Росимущества и Банк России.

Что касается остальных компаний, то из направлений их деятельности представляется целесообразным исключить клиринговую деятельность, также отнеся ее к системообразующим и передав тем же подконтрольным государству компаниям. На сегодня этот рынок поделен между компаниями и первой, и второй категории со значительным преобладанием первой. Исключение клиринга из возможных направлений деятельности финансовых посредников, на наш взгляд, минимизирует риски совмещения различных видов деятельности за счет неизбежного внешнего инфраструктурного контроля. При этом предлагаемые изменения практически не потребуют передела рынка, фактически сложившееся распределение ролей найдет отражение в законодательстве, что позволит снять избыточные запреты. Так, например, появится возможность разрешить совмещение всех направлений работы депозитария с одновременным оказанием услуг регистратора.

При этом устойчивость рынка будет достигаться за счет комбинации общепризнанных методов воздействия государства, таких как законодательное регулирование, контроль и надзор, и инфраструктурного контроля. Под таким контролем понимается применение всеми инфраструктурными организациями критического подхода к каждой сделке, ее соотнесение с положениями нормативно-правовых актов. Ни один из других методов государственного воздействия на участников рынка, по нашему мнению, не может обеспечить соответствия законодательству и подзаконным актам всех совершаемых участниками рынка операций; пока для анализа доступны лишь крупнейшие сделки либо определенные выборки сделок. А вот инфраструктурная организация, осуществляющая деятельность биржи, клиринговой организации и центрального депозитария, в рамках своей деятельности рассматривает, согласовывает или делает расчеты по любой операции, осуществляемой участниками рынка. При условии, что данное рассмотрение производится контролируемой государством организацией и цель проводимого анализа — обеспечение соответствия проводимых сделок положениям законодательства, возможность совершения незаконных сделок будет минимизирована.

Повышение эффективности финансового рынка обеспечит финансовыми ресурсами как региональные, так и межрегиональные проекты и производства. Развитая система перераспределения финансовых ресурсов позволит привлекать их каждому из регионов вне зависимости от его удаленности и масштаба проектов, поскольку многообразие инструментов и участников рынка даст возможность осуществлять финансирование как в больших, так и сравнительно небольших объемах.

## ВЫВОДЫ

Итак, мы рассмотрели особенности комбинаций видов деятельности участников финансового рынка. Многообразие фактических направлений работы конкретных компаний не соответствует регуляторному подходу, ориентированному на регулирование каждого вида деятельности в отдельности. При таких условиях на первый план выходит инфраструктурный контроль, фактически применяемый государством, но не закрепленный в нормативно-правовых актах. Представляется, что осуществление функций биржи, центрального депозитария, центрального контрагента и клиринговой организации компаниями, подконтрольными государству, создаст условия для практически неограниченного совмещения иных видов деятельности на финансовом рынке, в частности, позволит профессиональным участникам рынка ценных бумаг выступать в качестве форекс-дилеров, ломбардам работать в качестве операторов обмена цифровыми активами, а расчетным депозитариям оказывать также спецдепозитарные услуги.

Полагаем, что разделение игроков рынка на функционирующих по системообразующим направлениям и, соответственно, подконтрольных государству и всех остальных, контролируемых частными и корпоративными капиталами, позволит рынку более оперативно реагировать на все риски, возникающие в текущий период высокой турбулентности, а государству с большей эффективностью обеспечивать регулирование бурно растущего и изменяющегося финансового рынка — например, не допустить использования в негативных целях нового, не закрепленного в законодательстве, но активно развивающегося на базе финансового рынка крос-секторального явления — экосистем.

### *Список источников*


Абузярова Э. Р. Институциональная среда финансового рынка России // Проблемы экономики и менеджмента. 2015. № 11 (51). С. 4–10.

Буклемишев О. В., Данилов Ю. А. Современные тенденции институциональной структуры финансового регулирования: моногр. М.: Экономический факультет МГУ им. М. В. Ломоносова, 2017. 152 с.

Гаврин Д. А. Экономико-правовые средства обеспечения стабильности банковской системы России // Бизнес, менеджмент и право. 2018. № 2. С. 17–20.

Дворецкая А. Е. (ред.). Экономическая теория и практика: реальность и потенциал развития. Материалы межвузовской научно-методической конференции. М.: Издательский дом «Дело» РАНХиГС, 2020. 2018 с.

Квасницкая Р. С. Типологизация институтов финансового рынка // Австрийский журнал гуманитарных и общественных наук. 2017. № 1–2. С. 145–154. URL: https://doi.org/10.20534/AJH-17-1.2-145-154.

Самигулина А. В. Гармонизация законодательства, регламентирующего секторальную структуру финансового рынка России // Право и экономика. 2017. № 9. С. 5–15.

Сенчагов В. К., Губин Б. В. Современные системы развития финансовой системы в условиях глобализации // Современные технологии управления. 2015. № 9 (57). С. 29–39. URL: https://sovman.ru/article/5705/.

Скапенкер О. М. Рынок финансовых услуг: современные тенденции и перспективы // Деньги и кредит. 2013. № 12. С. 14–17.

Тлишева Н. А. Место центрального контрагента в институциональной структуре финансового рынка // Банковское дело. 2019. № 8. С. 52–55.

Турбанов А. В. Финансовое право и финансовый рынок. Часть 1 // Финансовое право. 2020. № 10. С. 7–12. URL: https://doi.org/10.18572/1813-1220-2020-10-7-12.

Улыбина Л. К., Окорокова О. А. Инвестиционная деятельность стразовых институтов в условиях риска и неопределенности // Экономические науки. 2015. № 128. С. 75–84.

Фалеева Н. В. Адаптация институциональной структуры финансовой системы России к процессам финансовой глобализации: автореф. дис. ... канд. экон. наук / Рост. гос. эконом. ун-т. Ростов-на-Дону, 2007. 204 с.

Фрумина С. В. Институциональная структура финансовой среды страхового рынка // Экономика. Налоги. Право. 2012. № 4. С. 122–127.

Цгоева Л. Д. Формирование институциональной структуры финансового рынка: автореферат дис. ... канд. экон. наук / Сев.-Кавказ. гор.-металлург. ин-т. Владикавказ, 2004. 23 с.

## *References*

Abuzyarova E.R. (2015). The Institutional Environment of Russian Financial Market. *Problemy ekonomiki i menedzhmenta — Problems of Economics and Management*, no. 11 (51), pp. 4–10 (In Russ.).

Buklemishev O.V., Danilov Yu.A. (2017). Modern Trends in the Institutional Structure of Financial Regulation, monograph. Moscow: Lomonosov Moscow State University (Faculty of Economics), 152 p. (In Russ.).

Dvoretskaya A.E. (ed.). (2020). Economic Theory and Practice: Reality and Development Potential: materials of the interuniversity scientific and methodological conference. Moscow: Publishing House "Delo" RANEPA (In Russ.).

Faleeva N.V. (2007). Adaptation of the Institutional Structure of the Russian Financial System to the Processes of Financial Globalization: abstract diss. ... of PhD in Economics. RSUE. Rostov-on-Don, 204 p. (In Russ.).

Frumina S.V. (2012). Institutional Structure of the Financial Environment on the Insurance Market. *Ekonomika. Nalogi. Pravo — Economics. Taxes. Law*, no. 4, pp. 122–127 (In Russ.).

Gavrin D.A. (2018). Economic and Legal Means of Ensuring the Stability of the Russian Banking System. *Biznes, menedzhment i pravo — Business, Management and Law*, no. 2, pp. 17–20 (In Russ.).

Kvasnitskaya R.S. (2017). Typology of Institutions of the Financial Market. *Austrian Journal of Humanities and Social Sciences*, no. 1–2, pp. 145–154 (In Russ.). Available at: https://doi.org/10.20534/AJH-17-1.2-145-154.

Samigulina A.V. (2017). Harmonization of the Legislation Regulating Sectoral Structure of the Financial Market in Russia. *Pravo i ekonomika — Law and Economics*, no. 9. pp. 5–15 (In Russ.).

Senchagov V.K., Gubin B.V. (2015). Modern Systems for the Development of the Financial System in the Context of Globalization. *Sovremennye tekhnologii upravleniya — Modern Management Technologies*, no. 9 (57), pp. 29–39 (In Russ.).

Skapenker O.M. (2013). Financial Services Market: Current Trends and Prospects. *Den'gi i kredit — Money and Credit*, no. 12, pp. 14–17 (In Russ.).

Tlisheva N.A. (2019). The Place of the Central Counterparty in the Institutional Structure of the Financial Market. *Bankovskoe delo — Banking*, no. 8, pp. 52–55 (In Russ.).

Turbanov A.V. (2020). Financial Law and Financial Market. Part 1. *Finansovoe pravo — Financial Law*, no. 10, pp. 7–12 (In Russ.). Available at: https://doi.org/10.18572/1813-1220-2020-10-7-12.

Tsgoeva L.D. (2004). Formation of the Institutional Structure of the Financial Market: abstract diss. ... of PhD in Economics. North Caucasus Mining and Metallurgical Institute, Vladikavkaz, 23 p. (In Russ.).

Ulybina L.K., Okorokova O.A. (2015). The Investment Activities of Insurance Institutions Under Conditions of Risk and Uncertainty. *Ekonomicheskie nauki — Economic Sciences*, no. 128, pp. 75–84 (In Russ.).

## *Информация об авторе*

***Олег Михайлович Скапенкер**, кандидат экономических наук, начальник отдела по работе с некредитными финансовыми активами Департамента реализации активов государственной корпорации «Агентство по страхованию вкладов», г. Москва*

## *Information about the author*

***Oleg M. Skapenker**, Candidate of Economic Sciences, Head of the Unit of Department for the Sale of Assets, State Corporation "Deposit Insurance Agency", Moscow*

*Статья поступила в редакцию 07.07.2021*
*Одобрена после рецензирования 24.12.2021*
*Принята к публикации 04.02.2022*

*Article submitted July 7, 2021*
*Approved after reviewing December 24, 2021*
*Accepted for publication February 4, 2022*

https://doi.org/10.31107/2075-1990-2022-1-39-55

CC BY

# Uzbekistan's Trade Policy Liberalization.

## Predicted Impact of WTO Accession on Chemical Industry Trade

***Lea Melnikovová***[1], ***Shukhrat Shadmanov***[2], ***Sergey Voronin***[3], ***Bobur Qoraboev***[4]

[1] *Department of International Business, Metropolitan University Prague, Prague 10000, Czech Republic*

[2] *School of Business and Management, Management Development Institute of Singapore in Tashkent, Tashkent 100185, Uzbekistan*

[3] *Department of Finance and Credit, Tashkent Branch of Plekhanov Russian University of Economics, Tashkent 100164, Uzbekistan*

[4] *Department of Improvement Taxes and Customs Tariff Policy, Institute for Fiscal Studies under the Ministry of Finance of the Republic of Uzbekistan, Tashkent 100052, Uzbekistan*

[1] *lea.melnikovova@mup.cz, https://orcid.org/0000-0003-0283-8483*

[2] *shshadmanov@mdis.uz, https://orcid.org/0000-0002-0324-6247*

[3] *Sergey_voronin63@yahoo.com, https://orcid.org/0000-0003-2288-8365*

[4] *BKoraboev@ifs.mf.uz, https://orcid.org/0000-0003-4051-982X*

***Abstract***

*This paper is dedicated to the recent reforms in Uzbekistan's foreign trade policy and the process of the country's accession to the World Trade Organization. It pays special attention to the chemical industry trade; with the partial equilibrium model employed, expected changes in imports of chemicals, budget revenues and consumer welfare are revealed. Two scenarios — mere tariff reduction or abolition of country-specific discrimination practices in imports — are considered. Results show that, in the former case, imports of chemical products and consumer welfare will slightly increase and budget revenues will decline; the outcome in the latter case differs: budget revenues will grow considerably, whereas imports and consumer welfare will decrease. We conclude in the latter case that the negative effect will be outweighed by creating a fairer, more competitive environment thanks to removing discrimination practices such as import-specific excise taxes and exemptions on import duty payments for state companies.*

***Keywords:*** *World Trade Organization, free trade agreements, Harmonized System classification, most favoured nation, chemicals and allied industries, partial equilibrium model, tariff revenues, consumer welfare*

***JEL:*** *E21, F13, F14, F15, F17*

***For citation:*** *Melnikovová L., Shadmanov Sh., Voronin S., Qoraboev B. Uzbekistan's Trade Policy Liberalization. Predicted Impact of WTO Accession on Chemical Industry Trade. Financial Journal, 2022, vol. 14, no. 1, pp. 39–55.*
*https://doi.org/10.31107/2075-1990-2022-1-39-55.*

*© Melnikovová L., Shadmanov Sh., Voronin S., Qoraboev B., 2022*

## INTRODUCTION

Uzbekistan has undergone massive changes since the new president, Shavkat Mirziyoyev, took office in 2016. The country has embarked on a reform journey and the economy has experienced unprecedented changes. Uzbekistan's trade policy has been subject to reforms concerning, particularly, customs fees and procedures in order to lower tariff barriers and simplify customs formalities. Uzbekistan has recently resumed its negotiations with the World Trade Organization (WTO)[1]. As a country outside the organization, Uzbekistan can modify its trade policy more independently, but with regard to the ongoing negotiations any future changes should reflect WTO requirements. Uzbekistan takes part in the Global Trade Facilitation Programme of the World Customs Organization (WCO), which is a four-year program (2018–2022) aiming, among other things, to facilitate the adoption of international standards and best practices for international trade in the participating countries[2]. Uzbekistan has also been debating with the Eurasian Economic Union (EAEU) on mutual collaboration and strengthening their relationship. Members of the EAEU are Uzbekistan's important trading partners — they account for almost 29 % of the country's trade turnover[3]. Uzbekistan was granted an observer status in the EAEU in December 2020[4]. Uzbekistan is a member of the Commonwealth of Independent States Free Trade Area (CISFTA) comprising of Russia, Belarus, Ukraine, Kazakhstan, Armenia, Moldova, Kyrgyzstan and Tajikistan; therefore, no import tariffs are applied to import of goods originating from the CISFTA countries with some exceptions[5]. Uzbekistan has also concluded free trade agreements (FTAs) with Azerbaijan, Turkmenistan and Georgia[6].

Uzbekistan has granted the most favored nation (MFN) regime to 47 countries, especially its large trading partners including the European Union member countries[7]. The EU is Uzbekistan's major trading partner, which is also reflected in the formalized relationship with the Union. The Partnership and Cooperation Agreement (PCA) with the EU has been in force since 1999, and Uzbekistan is currently negotiating the Enhanced Partnership and Cooperation Agreement (EPCA); these negotiations started in July 2018[8]. The current agreement provides for economic cooperation while ensuring that Uzbekistan's foreign trade practices comply with the rules of the WTO[9]. In November 2020 the European Commission decided to grant Uzbekistan the status of a beneficiary of the Generalized System of Preferences Plus

---

[1] *Uzbekistan resumes WTO membership negotiations. WTO, July 7, 2020. Available at: https://www.wto.org/english/news_e/news20_e/acc_uzb_07jul20_e.htm.*

[2] *SECO-WCO Global Trade Facilitation Programme. World Customs Organization, September 14, 2020. Available at: http://www.wcoomd.org/en/topics/capacity-building/activities-and-programmes/cooperation-programmes/seco_wco-gtfp.aspx.*

[3] *Foreign economic activity — Merchandise trade. State Committee of the Republic of Uzbekistan on Statistics, accessed June 23, 2020. Available at: https://stat.uz/en/official-statistics/merchandise-trade.*

[4] *Uzbekistan gets observer status in Eurasian Economic Union. The Tashkent Times, last modified. December 11, 2020. Available at: https://tashkenttimes.uz/national/6054-uzbekistan-gets-observer-status-in-eurasian-economic-union.*

[5] *Free trade agreements: CIS member states. Ministry of Economic Development of the Russian Federation, accessed February 23, 2021. Available at: https://www.economy.gov.ru/material/departments/d11/soglasheniya_o_svobodnoy_torgovle/gosudarstva_uchastniki_sng/.*

[6] *List of countries granted the MFN regime and the free trade regime partner. National legislation database of the Republic of Uzbekistan. June 20, 2020. Available at: https://lex.uz/docs/4911947.*

[7] *List of countries granted the MFN regime and the free trade regime partner. National legislation database of the Republic of Uzbekistan.*

[8] *Uzbekistan: EU to open negotiations on new comprehensive agreement. European Council. July 16, 2018. Available at: https://www.consilium.europa.eu/en/press/press-releases/2018/07/16/uzbekistan-eu-to-open-negotiations-on-new-comprehensive-agreement/.*

[9] *EU-Uzbekistan relations. European External Action Service. November 12, 2018. Available at: https://eeas.europa.eu/headquarters/headquarters-homepage_en/11047/EU-Uzbekistan%20relations.*

(GSP+) ahead of schedule. After the approval by the European Council and the European Parliament, this will allow the country to double the number of goods supplied duty-free to the European Union. In April 2021, the EU has accepted Uzbekistan as the 9th beneficiary country of the GSP+ and started applying preferential tariffs for products imported from Uzbekistan under this arrangement from 10 April 2021[10].

In July 2020 Uzbekistan resumed the negotiations on accession to the WTO[11]. WTO membership is currently an important issue, and its benefits and challenges are being vividly discussed in the country since further liberalization steps will have to take place. Authors of empirical literature have come to ambiguous conclusions concerning the positive effects of WTO membership on trade flows. This raises questions whether the tariff reduction promoted by the WTO and its predecessor, the General Agreement on Tariff and Trade (GATT), has had desired results.

According to Rose, the WTO does not seem to have had much impact on trade; his conclusions are based on the standard gravity model of bilateral trade [Rose A.K., 2004]. He brings forward two explanations regarding WTO membership's little effect on trade. Firstly, the GATT/WTO has not forced most countries to reduce trade barriers, which is typical mainly for developing countries that have received special treatment. And secondly, WTO members often extend MFN status unilaterally to non-member countries, although they are not obliged to by WTO rules. The author concludes that WTO membership has a negligible effect on trade policy and therefore also on trade flows [Rose A.K., 2004]. However, he does not claim that the existence of GATT and the WTO has been irrelevant [Rose A.K., 2010]. He admits that WTO membership encourages creating trade links that may not exist otherwise.

Other authors are less critical. Subramanian and Wei are of opposite opinion to Rose; they found that the WTO has had a strong positive impact on trade, which has, however, been uneven [Subramanian A., Wei Shang-Jin, 2007]. They argue that the WTO promotes trade mainly for industrialized countries. Nevertheless, they admit that developing countries experience benefits as well, which are demonstrated in increased exports. Allee and Scalera argue that the more demanding a country's accession to an international organization is and the more substantial policy change is required to become a member, the more considerable are the benefits it will receive from membership [Allee T.L., Scalera J.E., 2012]. Eicher and Henn find that countries with greater stimulus to negotiate tariff reductions during the WTO accession process experience positive and substantial WTO trade effects [Eicher T.S., Henn C., 2011]. Dutt finds evidence for strong WTO effects, where the strongest ones are for developing countries that experienced a demanding accession process to join the WTO [Dutt P., 2020].

Pomfret has elaborated a study where he identifies the barriers to completing Uzbekistan's WTO accession negotiations, and the benefits and costs of WTO membership. He claims that the government's commitment to economic reform is key to the eventual membership [Pomfret R., 2020]. A sector-specific study examining the economic implications of WTO membership on Uzbekistan's highly protected automobile industry has been done by Umirdinov and Turakulov. The authors assume that the sector will have to deal with extreme pressures from internal and external players that will have immense consequences. In order to mitigate them, they suggest that an extended phase-out period for adjusting country's automobile industrial policy to WTO agreements be required, and the state should decrease its support to the auto industry gradually [Umirdinov A., Turakulov V., 2019].

---

[10] *Uzbekistan joins EU's GSP+ arrangement. European Commission, 09.04.2021. Available at: https://trade.ec.europa.eu/doclib/press/index.cfm?id=2263, accessed 18.09.2021.*

[11] *Uzbekistan resumes WTO membership negotiations. WTO, 2020.*

Uzbekistan had undertaken the first reforms before the WTO accession process was resumed. In the past, the import regime of Uzbekistan was characterized by a high level of protectionism, and at the same time a large number of individual privileges regarding the payment of import fees were provided (hereinafter referred to as exemptions). Since 2017, important changes have taken place in this area aimed at liberalizing the foreign trade regime. Many protectionist measures persist, however.

The objective of this paper is to reveal the changes in Uzbekistan's foreign trade policy as well as its exports and imports, and to evaluate the impact of the possible WTO membership on trade in chemical products.

## STRUCTURE AND METHODS

The paper is structured into two main parts. First, we analyze changes in the national legislation in recent years, especially the exchange rate policy liberalization, changes in import tariffs and import excise taxes that influence the eventual costs of import. We highlight the most important changes and look into subsequent changes in the country's foreign trade — both import and export — based on the latest data provided by the International Trade Centre (ITC) and the State Committee of the Republic of Uzbekistan on Statistics. In the following part, special attention is paid to Uzbekistan's chemical industry and the impact of the possible WTO membership on chemical products imports, budget revenues and consumer welfare. We use the partial equilibrium model employing the SMART partial equilibrium modeling tool. It uses indicators of elasticity of demand for imports, elasticity of export supply and elasticity of substitution on the basis of the World International Trade Solutions[12] and estimations by [Hertel T. et al., 2007]. We work with two scenarios. Scenario 1 only considers changes in tariff rates. We assume that the import tariff rates in Uzbekistan will be reduced to the level of the neighboring countries' rates. Scenario 2 considers wider changes: we assume that Uzbekistan, along with the import tariff reduction, will abolish all discriminative practices in import. The two scenarios are explained in detail below. We observe changes for four groups of countries: (1) MFN countries according to Uzbekistan's agreements mentioned in the Introduction (47 countries); (2) CISFTA countries (10 countries); (3) non-MFN, non-CISFTA but WTO member countries; and (4) non-MFN, non-CISFTA and non-WTO countries. We calculate the change in imports of each group, changes in budget revenues and consumer welfare.

## RESULTS

### Trade policy liberalization

Fundamental changes in the national legislation have taken place in the past four years. The key legal document is the Customs Code, which regulates the movement of goods across the customs borders of the country, customs clearance, customs control, collection and payment of customs payments, and customs legislation violations procedures[13]. The new version of the Customs Code is under way and was open for public discussion online from August 17 to September 1, 2019[14].

---

[12] *SMART Simulation Tool. World Integrated Trade Solution, 2020. Available at: https://wits.worldbank.org/simulationtool.html.*

[13] *Customs Code of the Republic of Uzbekistan. National legislation database of the Republic of Uzbekistan, last modified January 20, 2016. Available at: https://lex.uz/docs/2876352.*

[14] *Customs Code of the Republic of Uzbekistan (new edition). Website for discussion of draft laws, accessed July 15, 2020. Available at: https://regulation.gov.uz/ru/document/6485.*

A measure of particular importance was the introduction of the current account convertibility in 2017[15]. In the same year, the government adopted a decision to significantly reduce customs duties for a long list of items. The presidential resolution "On measures to further streamline foreign economic activity and improve the system of customs and tariff regulation of the Republic of Uzbekistan" from June 2018 further and substantially reduced not only the custom tariffs on imported goods but also the excise tax on imports[16]. Also, the customs tariff rates have been unified for items similar in type, properties and utilization[17]. In December 2018, some of the rates were increased again, e.g. for clothes, shoes, furniture, certain foods etc.[18] High rates (40–70 %) remain for vehicles[19].

Tariffs are not the only cost of imports. Import excise taxes, value added tax (VAT) and customs clearance fees have to be considered as well. Import excise tax rates and the list of imported excisable products were subject to fundamental changes, too. Their importance has decreased but they are still an important tool for regulating imports and a source of budget revenues. Many goods are excisable only when they are imported in Uzbekistan, and are not subject to excise taxes if produced domestically[20].

Import and export customs procedures have been simplified significantly, which received a positive response from the World Bank[21], and exporters have been provided with state support concerning customs clearance formalities. To better understand the changes in ease of trading across borders as a result of simplification of the customs procedures, one can refer to the World Bank's Ease of Doing Business score for useful information. It "records the time and cost associated with the logistical process of exporting and importing goods and it measures the time and cost (excluding tariffs) associated with three sets of procedures — documentary compliance, border compliance and domestic transport"[22]. Despite recent improvements, Uzbekistan's performance is still not satisfactory — way under the regional average. In 2020, the country ranked 152 out of 190, while Kazakhstan ranked 105 and Russia 99. However, better performance was evident since Uzbekistan ranked 165 a year before.

Figures 1 and 2 show that the liberalization efforts had evident outcomes demonstrated by increased trade flows, especially imports. Reducing the customs tariffs and excise tax has resulted in larger imports values in 2018 and 2019. Uzbekistan experiences a trade deficit which has deepened in recent years[23].

---

[15] *Decree of the President of the Republic of Uzbekistan "On priority measures for the liberalization of foreign exchange policy". National legislation database of the Republic of Uzbekistan, last modified September 2, 2017. Available at: https://lex.uz/docs/3326423.*

[16] *Resolution of the President of the Republic of Uzbekistan "On measures to further streamline foreign economic activity and improve the system of customs and tariff regulation of the Republic of Uzbekistan." National legislation database of the Republic of Uzbekistan, last modified June 29, 2018. Available at: https://lex.uz/docs/3802366.*

[17] *Nearly 45% of import fees to be reduced. Norma, April 13, 2018. Available at: https://www.norma.uz/nashi_obzori/pochti_45_procentov_stavok_importnyh_poshlin_predlagaetsya_snizit.*

[18] *Comparative table of tariff rates according to PP-3818 dated Jun 29, 2018, changed under PP-4086 dated Dec 26, 2018. Norma. January 5, 2019. Available at: https://www.norma.uz/raznoe/sravnitelnaya_tablica_stavok_importnyh_tamojennyh_poshlin_izmenivshihsya_soglasno_pp-4086_ot_26_12_2018_goda.*

[19] *Nearly 45 % of import fees to be reduced. Norma, April 13, 2018.*

[20] *Law of the Republic of Uzbekistan on the State Budget of the Republic of Uzbekistan for 2020. Appendix 8. Rates of excise tax on excisable goods (services) produced (rendered) in the Republic of Uzbekistan. National legislation database of the Republic of Uzbekistan. December 9, 2019. Available at: https://lex.uz/docs/4635018#4637054; Excise tax rates on excisable goods imported into the territory of the Republic of Uzbekistan. Complete legislation of Uzbekistan, June 29, 2018. Available at: https://nrm.uz/contentf?doc=548595_stavki_akciznogo_naloga_na_podakciznye_tovary_zavozimye_na_territoriyu_respubliki_uzbekistan_(prilojenie_n_2_k_postanovleniyu_prezidenta_ruz_ot_29_06_2018_g_n_pp-3818)&products=1_vse_zakonodatelstvo_uzbekistana.*

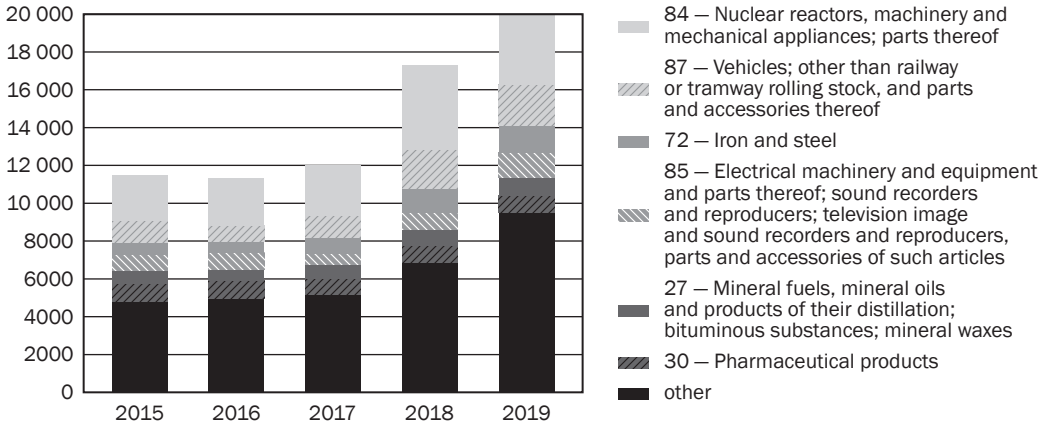
[21] *Doing Business 2020: Uzbekistan. World Bank Group, February 14, 2020. Available at: https://www.doingbusiness.org/en/data/exploreeconomies/uzbekistan.*

[22] *Doing Business 2020: Uzbekistan.*

[23] *Foreign economic activity — Merchandise trade. State Committee of the Republic of Uzbekistan on Statistics.*

*Figure 1*

**Commodity structure of Uzbekistan's imports 2015–2019, Harmonized System (HS) classification; mil. USD**

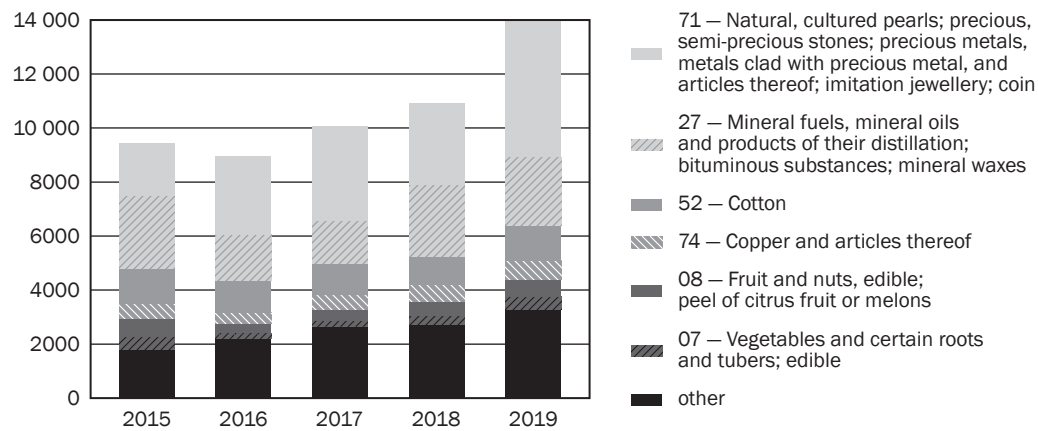



*Source: Foreign economic activity — Merchandise trade. State Committee of the Republic of Uzbekistan on Statistics.*

The export value grew (Figure 2) partly because of gold exports. Uzbekistan is one of the top exporters of precious metals. In 2019 they accounted for almost a third of the country's exports (29.8 %)[24]. Other main export items remain more or less unchanged: fuels, cotton, copper, food products, plastics, clothing, and chemical products.

*Figure 2*

**Commodity structure of exports 2015–2019, HS classification; mil. USD**




*Source: Foreign economic activity — Merchandise trade. State Committee of the Republic of Uzbekistan on Statistics.*

### Impact of WTO accession on chemical industry trade

Uzbekistan's production of nitrogen, phosphorus and potassium is ranked 8th in the world. In terms of volume and types of nitrogen and phosphorus fertilizers produced, the country occupies a leading position in the Central Asian region. Chemical products are exported to

[24] *Uzbekistan exports over $1 billion worth of gold in Q1. The Tashkent Times, April 23, 2020. Available at: https://tashkenttimes.uz/economy/5205-uzbekistan-exports-over-1-billion-worth-of-gold-in-q1.*

more than 30 countries around the world. The main export markets are traditionally the neighboring countries, such as Kazakhstan, Tajikistan, Kyrgyzstan and Afghanistan, but new ones are being explored, such as South Korea, Japan and others.

Uzbekistan's chemical industry has a significant potential in production thanks to the locally available raw materials, technical base and labor force, and represents one of the top industrial sectors of the economy. Raw materials that are important for the industry are natural gas, ammonia, nitric acid, industrial salt, limestone and industrial sulfur, all of them available in Uzbekistan. The availability of natural resources is a key advantage in an industry where raw materials and utilities account for between 40 % and 90 % of production costs [World Bank Group, International Finance Corporation, 2018]. With such unique advantages, Uzbekistan could become a net exporter of chemical products.

However, the high level of physical and moral depreciation of Uzbekistan's production facilities has reduced productivity and increased energy and material consumption of production over the past years, which is the main factor holding back the development of the chemical industry. The measures taken in recent years have been insufficient to improve the technical condition of the production facilities and increase their competitiveness in the global market [Mukhamedov D., Shipkova O., 2017].

Today, imports of chemical products are five times higher than exports[25]. The main volume of production is focused on meeting the needs of the domestic market. Real growth rates of production have significant fluctuations, and the share of chemical industry in the industrial sector has been decreasing; see Table 1.

*Table 1*

**Key indicators of the chemical industry in Uzbekistan**

| | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 |
|---|---|---|---|---|---|
| Production (mil. USD) | 1,944.6 | 2,488.4 | 1,934.7 | 1,868.5 | 2,147.3 |
| Import* (mil. USD) | 558.4 | 579.6 | 630.7 | 777.5 | 1,081.8 |
| Export* (mil. USD) | 234.6 | 188.0 | 245.7 | 217.2 | 208.5 |
| Production growth (% to the previous year) | 110.4 | 138.3 | 101.7 | 99.1 | 102.3 |
| Share in the industrial sector (%) | 6.5 | 8.2 | 8.4 | 8.0 | 5.9 |
| Number of employees in the industry | 41,797 | 42,499 | 45,986 | 46,721 | 47,085 |

*Source: Industry. State Committee of the Republic of Uzbekistan on Statistics, accessed September 12, 2020 (https://stat.uz/en/official-statistics/industry).*

Due to the developed agricultural sector in Uzbekistan, the dominant position in the structure of the chemical industry is the production of fertilizers for agriculture. Agricultural chemistry practically meets the needs of the republic's cotton and grain cultivation[26].

The share of imports in the total market for chemical products in Uzbekistan is 30.3 %, and the share of local production is 69.7 %[27]. As mentioned above, local production is mainly concentrated in the production of fertilizers; this is the only product group where Uzbekistan is a net exporter. For other groups of goods, Uzbekistan is a net importer. Products such as pesticides and herbicides for agriculture and chemicals for rapidly developing industries such as textiles, leather and food production are mainly imported[28]. We can expect further growth in imports due to the fast growth of the textile, leather and food industries, as domestic production is not well developed.

---

[25] *Foreign economic activity — Merchandise trade. State Committee of the Republic of Uzbekistan on Statistics.*

[26] *Creating markets in Uzbekistan: from stabilization to competitiveness. International Finance Corporation.*

[27] *ITC Trade Map. International Trade Centre, no. 15, 2020. Available at: https://www.trademap.org/; Foreign economic activity — Merchandise trade. State Committee of the Republic of Uzbekistan on Statistics.*

[28] *ITC Trade Map. International Trade Centre.*

The main import items are other chemicals (HS2 code 38); organic chemicals (HS2 code 29); tanning or dyeing extracts; tannins and their derivatives; dyes, pigments and other coloring matter; paints and varnishes (HS2 code 32); and cosmetics or toilet preparations (HS2 code 33); see Table 2.

*Table 2*

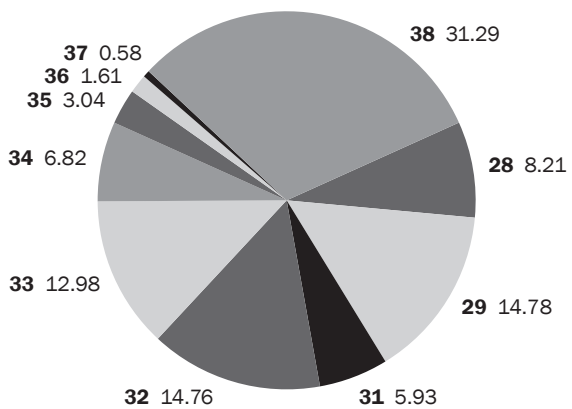
**HS2 code for Chemicals & Allied Industries**

| HS2 code | Name of the commodity group |
|---|---|
| 28 | Inorganic chemicals; organic or inorganic compounds of precious metals, of rare-earth metals, of radioactive elements or of isotopes |
| 29 | Organic chemicals |
| 30 | Pharmaceutical products |
| 31 | Fertilizers |
| 32 | Tanning or dyeing extracts; tannins and their derivatives; dyes, pigments and other coloring matter; paints and varnishes; putty and other mastics; inks |
| 33 | Essential oils and resinoids; perfumery, cosmetic or toilet preparations |
| 34 | Soap, organic surface-active agents, washing preparations, lubricating preparations, artificial waxes, prepared waxes, polishing or scouring preparations, candles and similar articles, modeling pastes, "dental waxes" and dental preparations with a basis of plaster |
| 35 | Albuminoidal substances; modified starches; glues; enzymes |
| 36 | Explosives; pyrotechnic products; matches; pyrophoric alloys; certain combustible preparations |
| 37 | Photographic or cinematographic goods |
| 38 | Miscellaneous chemical products |

*Source: State Customs Committee of the Republic of Uzbekistan (http://tarif.customs.uz/?lang=en_EN).*

*Figure 3*

**Commodity structure of chemical imports, 2019 (HS2), %**



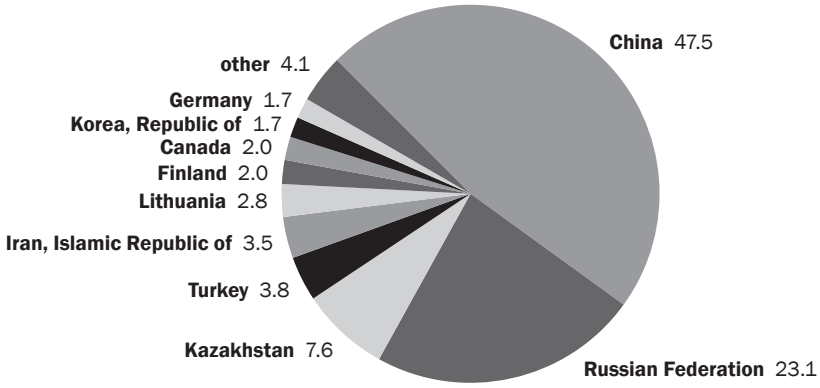

*Source: ITC Trade Map. International Trade Centre.*

The main volume of chemical products is imported from China, Russia, and Kazakhstan (see Figure 4). Uzbekistan's exports are mainly concentrated in fertilizers (HS code 31), which account for almost 67 % of the industry's exports. As mentioned above, this is the only commodity group where Uzbekistan is a net exporter with a trade balance of 73.7 million USD[29]. The chemical sector is predominantly regional due to high transport costs. This fact is confirmed by the predominantly regional nature of imports and exports in countries around the world; Uzbekistan is not an exception. The main share of chemical products is exported to such countries of the region as Kazakhstan, Kyrgyzstan and Tajikistan[30].

[29] *ITC Trade Map. International Trade Centre.*
[30] *Ibidem.*

*Figure 4*

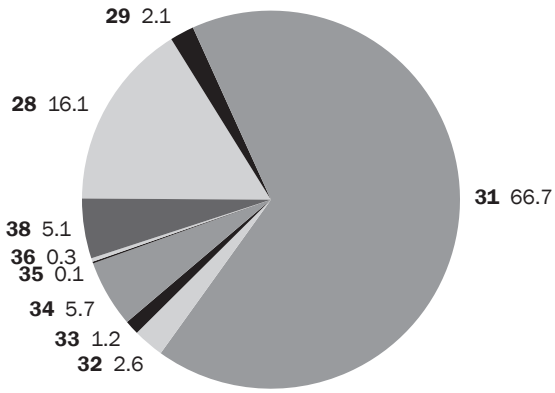
**Geographic structure of chemical imports, 2019, %**




*Source: ITC Trade Map. International Trade Centre.*

*Figure 5*

**Commodity structure of chemical exports, 2019 (HS2), %**




*Source: ITC Trade Map. International Trade Centre.*

The geographic structure of Uzbekistan's export of chemicals is shown in Figure 6. The bulk of exports are directed to countries with which Uzbekistan has an agreement on preferential trade. Recent improvements in relations with the closest neighbors have resulted in a significant increase in overall regional trade.

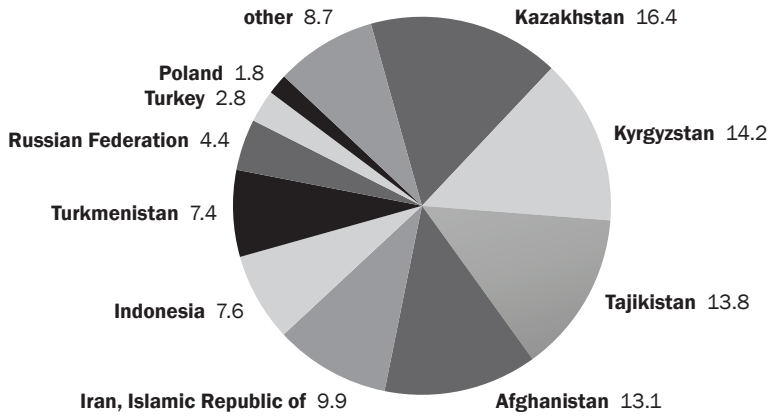
While in 2017 the growth in imports of chemicals amounted to 8.8 %, in 2018 it amounted to 23.2 %, sharply reacting to a decrease in average import duties from 6.0 % to 1.3 %. A particularly sharp increase in imports in 2018 was observed in the group of fertilizer products (156 %)[31], where import duties were substantially reduced[32]. In order to forecast the level of import tariffs in Uzbekistan upon accession to the WTO, the existing import tariffs of WTO countries — Uzbekistan's major trading partners — were compared (MFN tariffs, Figure 7).

[31] *Ibidem.*

[32] *On amendments and additions to the Resolution of the President of the Republic of Uzbekistan dated June 29, 2018 No. PP-3818 "On measures to further streamline foreign economic activity and improve the system of customs and tariff regulation of the Republic of Uzbekistan." Norma, last modified October 2, 2019 (Russ.). Available at: https://static.norma.uz/official_texts/2019/%D0%9F%D0%9F-4470.pdf.*

*Figure 6*

**Geographic structure of chemical exports, 2019, %**

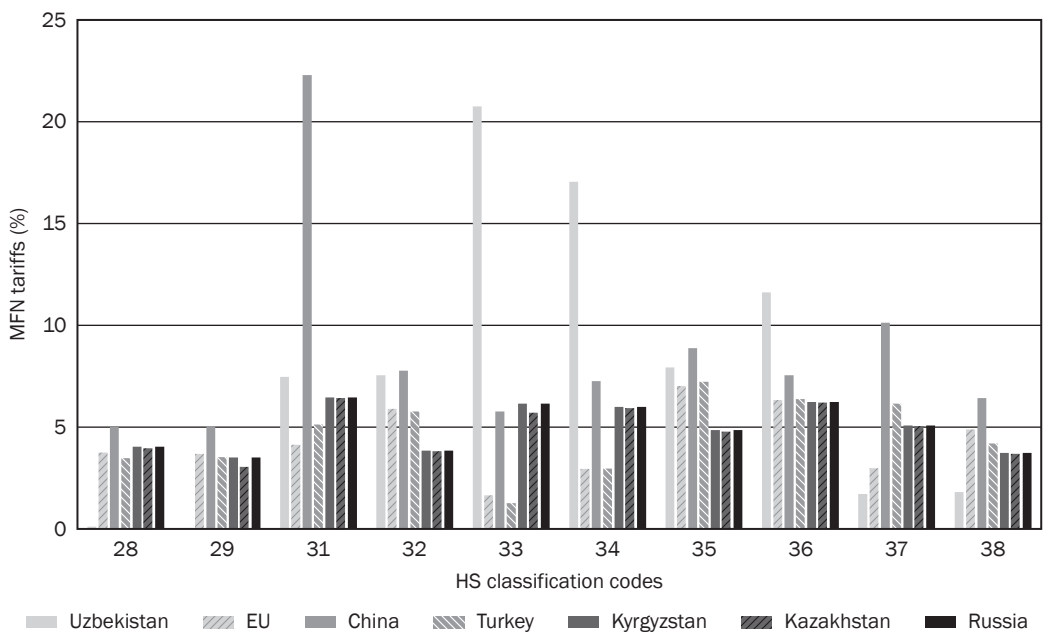



*Source: ITC Trade Map. International Trade Centre.*

Uzbekistan's import MFN tariffs for product groups 33, 34 and 36 turn out to be much higher than tariffs of the above-mentioned countries. However, tariffs for other groups of goods (28, 29, 37 and 38) are lower or almost equal zero. In bilateral negotiation processes, countries like the EU and Turkey may put pressure on Uzbekistan to lower tariffs on commodity groups where the level is higher.

*Figure 7*

**MFN tariffs applied by Uzbekistan and its major trading partners on chemical products, %**




*Source: ITC Aggregated Market Access Indicators. International Trade Centre.*

According to Uzbekistan's legislation, MFN tariffs are reduced rates which apply in the case of an agreement on trade preferences with another country. For the rest of the world excluding

the CISFTA, Azerbaijan, Georgia and Turkmenistan, a double rate applies[33]. The MFN tariff may be further decreased based on bilateral agreements, which is the case of Uzbekistan's major trading partners[34].

Because of the predominantly regional nature of foreign trade in chemical products, most of the above-mentioned countries will be the main competitors for Uzbekistan. With regard to this fact, the average level of import duties in these countries is a more acceptable and likely option for Uzbekistan.

Another issue which may complicate the WTO accession process is that the customs system of Uzbekistan is characterized by the presence of exemptions for certain industries and enterprises where import duties payments are waived for them; this creates uneven conditions for producers in the market. Such conditions do not comply with the principles of the WTO. In accordance with the Agreement on Subsidies and Countervailing Measures of the WTO, benefits to individual enterprises and industries are classified as subsidies. They are either prohibited or subject to challenge if they cause negative effects to the interests of a WTO member country[35]. The possible abolition of these benefits upon accession to the WTO will have a fundamental impact on the budget.

Another example of discrimination is the excise tax application. For example, the group of goods "Lubricants" (HS code 3403) is subject to an excise tax of 5 % on imports, but not on domestic production[36]. This approach is considered to be discrimination against imports under WTO rules and is not allowed. Uzbekistan will have to abolish or reduce to zero the excise tax imposed exclusively on imports upon joining the organization.

In order to predict the effects of Uzbekistan's accession to the WTO, we used the partial equilibrium model. To see the changes in the shares of different groups of countries we divided them into four groups:

(1) MFN countries according to Uzbekistan's agreements on trade preferences (47 countries); MFN rates are applied to goods originating in these countries;

(2) CISFTA countries (ten countries) where zero import tariff rates are applied; Azerbaijan, Georgia and Turkmenistan also fall into this group thanks to the FTA with Uzbekistan, but they are not included in the following tables due to their negligible share in chemical imports;

(3) non-MFN, non-CISFTA but WTO member countries for whom a double tariff rate is applied;

(4) non-MFN, non-CISFTA and non-WTO countries for whom a double tariff rate is applied.

Most trade of the country occurs with the MFN and CISFTA countries, which made up 97 % of total trade in 2019. We considered two scenarios:

**Scenario 1**

We assume that the level of tariffs in Uzbekistan is more likely to decrease to about the level of neighboring countries. Therefore, it is assumed that the tariff rate will change from current rates to the average rate of the region; no other changes regarding import payments

---

[33] *Customs Code of the Republic of Uzbekistan. National legislation database of the Republic of Uzbekistan.*

[34] *ITC Aggregated Market Access Indicators. International Trade Centre, accessed December 20, 2020. Available at: https://www.macmap.org/en/query/compare-market.*

[35] *Uruguay Round of Multilateral Trade Negotiations (1986–1994) — Annex 1 — Agreement on Subsidies and Countervailing Measures. WTO-GATT, accessed March 11, 2020. Available at: https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX%3A21994A1223%2814%29.*

[36] *Law of the Republic of Uzbekistan on the State Budget of the Republic of Uzbekistan for 2020. Appendix 8. Rates of excise tax on excisable goods (services) produced (rendered) in the Republic of Uzbekistan. National legislation database of the Republic of Uzbekistan; Excise tax rates on excisable goods imported into the territory of the Republic of Uzbekistan. Complete legislation of Uzbekistan.*

are considered (VAT, excise tax, import duty payment exemptions and valuation methods stay the same). The assumed tariff rate remains unchanged if it is lower than the average rate in the region. Table 3 contains the input data for the partial equilibrium model.

*Table 3*

**Scenario 1: Input data for the partial equilibrium model**

| HS2 code | Share in imports | Current tariff rate for MFN countries (% of import value) | Expected tariff rate for MFN countries (% of import value) | Change in tariff rate | Import demand elasticity | Export supply elasticity | Elasticity of substitution* |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 28 | 8.21 | 0.11 | 0.11 | 0.0 | 1.05 | 99 | 6.6 |
| 29 | 14.78 | 0.04 | 0.04 | 0.0 | 1.59 | 99 | 6.6 |
| 31 | 5.93 | 7.47 | 7.47 | 0.0 | 4.03 | 99 | 6.6 |
| 32 | 14.76 | 7.55 | 5.40 | −2.15 | 1.05 | 99 | 6.6 |
| 33 | 12.98 | 20.74 | 4.81 | −15.9 | 0.94 | 99 | 6.6 |
| 34 | 6.82 | 17.05 | 5.35 | −11.7 | 1.23 | 99 | 6.6 |
| 35 | 3.04 | 7.93 | 7.93 | 0.0 | 0.81 | 99 | 6.6 |
| 36 | 1.61 | 11.62 | 6.49 | −5.3 | 3.38 | 99 | 6.6 |
| 37 | 0.58 | 1.71 | 1.71 | 0.0 | 1.58 | 99 | 6.6 |
| 38 | 31.29 | 1.81 | 1.81 | 0.0 | 1.18 | 99 | 6.6 |

*Note: World Integrated Trade Solution' "SMART Simulation Tool" was used to process the input data.*
*Sources: authors' calculations based on ITC Aggregated Market Access Indicators; * Hertel T. et al., 2007, pp. 611–635.*

Table 4 shows that the overall import of Uzbekistan would increase by 21.2 million USD mainly because of decreasing import tariffs. But it would not affect different group of countries equally. Imports from CISFTA countries would drop, as expected, since the tariff reduction for other WTO countries would dilute their relative import advantage. The share of the CISFTA countries would decrease from 27.4 % to 21.6 % while the share of the MFN countries would rise. The WTO member states who were neither the MFN nor CISFTA countries would feel stronger relief in import tariffs, and their imports to Uzbekistan would increase by 72 %. Imports from the non-CISFTA, non-MFN and non-WTO countries could improve slightly, since tariffs for them would generally decrease even if a double tariff rate were imposed on their imports.

*Table 4*

**Scenario 1: Import changes for groups of countries**

| | Imports before accession | | Imports after accession | | Growth | Import change |
|---|---|---|---|---|---|---|
| | Million USD | Share (%) | Million USD | Share (%) | % | Million USD |
| MFN countries for Uzbekistan (47 countries) | 754.7 | 69.8 | 824.7 | 74.8 | 9.3 | 70.0 |
| CISFTA countries (10 countries) | 296.8 | 27.4 | 238.3 | 21.6 | −19.7 | −58.5 |
| Non-MFN, non-CISFTA but member of WTO | 10.8 | 1.0 | 18.6 | 1.7 | 72.4 | 7.8 |
| Non-MFN, non-CISFTA non-WTO | 19.5 | 1.8 | 21.5 | 1.9 | 10.2 | 2.0 |
| Total | 1,081.8 | 100.0 | 1,103.1 | 100.0 | 2.0 | 21.2 |

*Source: authors' calculations.*

Table 5 shows the expected changes in tariff revenues, imports and consumer welfare for each product group. Our results show that budget tariff revenues would fall sharply, by 43 %, reflecting the overwhelming effect of a decrease in tariffs over a small increase in imports, by only 2 %. An insignificant increase in imports would have a small but positive effect on consumer welfare.

*Table 5*

**Scenario 1: Expected changes in tariff revenues, imports and consumer welfare**

| HS2 code | Change in budget tariff revenue | | Expected import change | | Change in consumer welfare (million USD) |
|---|---|---|---|---|---|
| | Million USD | % | Million USD | % | |
| 28 | 0.00 | −3.1 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 29 | 0.00 | −2.4 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 31 | 0.00 | −0.5 | 0.0 | 0.1 | 0.0 |
| 32 | −2.62 | −25.6 | 2.9 | 1.8 | 0.2 |
| 33 | −13.19 | −64.2 | 12.3 | 8.7 | 1.2 |
| 34 | −4.68 | −56.3 | 6.0 | 8.1 | 0.5 |
| 35 | 0.00 | −0.1 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 36 | 0.00 | −15.2 | 0.0 | 0.2 | 0.0 |
| 37 | −0.01 | −5.9 | 0.0 | 0.2 | 0.0 |
| 38 | −0.03 | −0.6 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| Total | −20.5 | −43.0 | 21.2 | 2.0 | 1.8 |

*Source: authors' calculations.*

Overall, the negative effects of lowering the tariffs rates upon joining the WTO, resulting in a sharp fall in budget revenues, may seem to outweigh the positive effects in consumer welfare. On the other hand, Scenario 1 does not take into account wider policy changes associated with the actual WTO accession. Therefore, in Scenario 2 we consider further necessary liberalization in Uzbekistan's trade policy.

**Scenario 2**

Along with import tariff rates reduction, we assume that the country will abolish all import duty payment practices not complying with the WTO rules. The main distorting factor, as discussed above, is the exemptions given to certain national companies or industries concerning import tariff, VAT and excise tax payments. Another one is the valuation method. In Uzbekistan, the basis for applying tariffs is prices quoted in the Import Price Bulletin of the State Customs Committee, which are usually higher than declared import prices. The gap between the prices can vary from 10 to 30 % making the import payments much higher than expected[37]. Due to these distortions, the nominal protection rate does not reflect the actual situation. Therefore, we calculated the actual rate of protection as the ratio of collected import tariff, VAT and excise tax payments to import value (based on the Import Price Bulletin) from the database of the State Customs Committee, considering the existing exemptions. The main input data are provided in Table 6. It is evident that the nominal protection rate differs from the actual protection rate significantly. We therefore used the actual protection rate as the current rate in order to see the actual changes in revenues from import duties after they are adjusted to the regional level. The expected protection rate is calculated as the sum of regional average import tariff rate plus VAT, with a 0 % excise tax due to its nature of a discriminative practice. Import excise taxes are currently applied to product groups 32, 33, and 34[38]. We also assume the abolition of exemptions provided to certain companies. We used the same elasticities as in Scenario 1.

---

[37] *Import Price Bulletin. Open Data Portal of the Republic of Uzbekistan, accessed February 14, 2021. Available at: https://data.gov.uz/en/datasets/7; State Customs Committee of the Republic of Uzbekistan, 2019.*

[38] *Excise tax rates on excisable goods imported into the territory of the Republic of Uzbekistan. Complete legislation of Uzbekistan.*

*Table 6*

**Scenario 2: Input data for the partial equilibrium model**

| HS2 code | Share in imports | Nominal protection rate (%) | Actual protection rate (%) | Expected protection rate (%) | Change in protection rate (actual — expected) |
|---|---|---|---|---|---|
| 28 | 8.21 | 15.1 | 15.2 | 15.1 | −0.1 |
| 29 | 14.78 | 15.0 | 10.6 | 15.0 | 4.4 |
| 31 | 5.93 | 22.5 | 0.5 | 22.5 | 21.9 |
| 32 | 14.76 | 22.6 | 15.8 | 20.4 | 4.7 |
| 33 | 12.98 | 35.9 | 25.7 | 19.8 | −5.9 |
| 34 | 6.82 | 32.2 | 24.0 | 20.3 | −3.6 |
| 35 | 3.04 | 22.9 | 20.3 | 22.9 | 2.6 |
| 36 | 1.61 | 26.6 | 34.2 | 21.5 | −12.8 |
| 37 | 0.58 | 16.7 | 13.4 | 16.7 | 3.3 |
| 38 | 31.29 | 16.8 | 8.2 | 16.8 | 8.6 |

*Explanatory notes: Nominal protection rate includes: current tariff rates, VAT, import-specific excise taxes, no import duty payment exemptions; valuation method: invoice prices (declared prices). Actual protection rate includes: current tariff rates, VAT, import-specific excise taxes, import duty payment exemptions; valuation method: Import Price Bulletin prices. Expected protection rate includes: tariff rates (lowered to regional level), VAT, 0 % import-specific excise tax, no import duty payment exemptions; valuation method: invoice prices (declared prices).*
*Sources: authors' calculations based on ITC Aggregated Market Access Indicators; Customs duty rates and import volumes, State Customs Committee of the Republic of Uzbekistan. Data set, 2019.*

The results of Scenario 2 for individual groups of countries are shown in Table 7. The overall effect of an expected trade policy change on imports is negative, which can be explained by the greater negative effect of abolition of exemptions over comparatively smaller total effects of tariffs reduction, elimination of discriminating excise taxes for some product groups and using actual declared import prices instead of Import Price Bulletin prices.

The CISFTA countries and the non-MFN, non-CISFTA non-WTO countries would experience the most negative effects, with the least negative impact on MFN countries; their imports would decrease by 10.7 %, 12.4 % and 6.1 % respectively, although without any major changes in their import shares. WTO member countries (non-MFN, non-CISFTA) would benefit from the changes and their imports would rise. For these countries the positive effect of a decrease from double tariff rates to lowered tariff rates seems to be outweighing the negative effect of the exemptions abolition.

*Table 7*

**Scenario 2: Import changes for individual group of countries**

| | Imports before accession | | Imports after accession | | Growth | Import change |
|---|---|---|---|---|---|---|
| | Million USD | Share (%) | Million USD | Share (%) | % | Million USD |
| MFN countries for Uzbekistan (47 countries) | 754.7 | 69.8 | 708.9 | 70.7 | −6.1 | −45.8 |
| CISFTA countries (10 countries) | 296.8 | 27.4 | 265.1 | 26.4 | −10.7 | −31.7 |
| Non-MFN non-CISFTA but member of WTO | 10.8 | 1.0 | 11.5 | 1.2 | 7.1 | 0.8 |
| Non-MFN non-CISFTA non-WTO | 19.5 | 1.8 | 17.1 | 1.7 | −12.4 | −2.4 |
| Total | 1081.8 | 100.0 | 1002.6 | 100.0 | −7.3 | −79.2 |

*Source: authors' calculations.*

Table 8 shows impacts on budget revenues, imports and consumer welfare for each product group. Budget revenues from import tariffs, VAT and 0 % excise taxes increase by 20.8 % for chemicals in general, but not evenly across product groups, and in some cases the results are negative. Budget revenues as a whole increase because the effect of abolished exemptions

outweighs the reduced imports. In other words, the budget will receive import fees that were waived before. A significant decrease in imports is a consequence of abolishing the exemptions (imports became more expensive for importers) and pulls the consumer welfare to negative 7.58 million USD.

*Table 8*

**Scenario 2: Expected changes in tariff revenues, imports and consumer welfare**

| HS2 code | Change in budget revenues from tariff, VAT and excise tax | | Expected import change | | Change in consumer welfare (million USD) |
|---|---|---|---|---|---|
| | Million USD | % | Million USD | % | |
| 28 | −0.07 | −0.5 | 0.08 | 0.1 | 0.01 |
| 29 | 5.52 | 32.6 | −10.12 | −6.3 | −1.30 |
| 31 | 3.20 | 996.9 | −40.68 | −63.4 | −3.15 |
| 32 | 5.79 | 24.0 | −6.49 | −4.1 | −1.12 |
| 33 | −6.88 | −20.4 | 6.09 | 4.3 | 1.29 |
| 34 | −1.20 | −7.8 | 1.75 | 2.4 | 0.35 |
| 35 | 0.45 | 6.9 | −0.45 | −1.4 | −0.09 |
| 36 | −0.33 | −10.2 | 1.69 | 9.7 | 0.28 |
| 37 | 0.16 | 18.6 | −0.28 | −4.5 | −0.04 |
| 38 | 23.01 | 82.9 | −30.80 | −9.1 | −3.80 |
| Total | 29.7 | 20.8 | −79.21 | −7.3 | −7.58 |

*Source: authors' calculations.*

The decrease in imports should normally result in lower budget revenues, but in our case the effect of exemptions abolishment is so great that it causes a positive net change in budget revenues. With respect to the trade deficit, lower imports are considered favorable, although it reduces competition in the country's chemical industry. Scenario 2 demonstrates that import tariff reduction along with substantial trade policy changes can result in a net positive effect on the economy. Allee and Scalera [Allee T.L., Scalera J.E., 2012] or Dutt [Dutt P., 2020] linked significant policy changes during the accession process to considerable benefits concerning trade flows. In our case, benefits of WTO accession in the short term would rather involve the elimination of trade distortions caused by discriminative measures. Scenario 2 is obviously the more realistic one because the WTO will expect Uzbekistan to abolish many practices used to help particular sectors and producers, as pointed out by Pomfret [Pomfret R., 2020]. Such a process will be helpful in creating a fairer, market-oriented environment. The authors of the study on predicted consequences of the WTO accession for the ultra-protected automobile industry in Uzbekistan also conclude that removing state interventions (in this case a monopoly position of a major domestic car producer) will be beneficial and improve the competitive environment in the country [Umirdinov A., Turakulov V., 2019].

## CONCLUSIONS

Uzbekistan has set on a challenging journey of liberalizing its economy including foreign trade. The impact of the first reforms on trade flows is already evident, reflected particularly in increased imports. The WTO accession process will require intense negotiations regarding not only tariff rates but also eliminating practices that do not comply with the WTO rules. The expected changes include reducing import-specific excise taxes to zero and abolishing exemptions for companies concerning import duties payments. In our paper we focused on the chemical industry trade and illustrated two situations. The first scenario involved only the reduction of tariff rates, whereas the second one also included eliminating all discriminative practices in import creating unequal conditions. The two scenarios gave dissimilar results. While in the first case the outcome was negative in terms of budget revenues and slightly positive thanks to an insignificant increase in imports and consumer welfare, the second

case had a different result: budget revenues increased, mainly due to the abolition of exemptions, and imports dropped by 7.3 %. Considering that Uzbekistan has been facing a negative trade balance in recent years, the reduction of the trade deficit is desirable. On the other hand, increased foreign competition would serve as a beneficial motivation for improving the obsolete production facilities. Increasing the technological competitiveness and productivity of Uzbekistan's chemical industry is crucial since the energy and material consumption of local production is high. The negatives, at the same time, will be outweighed by creating a fairer, more competitive environment.

If Uzbekistan stays outside the WTO, discriminative practices and protectionist measures will remain and continue to distort the economy. Removing these barriers will create fair, equal conditions for all market players. Considering these benefits, WTO membership will undoubtedly contribute to Uzbekistan's liberalization efforts and help the country to become a full-blooded member of the global economic community.

### *References*


Allee T.L., Scalera J.E. (2012). The Divergent Effects of Joining International Organizations: Trade Gains and the Rigors of WTO Accession." *International Organization*, vol. 66, iss. 2 pp. 243–276. Available at: https://doi.org/10.1017/S0020818312000082.

Abaturov V., Rizaeva. Z. (2020). Customs Reforms. Interview with M. Azimov. *Review.uz*, no. 5, pp. 49–55. Available at: https://review.uz/journals/05-245-2020.

Dutt P. (2020). The WTO is not passé. *European Economic Review*, vol. 128, article 103507. Available at: https://doi.org/10.1016/j.euroecorev.2020.103507.

Eicher T.S., Henn C. (2011). In search of WTO trade effects: Preferential trade agreements promote trade strongly, but unevenly. *Journal of International Economics*, vol. 83, iss. 2 pp. 137–153. Available at: https://doi.org/10.1016/j.jinteco.2010.12.002

Hertel T., Hummels D., Ivanic M. et al. (2007). How confident can we be of CGE-based assessments of Free Trade Agreements? *Economic Modelling*, vol. 24, iss. 4, pp. 611–635. Available at: https://doi.org/10.1016/j.econmod.2006.12.002.

World Bank Group, International Finance Corporation, 2018. Creating markets in Uzbekistan: from stabilization to competitiveness. Available at: http://invest-in-uzbekistan.org/wp-content/uploads/4_6004767272294416554.pdf.

Abaturov V., Rizaeva Z. Chemical Industry Reform Trajectory. Interview with Z. Mirzamakhmudov. *Review.uz*, March 16, 2020. Available at: https://review.uz/post/traektoriya-reform-ximproma.

Mukhamedov D., Shipkova O. (2017). Chemical Industry of the Republic of Uzbekistan: Major Obstacles of the Industry Development. *Advances in chemistry and chemical technology*, vol. 31, no. 14, pp. 25–27. Available at: https://muctr.ru/upload/iblock/9c3/9c3bb1cf5c074173b13b8a6e9ca49b2f.pdf.

Pomfret R. (2020). Uzbekistan and the World Trade Organization. *Silk Road: A Journal of Eurasian Development.* vol. 2, iss. 1, pp. 54–61. Available at: https://doi.org/10.16997/srjed.35.

Rose A.K. (2004). Do we really know that the WTO increases trade? *American Economic Review*, vol. 94, no. 1 pp. 98–114. Available at: https://www.aeaweb.org/articles?id=10.1257/000282804322970724.

Rose A.K. (2010). The Effect of Membership in the GATT/WTO on Trade: Where Do We Stand?" In Is the World Trade Organization Attractive Enough for Emerging Economies? Critical Essays on the Multilateral Trading System. Ed. by Z. Drabek, pp. 195–216. London: Palgrave Macmillan. Available at: https://doi.org/10.1057/9780230250826_8.

Subramanian A., Wei Shang-Jin (2007). The WTO promotes trade, strongly but unevenly." *Journal of International Economics* vol. 72, iss. 1, pp. 151–175. Available at: https://doi.org/10.1016/j.jinteco.2006.07.007.

Umirdinov A., Turakulov V. (2019). The Last Bastion of Protectionism in Central Asia: Uzbekistan's Auto Industry in post-WTO Accession. *Trade, Law & Development*, vol. 11, no. 2, pp. 301–333.


### *Information about the authors*


***Lea Melnikovová**, Senior Lecturer, Department of International Business, Metropolitan University Prague, Prague, Czech Republic (corresponding author)*

***Shukhrat Shadmanov**, Candidate of Economic Sciences, Leading Lecturer, School of Business and Management, Management Development Institute of Singapore in Tashkent, Tashkent, Uzbekistan*

***Sergey Voronin**, Doctor of Economic Sciences, Professor, Department of Finance and Credit, Tashkent Branch of Plekhanov Russian University of Economics, Tashkent, Uzbekistan*

***Bobur Qoraboev**, Chief Specialist, Department of Improvement Taxes and Customs Tariff Policy, Institute for fiscal studies under the Ministry of finance the Republic of Uzbekistan, Tashkent, Uzbekistan*

*Article submitted November 3, 2021*
*Approved after reviewing January 10, 2022*
*Accepted for publication February 4, 2022*

https://doi.org/10.31107/2075-1990-2022-1-39-55

# Либерализация торговой политики Узбекистана. Прогнозируемые последствия вступления в ВТО по торговле продукцией химической промышленности

***Леа Мельниковова**, старший преподаватель Департамента международного бизнеса Столичного университета Праги, Прага 10000, Чешская Республика (автор-корреспондент)*
*E-mail: lea.melnikovova@mup.cz, ORCID: 0000-0003-0283-8483*
***Шухрат Шадманов**, кандидат экономических наук, ведущий преподаватель Школы бизнеса и менеджмента Сингапурского института развития менеджмента в Ташкенте, Ташкент 100185, Республика Узбекистан*
*E-mail: shshadmanov@mdis.uz, ORCID: 0000-0002-0324-6247*
***Сергей Воронин**, доктор экономических наук, профессор кафедры финансов и кредита Ташкентского филиала РЭУ им. Г. В. Плеханова, Ташкент 100164, Республика Узбекистан*
*E-mail: Sergey_voronin63@yahoo.com, ORCID: 0000-0003-2288-8365*
***Бобур Корабоев**, главный специалист Института бюджетно-налоговых исследований при Министерстве финансов Республики Узбекистан, Ташкент 100052, Республика Узбекистан*
*E-mail: BKoraboev@ifs.mf.uz, ORCID: 0000-0003-4051-982X*

***Аннотация***
*Эта статья посвящена недавним реформам во внешней торговой политике Узбекистана и процессу вступления страны во Всемирную торговую организацию. Особое внимание уделяется торговле продукцией химической промышленности. С использованием модели частичного равновесия выявляются ожидаемые изменения импорта химических веществ, доходов бюджета и благосостояния потребителей. Рассмотрены два сценария: простое снижение тарифов или отмена специфической для страны практики дискриминации при импорте. Результаты показывают, что в первом случае импорт химической продукции и благосостояние потребителей несколько увеличатся, а доходы бюджета снизятся. Во втором случае исход будет другим: доходы бюджета значительно вырастут, импорт и благосостояние потребителей снизятся. Во втором случае мы пришли к выводу, что негативный эффект будет компенсирован созданием более справедливой и конкурентной среды за счет устранения дискриминационных практик, таких как акцизы на импорт и освобождение от уплаты импортных пошлин для государственных компаний.*

***Ключевые слова:** Всемирная торговая организация, соглашение о свободной торговле, классификация гармонизированной системы, режим наибольшего благоприятствования, химическая промышленность и смежные отрасли, модель частичного равновесия, тарифные доходы, благосостояние потребителей*

***JEL:** E21, F13, F14, F15, F17*

***Для цитирования:** Melnikovová L., Shadmanov Sh., Voronin S., Qoraboev B. Uzbekistan's Trade Policy Liberalization. Predicted Impact of WTO Accession on Chemical Industry Trade. Financial Journal, 2022, vol. 14, no. 1, pp. 39–55.*
*https://doi.org/10.31107/2075-1990-2022-1-39-55.*

*© Melnikovová L., Shadmanov Sh., Voronin S., Qoraboev B., 2022*

*Статья поступила в редакцию 03.11.2021*
*Одобрена после рецензирования 10.01.2022*
*Принята к публикации 04.02.2022*

https://doi.org/10.31107/2075-1990-2022-1-56-70

CC BY

# Взаимосвязь уровня бедности и факторов зеленой экономики в странах Европейского союза

***Владислав Николаевич Руцкий***
*E-mail: rootskey.vn@gmail.com, ORCID 0000-0003-1020-590X*
*Национальный исследовательский университет «Высшая школа экономики», Москва 101000; Сибирский федеральный университет, Красноярск 660041, Российская Федерация*
***Илья Аркадьевич Филиппов***
*E-mail: filippov-ilia-0@mail.ru, ORCID 0000-0001-5100-0578*
*Сибирский федеральный университет, Красноярск 660041, Российская Федерация*

***Аннотация***
*Статья посвящена изучению подходов к измерению бедности и зеленой экономики и эмпирическому анализу взаимосвязи уровня бедности и факторов зеленой экономики для ряда стран Европейского союза. Авторы выявляют тенденции формирования новой модели экологически устойчивого развития в странах Европейского союза. В статье разрабатывается корреляционно-регрессионная модель, которая исследует наряду с макроэкономическими факторами влияние факторов зеленой экономики на уровень риска бедности в странах Евросоюза. Оценка спецификации модели по панельным данным стран Европейского союза показывает отрицательную взаимосвязь доли возобновляемой энергетики и производительности труда с уровнем риска бедности, что говорит о необходимости дальнейшего развития зеленой экономики в странах еврозоны.*

***Ключевые слова:*** *зеленая экономика, устойчивое развитие, бедность, неравенство, природный капитал, человеческий капитал, зеленые финансы*

***JEL:*** *O44, Q56, C33*

***Для цитирования:*** *Руцкий В. Н., Филиппов И. А. Взаимосвязь уровня бедности и факторов зеленой экономики в странах Европейского союза // Финансовый журнал. 2022. Т. 14. № 1. С. 56–70. https://doi.org/10.31107/2075-1990-2022-1-56-70.*

*© Руцкий В. Н., Филиппов И. А., 2022*

---

https://doi.org/10.31107/2075-1990-2022-1-56-70

## Relationship Between the Level of Poverty and the Factors of Green Economy in the Countries of the European Union

***Vladislav N. Rutskiy***[1], ***Ilia A. Filippov***[2]
[1] *HSE University, Moscow 101000, Russian Federation*
[1, 2] *Siberian Federal University, Krasnoyarsk 660041, Russian Federation*
[1] *rootskey.vn@gmail.com, https://orcid.org/0000-0003-1020-590X*
[2] *filippov-ilia-0@mail.ru, https://orcid.org/0000-0001-5100-0578*

***Abstract***
*The paper is aimed at studying approaches to measuring poverty and the green economy, and conducting an empirical analysis of the relationship between the poverty rate and the factors of the green economy for the countries of the European Union. The authors identify trends in the formation of a new model of environmentally sustainable development in these countries. An empirical correlation and regression model is developed, which describes, along with macroeconomic factors, the impact of green economy factors on the level of poverty risk in the EU countries. The assessment of the model specification based on panel data of the countries of the European Union shows a negative relationship between the share of renewable energy and labor productivity on the one hand and the level of poverty risk on the other hand. This indicates the need for further development of green economy in the EU countries countries.*

***Keywords:*** *green economy, sustainable development, poverty, inequality, natural capital, human capital, green financing*

***JEL:*** *O44, Q56, C33*

***For citation:*** *Rutskiy V.N., Filippov I.A. Relationship Between the Level of Poverty and the Factors of Green Economy in the Countries of the European Union. Financial Journal, 2022, vol. 14, no. 1, pp. 56–70 (In Russ.).*
*https://doi.org/10.31107/2075-1990-2022-1-56-70.*

*© Rutskiy V.N., Filippov I.A., 2022*

## ВВЕДЕНИЕ

В докладах ЮНЕП, ООН, ОЭСР, работах зарубежных и отечественных ученых часто упоминается словосочетание «зеленая экономика» и призывы к скорейшему внедрению принципов этой экономики во всех странах. По их мнению, зеленая экономика способна не только снизить экологические риски, но и обеспечить рост благосостояния населения.

Однако возникают вопрос: действительно ли переход к такой модели может обеспечить рост благосостояния людей? Правительства стран Европейского союза начали принимать меры по внедрению политики зеленой экономики и устойчивого развития. Были разработаны специальные национальные планы по снижению выбросов парниковых газов, увеличению доли электричества из возобновляемых источников энергии и внедрению «зеленых» технологий при производстве.

В странах Европейского союза происходит активное формирование зеленой экономики, и на данном этапе актуальна возможность рассмотрения ее взаимосвязи с уровнем бедности. Исходя из этого была поставлена цель исследования: изучение взаимосвязи зеленой экономики и уровня бедности населения в странах Евросоюза.

В целом в подходах различных международных организаций благосостояние означает обеспеченность населения социальными, духовными и материальными благами, которые необходимы для поддержания жизни, тогда как явление бедности характеризует недостаток у людей каких-либо благ, необходимых для поддержания жизни. Поэтому в дальнейшем авторы придерживаются точки зрения, что уровень бедности может быть использован как один из ключевых измерителей уровня благосостояния, на который может оказывать влияние зеленая экономика.

Сначала мы рассмотрим понятие бедности и способы ее измерения, а также определение и индикаторы зеленой экономики, затем проанализируем формирование зеленой экономики в странах Европейского союза и определим набор ключевых показателей для ее анализа и в итоге построим корреляционно-регрессионную модель для оценки взаимосвязи уровня бедности и зеленой экономики.

## КАТЕГОРИЯ БЕДНОСТИ И СПОСОБЫ ЕЕ ИЗМЕРЕНИЯ

Европейская экономическая комиссия Организации Объединенных Наций (ЕЭК ООН) определяет бедность как «невозможность иметь или реализовывать выбор и возможности» для человека, отсутствие инклюзивности, проявляющееся в невозможности обеспечить едой и одеждой свою семью, получать школьное образование, лечиться в больнице или иметь работу. Черта бедности измеряется на основе представлений об абсолютных потребностях человека либо с точки зрения относительных социальных стандартов[1].

По мнению Организации экономического сотрудничества и развития (ОЭСР), существует четко установленный уровень жизни (черта бедности), при достижении которого человек может не считать себя бедным. Так как в большинстве стран значительно отличаются подходы к определению показателей бедности, данной организацией предложены отличительные черты для сопоставления профилей бедности разных стран [Леви Г., Руиз Н., 2014].

Доктор исторических наук Гордон считает, что в категорию бедных попадают слои населения, доход которых не достигает определенной минимальной величины, вследствие чего их потребление — ниже определенных минимальных нормативов [Гордон Л. А., 1994]. Эти нормативы можно сгруппировать в набор потребительских благ и рассчитать их стоимость в виде абсолютных показателей.

Для международной оценки и сопоставлений были разработаны различные монетарные подходы к измерению бедности:

а) *прожиточный минимум*: показатель, который сначала использовался для описания условий жизни в отдельных странах, а потом стал применяться для определения бедности такими международными организациями, как Всемирный банк, ПРООН и другими;

б) *концепция основных потребностей*: в эти потребности включены два элемента: минимальные потребности семьи и основные коммунальные услуги. Эта концепция является расширенным вариантом концепции прожиточного минимума;

в) *относительная депривация*: вырабатываются определенные стандарты бедности, с помощью которых можно идентифицировать бедного человека. Это может выражаться в ограничениях для отдельных граждан доступа к общественным благам, которыми пользуется большинство населения [Townsand P., 1979];

г) *богатство*: с помощью накопленного богатства население может легче переживать экономические спады и кризисы; использование этого показателя позволит убрать из категории бедных тех людей, чьи официальные трудовые источники дохода низкие по причине наличия доходов от использования капитала и неофициальных доходов;

д) *дефицит времени*: характеризует тип людей, имеющих работу и достаточный доход, чтобы прокормить семью, но только в результате высокой вовлеченности в работу, вследствие чего у таких людей остается сравнительно мало времени для участия в жизни общества или досуга.

Так как уровень бедности трудно измерить, применяются специальные индексы, позволяющие сравнить бедность по разным критериям. Например, индекс многомерной бедности (ИМБ)[2] разрабатывается многими странами в качестве официальных национальных статистических показателей бедности. Зачастую индексы многомерной бедности используются для сравнения уровня жизни в разных странах.

Европейские органы статистики для измерения уровня многомерной бедности используют многомерный индекс риска бедности и социальной исключенности AROPE (англ. *At risk of poverty or social exclusion*) [Guio A.-C., Marlier E., 2012]. В его расчет берутся показатели бедности по доходам, разные виды депривации и неучастие в рынке

---

[1] *Руководство по измерению бедности. Нью-Йорк: ЕЭК ООН, 2017. 199 с.*

[2] *Руководство по измерению бедности: сб. статей.*

труда. Он отражает не только проблему низких доходов, но и тесную взаимосвязь низких доходов и социальной исключенности, а также позволяет глубже рассмотреть проблему бедности в разных странах [Карцева М. А., 2019].

В рамках данной работы авторы придерживаются той точки зрения, что бедность может проявляться не только в низком уровне доходов населения, но и в других материальных и социальных лишениях (дефиците благ), поэтому в дальнейшем в исследовании будет использован индекс риска бедности и социальной исключенности AROPE.

## ЗЕЛЕНАЯ ЭКОНОМИКА И ЕЕ ИЗМЕРЕНИЕ

До сих пор нет общепринятого определения термина «зеленая экономика». Согласно подходу Программы Организации Объединенных наций по окружающей среде, или ЮНЕП (*United Nations Environment Programme*, UNEP), в зеленой экономике рост доходов и занятости обеспечивается государственными и частными инвестициями, направленными на уменьшение выбросов углерода и загрязнение окружающей среды, повышение эффективности использования энергии и ресурсов [ЮНЕП, 2011].

Организация экономического сотрудничества и развития (ОЭСР) использует другой термин — «зеленый» рост, который стимулирует экономический рост и развитие экономики, при этом природные ресурсы используются с применением технологий, способных уменьшить вред окружающей среде либо вообще его не наносить. Отсутствие стремления к созданию данного роста может привести к дефициту водных и иных ресурсов, загрязнению воздуха, изменению климата, что повлечет за собой ограничения на экономический рост [ОЭСР, 2011].

В официальных документах многих государств, которыми определяется зеленая экономика, сделан акцент на развитии социальных и экономических сфер жизни: для развитых — конкуренция и сохранение рабочих мест, для развивающихся — устойчивое развитие и борьба с бедностью, для стран БРИКС — эффективность использования ресурсов [Яковлев И. А. и др., 2017].

Российские ученые также занимаются изучением данной экономики, и их определения зеленой экономики во многом схожи с определениями всемирных организаций, упомянутых выше. Так, Порфирьев предлагает понимать зеленую экономику как создание и использование технологий для контроля и уменьшения загрязняющих окружающую среду выбросов, для мониторинга изменения климата и ресурсосберегающих технологий и возобновляемой энергетики [Порфирьев Б. Н., 2012].

Зомонова, обобщая многие понятия, выдвигает свое определение и считает, что зеленая экономика — это модель экономического развития, «основанная на устойчивом развитии, интернализации экстерналий, комплексном подходе к процессу принятия решений, улучшении качества жизни в условиях ресурсосбережения и ресурсоэффективности с использованием новых технологий и инноваций» [Зомонова Э. М., 2015].

Сама концепция устойчивого развития состоит из трех главных точек зрения на развитие общества: экономической, социальной и экологической. Экономическая подразумевает разумное потребление ресурсов, использование ресурсосберегающих технологий и минимизацию отходов. Социальная точка зрения делает упор на создании более эффективной системы принятия решений, которая будет учитывать исторический опыт и поощрять плюрализм. Экологическая составляющая должна обеспечивать целостность биологических и физических природных систем [Кабир Л. С., Аносова Л. А., 2017].

Таким образом, несмотря на отсутствие единого определения термина «зеленая экономика», можно сделать вывод о том, что цель такой экономики — не только снижение уровня загрязнения окружающей среды и повсеместный переход к использованию «зеленых» источников энергии, но и обеспечение достойного уровня жизни граждан и устранение разных видов неравенства между людьми.

Нобелевский лауреат Стиглиц совместно с коллегами отмечает, что на сегодняшний день ВВП уже не является показателем благосостояния граждан в силу нескольких причин, например, неизмеримость качества ресурсов, вследствие чего показатель может не отражать реального изменения благосостояния [Stiglitz J. E. et al., 2010]. В работах Найду изучается зависимость роста ВВП и объемов вырубки лесов, которая наблюдается в большинстве стран. Уменьшение леса, по его мнению, приводит к иллюзии экономического роста и снижению благосостояния граждан, так как рост происходит за счет потери природных богатств [Naidoo R., 2004].

Разработка новых индикаторов развития зеленой экономики сейчас находится в активной стадии. Например, вместо обычного ВВП предлагается ввести «зеленый» ВВП, учитывающий экологические последствия экономического роста, или индекс экологической активности (EPI), дающий информацию о состоянии устойчивого развития во всем мире на основе данных о состоянии экологии и управлении ресурсами[3].

Другой показатель — индекс зеленой экономики (GGEI) — показывает, насколько преуспели страны в создании условий для долгосрочного развития. В расчет этого индекса входит четыре группы показателей:

1. лидерство и изменение климата;
2. эффективность отдельных секторов экономики;
3. инвестиции в «зеленые» технологии;
4. состояние окружающей среды и природного капитала.

Проанализировав различные методики для измерения зеленой экономики, можно заметить, что все они схожи и опираются на три основные группы показателей: экономические, экологические и социальные. Данные методики и индексы предоставляют различные способы в измерении зеленой экономики, что позволяет использовать обширный набор данных для анализа.

В докладе Международной организации труда (МОТ) о трендах мировой занятости в 2020 г. отмечается, что проблемы равного доступа к работе и достойной заработной платы остаются актуальными [ILO, 2020], а глобальная пандемия COVID-19 ухудшила положение бедных слоев населения. Также пандемия замедлила экономический рост многих стран, что, по мнению МОТ, может вызвать недостаток новых рабочих мест. Это приведет к экономической неэффективности, а также к повышению социальной напряженности.

Одним из путей решения безработицы может стать зеленая экономика. Согласно докладу «Перспективы занятости и социальной защиты в мире: экологизация посредством рабочих мест» МОТ о трендах мировой занятости 2018 г., посвященному зеленой экономике, в будущем именно такая экономика станет основным источником роста рабочих мест [ILO, 2018], а негативное изменение климата приведет к повышению потребности в социальной защите.

Согласно прогнозу от IRENA[4] сектор возобновляемой энергетики может к 2050 г. увеличить количество рабочих мест в сфере энергетики до 100 млн, на 40 млн больше, чем сейчас. Это, возможно, станет еще одним инструментом в борьбе с бедностью и низкими доходами населения.

Также зеленая экономика способна повлиять на уровень бедности с помощью увеличения производительности труда. Согласно отчету Всемирного банка[5], сократить нищету

---

[3] *About the EPI: Environmental performance index. URL: https://epi.yale.edu/.*

[4] *Глобальный прогноз по возобновляемым источникам энергии. Преобразование энергетической системы к 2050 г. / International Renewable Energy Agency. URL: https://www.irena.org/-/media/Files/IRENA/Agency/Publication/2020/Apr/IRENA_GRO_2020_findings_RU.pdf?la=en&hash=91E451A121F27804A137191599D4845FB4764061.*

[5] *Global Productivity Trends, Drivers, and Policies / The World Bank, 2021.*

и бедность поможет устойчивый рост производительности труда. А «устойчивость» должна будет обеспечиваться за счет внедрения новых технологий, увеличения инвестиций в капитал.

Портер в своем докладе высказал предположение о том, что «зеленые» инвестиции могут повысить конкурентоспособность фирмы [Porter M., 1991]. При этом также вырастет и прибыль за счет увеличения производительности, улучшения имиджа компании и минимизации расходов. Компании с помощью «зеленых» технологий смогут уменьшить материальные затраты путем повторного использования ресурсов. Это также позволит бизнесу повышать свою репутацию в условиях распространения устойчивых технологий [Barros M. V. et al., 2021].

Стоит учесть также социальные издержки, которые несет общество из-за «коричневой» модели экономики, например потери здоровья. Миллионы людей по всему миру живут с астмой и другими заболеваниями, вызванными загрязнениями от сжигания ископаемых видов топлива, которые могут привести к росту риска преждевременной смерти[6] и дополнительным расходам на здравоохранение, в том числе расходам бюджета, а также к ограничениям на работу, вследствие чего заработок человека может оказаться ниже достаточного уровня.

Таким образом, можно сделать вывод о том, что зеленая экономка может оказывать влияние на бедность, а также способствовать решению данной проблемы, например через создание новых рабочих мест в сфере альтернативной энергетики либо за счет внедрения технологий, позволяющих увеличить производительность труда и уровень его оплаты.

Таким образом, наши предположения заключаются в том, что новые «зеленые» технологии и в целом развитие сектора зеленой экономики способно приводить к снижению бедности населения за счет роста числа рабочих мест, повышения квалификации персонала, роста оплаты труда и снижения антропогенного воздействия на здоровье населения. При этом поиск факторов, влияющих на развитие зеленой экономики, целесообразно проводить по экономическим, экологическим и социальным направлениям вслед за наиболее распространенными подходами международных организаций.

## ФОРМИРОВАНИЕ ЗЕЛЕНОЙ ЭКОНОМИКИ В СТРАНАХ ЕВРОПЕЙСКОГО СОЮЗА

Многие страны, осознавая опасность изменения климата, начали принимать совместные меры по снижению эндогенного влияния на окружающую среду. Например, ежегодно проводится Конференция сторон конвенции, на одной из которых в Киото были определены юридические обязательства по сокращению выбросов[7]. Данное соглашение вошло в историю как Киотский протокол. Главная цель соглашения: стабилизировать концентрацию парниковых газов в атмосфере на таком уровне, который не допускал бы опасного антропогенного воздействия на климатическую систему планеты.

С момента вступления в силу протокола начали появляться программы торговли выбросами. Одной из них стала система торговли выбросами Европейского союза (ETS ЕС), которая позволяет вести частную торговлю разрешениями (квотами) на выбросы[8]. Примером являются декабрьские фьючерсы Carbon Emissions Futures — Dec 21 (CFI2Z1), которые торгуются на Амстердамской бирже ICE Futures. Фьючерсы являются поставочными,

---

[6] *Toxic air the price of fossil fuels / Greenpeace, 2020.*

[7] *Что такое Конференция ООН по вопросам изменения климата? / United Nations Climate Change. URL: https://unfccc.int/ru/peregovornyy-process-i-vstrechi/konferencii/the-big-picture/chto-takoe-konferenciya-oon-po-voprosam-izmeneniya-klimata/.*

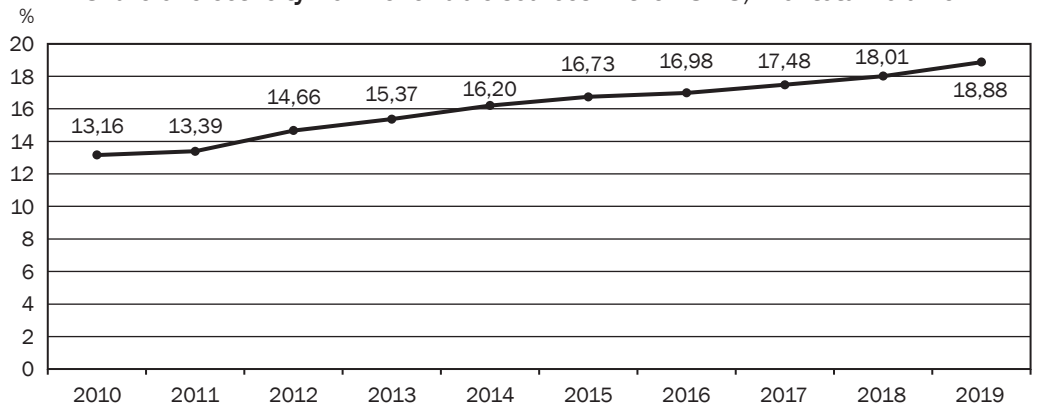
[8] *EU Emissions Trading System (EU ETS) / European Commission. URL: https://ec.europa.eu/clima/policies/ets_en*

базовым активом служит квота на выброс одной метрической тонны углекислого газа на территории ЕС[9]. С 2017 г. цены на квоты выросли с 5 до 51 евро. В целях снижения выбросов и стимулирования перехода на менее «загрязняющее» производство и технологии Евросоюз намерен и дальше добиваться роста цен на квоты. В ближайшее время Европейская комиссия представит предложения о введении в ЕС пограничного углеродного сбора (платежей за углеродоемкость импортируемой продукции), который создаст для импортеров в ЕС стимулы по внесению вклада в глобальную климатическую устойчивость[10].

Директива по возобновляемой энергетике[11] задает политику в области производства и продвижения электроэнергии из возобновляемых источников энергии. На данный момент стоит цель обеспечить минимальную долю в 32 % возобновляемой энергетики к 2030 г. На рис. 1 можно увидеть текущие успехи Евросоюза в достижении данной цели.

*Рисунок 1*

**Доля электроэнергии из возобновляемых источников в Евросоюзе-28, % от общего объема / Share of electricity from renewable sources in the EU-28, % of total volume**




*Источник / Source: Share of energy from renewable sources statistics. Eurostat (online data code: NRG_IND_REN$DEFAULTVIEW).*

Отдельно по странам Евросоюза можно выделить лидеров в развитии возобновляемой энергетики. Это Исландия, Норвегия и Швеция. В этих странах доля возобновляемой энергетики больше 50 % от общего количества электроэнергии. Стоит учесть, что в сектор возобновляемой энергетики может входить не только солнечная и ветряная энергетика, но и другие, например геотермальная, приливная, биотопливная.

Евросоюз ведет активную политику по внедрению технологий устойчивого развития, что можно отследить по такому показателю, как объем выбросов парниковых газов. Примерно за 30 лет страны Евросоюза смогли уменьшить количество выбросов на 20 % (рис. 2). Это объясняется развитием секторов возобновляемой энергетики, а также снижением экономической активности в периоды кризисов, например, количество выбросов резко уменьшилось в 2009 г.

---

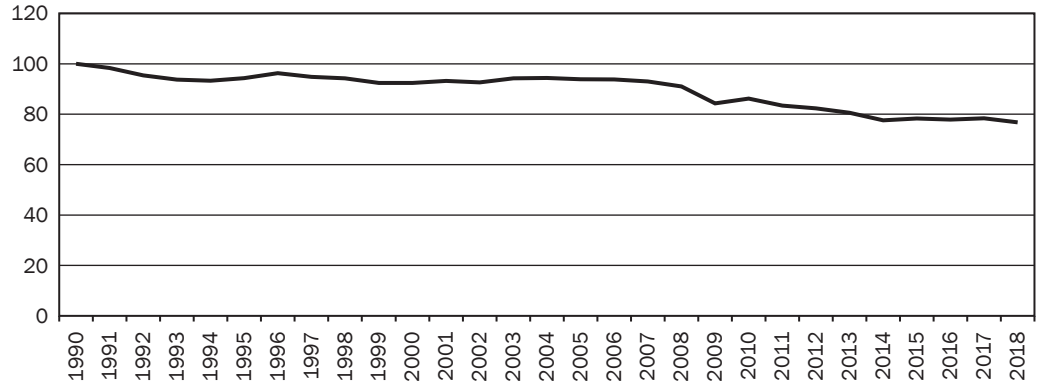
[9] *EUA Futures: ICE ENDEX. URL: https://www.theice.com/products/197/EUA-Futures.*

[10] *Вызовы углеродного регулирования: энергетический бюллетень Аналитического центра при Правительстве Российской Федерации за март 2021 г. / Росконгресс. URL: https://roscongress.org/materials/vyzovy-uglerodnogo-regulirovaniya/.*

[11] *Directive (EU) 2018/2001 of the European Parliament and of the Council of 11 December 2018 on the promotion of the use of energy from renewable sources // Official Journal of the European Union, 2018.*

*Рисунок 2*

**Выбросы парниковых газов в странах Евросоюза-28 (1990–2018 гг.), индекс 1990 = 100 / Greenhouse gas emissions in EU-28 countries (1990–2018), index 1990 = 100**



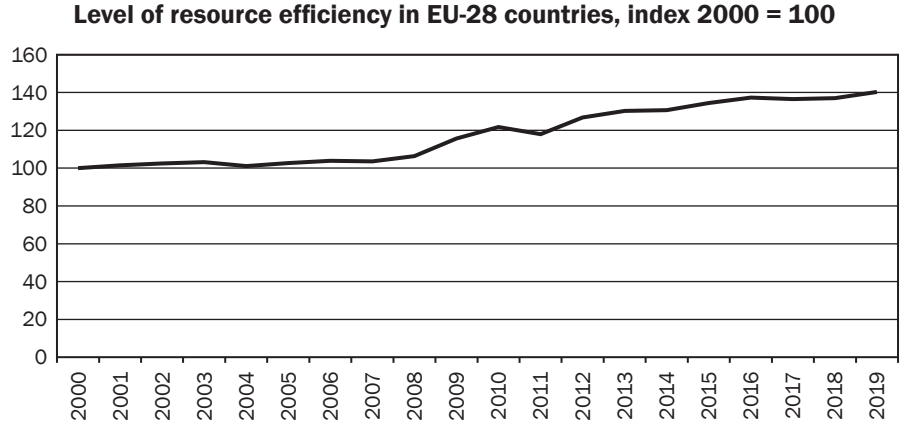

*Источник / Source: Greenhouse gas emissions statistics. Eurostat (online data code: SDG_13_10).*

Важнейшим фактором успешного формирования зеленой экономики становятся механизмы и инструменты финансирования, реализуемые в основном в банковской системе, в секторе страхования, через государственные институты развития [Яковлев И. А. и др., 2017].

Экономический рост невозможен без использования природных ресурсов. Он может быть как экстенсивным, за счет увеличения объемов ресурсов, так и интенсивным, за счет развития технологий, позволяющих использовать меньшее количество ресурсов на одну единицу товара или услуги. То есть развитие зеленой экономики можно оценивать по уровню ресурсоэффективности, рассчитываемой как частное от деления валового внутреннего продукта на объем использованных ресурсов за год. Как видно на рис. 3, страны Евросоюза с 2000 г. повысили эффективность использования ресурсов в 1,4 раза.

*Рисунок 3*

**Уровень ресурсоэффективности в странах ЕС-28, индекс 2000 = 100 / Level of resource efficiency in EU-28 countries, index 2000 = 100**




*Источник / Source: Resource productivity statistics. Eurostat (online data code: T2020_RL100).*

Помимо всего этого многие страны Европы признаются самыми «зелеными» в мире. Согласно индексу EPI (индекс экологической эффективности), который используется для

оценки развития стран в области экологической политики, на 2020 г. первые десять мест в рейтинге занимают страны Европы[12], семь из которых — страны Евросоюза, что говорит об успехах в развитии зеленой экономики в первую очередь в этих регионах. Для сравнения: Россия в этом рейтинге занимает лишь 58-е место после Эквадора, что говорит о недостаточном развитии зеленой экономики.

Также Евросоюз разработал концепцию устойчивого финансирования[13], которое должно основываться на применении ESG-критериев (экологические, социальные и критерии корпоративного управления) при финансировании разных проектов. Концепция была разработана для того, чтобы при отборе проектов для инвестиций инвесторы принимали в расчет не только прибыльность проекта, но и его соответствие критериям устойчивости. Для внедрения ESG-финансирования разработаны специальные требования к отчетности компании о влиянии ее деятельности на окружающую среду либо применяется специальное налогообложение, а также специальные инструменты для привлечения инвестиций в проекты, соответствующие ESG-критериям, например «зеленые» облигации.

## МОДЕЛИРОВАНИЕ ВЗАИМОСВЯЗИ ЗЕЛЕНОЙ ЭКОНОМИКИ И УРОВНЯ БЕДНОСТИ В СТРАНАХ ЕВРОПЕЙСКОГО СОЮЗА

Правительства многих стран до сих пор не ведут активную политику по развитию зеленой экономики, аргументируя это тем, что это приведет лишь к удорожанию производства, дополнительной нагрузке на бюджет, повышению цен на ресурсы. Поэтому необходимо понимать, будут ли дополнительные расходы на реализацию этой политики обоснованны и приведут ли они к росту эффективности экономики, в частности к снижению уровня бедности.

В 2010 г. Европейской комиссией была принята новая стратегия развития для всех стран Европейского союза — «Европа 2020»[14], которая заключается в достижении и обеспечении устойчивого роста стран Евросоюза к 2020 г. В этой стратегии были поставлены цели по снижению бедности, безработицы, «Программа 20-20-20»[15], направленная на снижение выбросов $CO_2$, повышение доли возобновляемой электроэнергии и повышение энергоэффективности.

В связи с этим в данном исследовании будет рассмотрена взаимосвязь факторов зеленой экономики и уровня бедности в странах Евросоюза в целом. На данном этапе исследования мы ставим задачу выяснения того, действительно ли зеленая экономика имеет отрицательную взаимосвязь с уровнем бедности в группе стран Евросоюза в целом. В дальнейшем наше исследование может быть продолжено детальным изучением ситуации в отдельных странах ЕС из выборки 28 стран.

Для формирования эконометрической модели по ситуации в Евросоюзе в целом нами были разработаны модели на временных рядах и на панельных данных Евростата[16]. Все данные были взяты за максимально доступный период времени. В первой модели были использованы временные ряды по группе 28 стран ЕС в целом с 2010 по 2019 г. Во второй модели для проведения более качественного анализа были взяты панельные данные для 28 стран ЕС в отдельности с 2005 по 2019 г.

---

[12] *Mapped: The Greenest Countries in the World / Visual Capitalist. URL: https://www.visualcapitalist.com/greenest-countries-in-the-world/.*

[13] *Overview of sustainable finance / European Commission. URL: https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/banking-and-finance/sustainable-finance/overview-sustainable-finance_en.*

[14] *EUROPE 2020. A European strategy for smart, sustainable and inclusive growth / European Commission. URL: https://ec.europa.eu/eu2020/pdf/COMPLET%20EN%20BARROSO%20%20%20007%20-%20Europe%202020%20-%20EN%20version.pdf.*

[15] *2020 climate & energy package / European Commission. URL: https://ec.europa.eu/clima/policies/strategies/2020_en.*

[16] *Database / Eurostat. URL: https://ec.europa.eu/eurostat/web/main/data/database.*

Построение моделей было призвано проверить ряд гипотез о возможных факторах бедности в странах Европейского союза.

1. Доля возобновляемой энергетики в общем энергопотреблении отрицательно связана с уровнем бедности населения (развитие возобновляемой энергетики должно обеспечить население более дешевой электроэнергией, что позволит домохозяйствам снизить расходы на электричество в связи с повышением производительности труда по мере использования более чистых, «зеленых» технологий и удешевлением энергии).

2. Выбросы парниковых газов положительно связаны с уровнем бедности населения (выбросы могут влиять на климат и условия работы населения, и следует проверить, существует ли взаимосвязь уровня бедности и выбросов в связи с усилением социально-экономического неравенства в ходе экономического роста).

3. Производительность труда отрицательно связана с уровнем бедности населения (с повышением производительности труда у населения расширяются возможности получения дохода по мере использования более чистых, «зеленых» технологий).

4. Экономический рост отрицательно взаимосвязан с уровнем бедности (традиционно экономический рост ассоциируется со снижением бедности, поэтому следует проверить, наблюдается ли такая взаимосвязь в условиях перераспределения результатов экономического роста между группами населения в ходе реализации социальной политики).

5. Состояние здоровья населения отрицательно связано с уровнем бедности населения (при улучшении качества жизни и здоровья люди могут больше работать и зарабатывать вследствие повышения их производительности труда).

6. Развитие научного сектора экономики отрицательно связано с уровнем бедности населения (по мере развития научного сектора должны создаваться новые технологии, повышающие производительность труда и ресурсоэффективность, в том числе по мере развития более инновационных «зеленых» технологий).

7. Меры социальной поддержки государства отрицательно связаны с уровнем бедности (дополнительная поддержка от государства для бедных слоев населения должна помогать людям выходить из ситуации бедности быстрее в связи с перераспределением результатов экономического роста между группами населения в ходе реализации социальной политики).

8. Доля занятых в экономике отрицательно связана с уровнем бедности (чем большее количество населения имеет работу и заработок, тем меньшее количество бедных должно наблюдаться в связи с вовлечением большей доли населения в экономическую активность).

Для проверки гипотез был проведен корреляционно-регрессионный анализ при помощи прикладного программного пакета для построения эконометрических моделей GRETL 1.9.92.

В качестве зависимой переменной *y* был выбран показатель «доля населения, подверженная риску бедности или социального исключения» — процент населения, который имеет доходы после получения социальных выплат ниже 60 % от медианного национального дохода по стране либо испытывает материальные лишения (депривации).

В качестве объясняющих переменных были использованы показатели:

$x_1$ — доля электроэнергии из возобновляемых источников энергии в конечном потреблении (процент от общего объема потребляемой электроэнергии);

$x_2$ — выбросы парниковых газов (тонн на душу населения);

$x_3$ — доля поступлений экологического налога в валовом внутреннем продукте (процент от ВВП);

$x_4$ — доля человеческих ресурсов в науке и технологиях (процент от активного населения в возрасте от 25 до 64 лет);

$x_5$ — доля валовых расходов на исследования и разработки (процент от ВВП);

$x_6$ — уровень занятости (в процентах);

$x_7$ — доля населения, положительно оценивающая состояние своего здоровья (процент от опрошенных);

$x_8$ — ВВП на душу населения (евро на душу населения);

$x_9$ — производительность труда (в процентах, в сравнении с 2010 г.);

$x_{10}$ — расходы государства на социальную защиту граждан (процент от ВВП);

$x_{11}$ — ресурсоэффективность, высчитывается как частное от деления валового внутреннего продукта на внутреннее материальное потребление (ежегодное количество сырья, добываемого на внутренней территории экономики, плюс весь физический импорт минус весь физический экспорт) — измеряется в сравнении с данными за 2000 г.

Почти все переменные в регрессионной модели приведены к удельному виду (как на промежуточном этапе, так и в итоговой модели), что частично снижает возможное воздействие инфляционных трендов на результаты моделирования. При расчетах были также проверены варианты модели, построенные на тех же переменных, преобразованных в индексную и приростную форму (индексы роста относительно базового 2010 г.). Эти варианты моделей оказались статистически менее качественными, чем представленная ниже итоговая регрессионная модель, но привели к тем же выводам.

Наиболее качественной оказалась модель множественной регрессии с фиксированными эффектами по панельным данным с 2005 по 2019 г. для 28 европейских стран. Выбор этих стран был обусловлен наличием наиболее полных данных для анализа.

В результате моделирования различных вариантов возможных взаимосвязей мы получили следующее уравнение регрессии с лаговым значением для регрессоров «2»:

$$y = 48{,}6506 - 0{,}138937 * x_{1_}2 - 0{,}265777 * x_{9_}2 + 0{,}217035 * x_{10_}2. \quad (1)$$

Коэффициент детерминации модели (R2) равен 0,9372. Это означает, что 93,72 % вариации объясняемой переменной (уровень риска бедности) обусловлено влиянием факторов, включенных в модель. Проверка значимости параметров модели показала, что параметр «производительность труда» значим на уровне 1 %, параметры «доля электроэнергии из возобновляемых источников энергии в конечном потреблении» и «расходы государства на социальную защиту граждан» значимы на уровне 5 %. Остальные факторы оказались незначимыми, то есть не оказывающими никакого значительного влияния на уровень риска бедности. Выводы о значимости параметров были получены на основе p-значений. F-критерий также подтвердил значимость уравнения регрессии в целом. Отметим, что в результате корреляционного анализа не обнаружена статистически значимая высокая корреляционная связь между объясняющими переменными, включенными в итоговую модель панельных данных. Дальнейшая диагностика различных вариантов модели обнаружила, что наилучшим способом оценки является модель с фиксированными эффектами, которая позволяет учитывать неизмеримые индивидуальные различия объектов.

Таким образом, коэффициент при $x_1$ оказался отрицательным, что предполагалось в гипотезе № 1. Между показателем «доля электроэнергии из возобновляемых источников энергии» и «уровень риска бедности» наблюдается отрицательная связь.

Гипотеза № 2 не подтвердилась из-за отсутствия статистически значимой связи между уровнем риска бедности и объемом выбросов парниковых газов. Возможно, это связано с тем, что многие компании, которые платят своим работникам заработные платы ниже медианного дохода, могут не производить парниковых выбросов (например, в сфере обслуживания).

Коэффициент при $x_9$ оказался отрицательным, что предполагалось в гипотезе № 3 (между показателями «производительность труда» и «уровень риска бедности» наблюдается отрицательная связь).

Гипотеза № 4 не подтвердилась из-за отсутствия статистически значимой связи между уровнем риска бедности и экономическим ростом, что можно объяснить снижением

влияния роста экономики на материальное положение населения. Рост может обеспечиваться, например, за счет развития технологий, позволяющих увеличить доходы компаний. Однако при этом значительная доля людей, попадающих в категорию бедных, может работать в отраслях с преобладанием ручного труда (например, в сфере обслуживания), вклад которых в рост экономики ограничен.

Гипотезы № 5, 6 и 8 не подтвердились, поскольку используемые показатели оказались статистически менее значимыми в модели. Это говорит о том, что такие показатели, как экономический рост, состояние здоровья населения, расходы на развитие исследований и разработок и уровень занятости, не имеют существенной связи с уровнем риска бедности в странах Евросоюза.

Гипотеза № 5 не подтвердилась из-за отсутствия статистически значимой взаимосвязи между уровнем риска бедности и состоянием здоровья людей, что может быть связано с несовершенством показателя «доля населения, положительно оценивающая состояние своего здоровья», который носит во многом субъективный характер: человек, объективно физически здоровый, может дать более низкую оценку своему здоровью.

Гипотеза № 6 не подтвердилась из-за отсутствия статистически значимой взаимосвязи между уровнем риска бедности и расходами на развитие научного сектора, что может быть связано с использованием результатов научного труда в технологичных сферах, в которые не входят сферы, где работают люди с более низкими доходами.

Коэффициент при $x_{10}$ оказался положительным, что не предполагалось в гипотезе № 7. Ожидалось, что между показателем доли расходов государства на социальную защиту граждан и уровнем риска бедности наблюдается отрицательная связь, что не подтвердилось. Возможно, полученный результат связан с тем, что расходы на социальную защиту в странах ЕС тем больше, чем выше уровень бедности, и эффект этих расходов на снижение уровня бедности еще не успел проявиться в рассматриваемый период.

Гипотеза № 8 не подтвердилась из-за отсутствия статистически значимой взаимосвязи между уровнем риска бедности и долей занятых, возможно, в связи с тем, что темп роста доходов высокооплачиваемых работников выше, чем низкооплачиваемых. Возможно, также сказывается относительный характер показателя «уровень риска бедности», например, обеспечение низкооплачиваемой работой в меньшей степени способствует борьбе с бедностью.

## ОБСУЖДЕНИЕ РЕЗУЛЬТАТОВ

Таким образом, согласно разработанной нами модели такой показатель зеленой экономики, как доля электроэнергии из возобновляемых источников, имеет обратную зависимость с уровнем риска бедности. Возможно, такую зависимость можно объяснить относительной дешевизной электроэнергии из возобновляемых источников в странах Европы и постепенным переходом экономики на электроэнергию из возобновляемых источников, что может привести к уменьшению издержек на электричество.

Также мы обнаружили обратную зависимость риска уровня бедности и производительности труда. Это позволяет сделать вывод о том, что, увеличивая производительность труда, можно уменьшить бедность, так как, производя больше продукции за тот же период времени, работник сможет получать бóльшую заработную плату. Зеленая экономика может также повлиять на увеличение производительности труда, например за счет внедрения «зеленых» технологий, позволяющих более эффективно использовать ресурсы, уменьшая при этом уровень загрязнения [Руцкий В. Н., Осипенко М. В., 2020].

Между уровнем риска бедности и расходами государства на социальную поддержку мы обнаружили прямую зависимость. При увеличении объемов государственной помощи государство старается распределить эту сумму на большее количество людей, чтобы оказать наибольшую поддержку населению. При этом большее количество человек могут попасть

под критерии бедности. Стоит помнить, что социальная помощь может оказываться по-разному, и в зависимости от принятой политики ее связь с бедностью может быть разной.

В соответствии с полученными результатами можно сделать несколько выводов относительно политики борьбы с бедностью в Евросоюзе с помощью развития зеленой экономики.

К 2030 г. Евросоюз планирует уменьшить число бедных вдвое в соответствии с Целями устойчивого развития[17]. В современных условиях из-за роста цен на газ обслуживание жилища становится очень дорогим, вследствие чего возникает новый отличительный тип бедности — энергетическая бедность, характеризующаяся тем, что у таких слоев населения отсутствуют средства для оплаты услуг подорожавшей электроэнергии. Также дорогая электроэнергия снижает конкурентоспособность производителей из стран Евросоюза по сравнению с производителями из России и США[18]. Выходом из этой ситуации может стать дальнейшее развитие сектора возобновляемой энергетики. Электроэнергия из возобновляемых источников может в конечном счете оказаться дешевле. Тем самым можно было бы решить сразу две проблемы: энергетическую бедность и рост конкурентоспособности компаний-производителей из Евросоюза.

Разработанная нами эконометрическая модель показала, что меры социальной поддержки имеют положительную взаимосвязь с уровнем бедности, поэтому следует переходить к более адресной помощи населению, в том числе в натуральной форме. Адресные меры включают в себя определенный комплекс мер помощи целевым группам населения, способный помочь именно им. Таковы, например, меры по компенсации оплаты услуг электроэнергии для молодых необеспеченных семей.

Представляется целесообразным продолжение настоящего исследования, например в направлении более детального изучения ситуации становления зеленой экономики и ее взаимосвязи с уровнем бедности в отдельных странах Европейского союза и иных странах мира, а также поиска альтернативных измерителей факторов зеленой экономики на региональном уровне и выявления зависимостей между зеленой экономикой и ее факторами и широко понимаемой категорией благосостояния населения.

## ЗАКЛЮЧЕНИЕ

В ходе настоящего исследования была рассмотрена взаимосвязь категорий бедности и факторов зеленой экономики. Бедность — это всеобщая проблема, встречающаяся во всех странах, но в разных проявлениях. Измерением бедности наравне с государствами занимаются такие международные организации, как ООН, Всемирный банк, ОЭСР. Существует значительное количество исследовательских подходов и методов измерения бедности. Также существуют и специальные индексы бедности, учитывающие не только доходы людей, но и другие значимые потребности.

У термина «зеленая экономика» до сих пор нет общепринятого определения. Какие-то организации также используют термины «зеленый рост», «устойчивое развитие». Несмотря на это, принципы понятны и везде одинаковы — улучшить состояние дел и добиться устойчивости в трех сферах: экономической, социальной и экологической. Зеленая экономика призвана решить проблему пагубного влияние на окружающую среду, при этом обеспечив устойчивый экономический рост и повысив уровень благосостояния граждан.

Были проанализированы существующие точки зрения на возможную взаимосвязь зеленой экономики и уровня бедности. Например, выбросы загрязняющих веществ могут

---

[17] *Agenda for Sustainable Development / Department of Economic and Social Affairs Sustainable Development. URL: https://sdgs.un.org/2030agenda.*

[18] *Towards a climate-neutral economy / European Commission. URL: https://ec.europa.eu/growth/industry/sustainability/climate-neutral-economy_en.*

вести к росту заболеваемости населения, а рост «зеленых» инвестиций может способствовать повышению производительности труда и созданию новых рабочих мест.

В количественной части исследования была построена эконометрическая модель на основе панельных данных с фиксированными эффектами, иллюстрирующая взаимосвязь уровня риска бедности с рядом факторов зеленой экономики на примере 28 европейских стран за период 2005–2019 гг. Результаты моделирования, в частности, показывают, что рост возобновляемой энергетики и производительности труда снижают риск бедности.

Полученные результаты могут быть использованы как аргументы для дальнейшего развития возобновляемой энергетики и политики стимулирования зеленой экономики и ее финансирования в развитых и развивающихся странах, например в России, а также для продолжения настоящего исследования в иных актуальных направлениях, например для анализа взаимосвязи факторов зеленой экономики и благосостояния населения в различных странах мира.

### *Список источников*


Гордон Л. А. Четыре рода бедности в современной России // Социологический журнал. 1994. № 4. С. 18–35.

Зомонова Э. М. Стратегия перехода к «зеленой» экономике: опыт и методы измерения / Экология: серия аналит. обзоров. Новосибирск: ГПНТБ СО РАН, 2015. 283 с.

Кабир Л. С., Аносова Л. А. «Зеленая» экономика: новые вызовы и перспективы государственного управления // Экономика и управление. 2017. № 11 (145). С. 37–42.

Карцева М. А. Многомерная бедность в странах ЕС: индекс риска бедности и социальной исключенности AROPE // Государственное управление. Электронный вестник. 2019. № 74. С. 126–155.

Курс на зеленый рост. Резюме для лиц, принимающих решения / ОЭСР, 2011.

Леви Г., Руиз Н. Подход ОЭСР к измерению и мониторингу бедности по доходам в разных странах: резюме / ОЭСР, 2014.

Навстречу «зеленой» экономике: пути к устойчивому развитию и искоренению бедности / ЮНЕП, 2011.

Порфирьев Б. Н. «Зеленая экономика»: реалии, перспективы и пределы роста // Экономика. Налоги. Право. 2012. № 5. С. 34–42.

Руцкий В. Н., Осипенко М. В. Зеленая экономика как фактор производительности труда в обрабатывающей промышленности стран Европейского союза // Финансовый журнал. 2020. Т. 12. № 4. С. 69–84. URL: https://doi.org/10.31107/2075-1990-2020-4-69-84.

Яковлев И. А., Кабир Л. С., Никулина С. И. и др. Финансирование «зеленого» экономического роста: концепции, проблемы, подходы // Научно-исследовательский финансовый институт. Финансовый журнал. 2017. № 3. С. 9–21.

Barros M. V., Salvador R., do Prado G. F. et al. Circular economy as a driver to sustainable businesses // Cleaner Environmental System. 2021. Vol. 2. Art. 100006. URL: https://doi.org/10.1016/j.cesys.2020.100006.

Guio A.-C., Marlier E. Measuring Material Deprivation in the EU: Indicators for the Whole Population and Child-Specific Indicators / Eurostat Methodologies and Working Papers, 2012. URL: https://doi.org/10.2785/33598.

Naidoo R. Economic Growth and Liquidation of Natural Capital: The Case of Forest Clearance // Land Economics. 2004. Vol. 80. No. 2. P. 194–208. URL: https://doi.org/10.2307/3654738.

Porter M. America's Green Strategy // Scientific American. 1991. Vol. 264. No. 4. P. 168.

Stiglitz J. E., Sen A., Fitoussi J.-P. Mis-measuring Our Lives. Why GDP Doesn't Add Up: The report by the Commission on the Measurement of Economic Performance and Social Progress. New-York: The New Press, 2010. 212 p.

Townsand P. Poverty in the United Kingdom A Survey of Household Resources and Standards of Living. University of California Press, 1979. 1216 p.

World Employment and Social Outlook 2018: Greening with jobs / International Labour Office — Geneva: ILO, 2018.

World Employment and Social Outlook: Trends 2020 / International Labour Office — Geneva: ILO, 2020.


---

### *References*


Barros M.V., Salvador R., do Prado G. F. et al. (2021). Circular economy as a driver to sustainable businesses. *Cleaner Environmental System*, vol. 2, art. 100006. Available at: https://doi.org/10.1016/j.cesys.2020.100006.

Gordon L.A. (1994). Four Types of Poverty in Modern Russia. *Sotsiologicheskiy journal — Sociological Journal. no. 4, pp. 18–35* (In Russ.).

Guio A.-C., Marlier E. (2012). Measuring Material Deprivation in the EU: Indicators for the Whole Population and Child-Specific Indicators. Eurostat Methodologies and Working Papers. Available at: https://doi.org/10.2785/33598.

ILO (2018). World Employment and Social Outlook 2018: Greening with jobs. International Labour Office — Geneva.

ILO (2020). World Employment and Social Outlook: Trends 2020. International Labour Office — Geneva.

Kabir L.S., Anosova L.A. (2017). "Green" Economy: New Challenges and Prospects of Public Administration. *Ekonomika i upravlenie — Economics and Management*, no. 11 (145), pp. 37–42 (In Russ.).

Kartseva M.A. (2019). Multidimensional Poverty in the EU Countries: the Index of the Risk of Poverty and Social Exclusion AROPE. *Gosydarstvennoe upravlenie. Electronniy bulleten — State Administration. Electronic Bulletin*, no. 74, pp. 126–155 (In Russ.).

Levy H., Ruiz N. (2014). The OECD approach to measuring and monitoring income poverty in different countries: summary OECD.

Naidoo R. (2004). Economic Growth and Liquidation of Natural Capital: The Case of Forest Clearance. *Land Economics*, vol. 80, no. 2, pp. 194–208. Available at: https://doi.org/10.2307/3654738.

OECD (2011). Towards Green Growth. A Summary for Policy Makers.

Porfiriev B.N. (2012). Green Economy: Realities, Prospects and Limits of Growth. *Ekonomika. Nalogi. Pravo — Economics. Taxes. Law*, no. 5, pp. 34–42 (In Russ.).

Porter M. (1991). America's Green Strategy. *Scientific American*, vol. 264, no. 4, p. 168.

Rutskiy V.N., Osipenko M.V. (2020). Green Economy as a Labor Productivity Factor in the Manufacturing Industry of European Union Countries. *Finansovyj žhurnal — Financial Journal*, vol. 12, no. 4, pp. 69–84 (In Russ.). Available at: https://doi.org/10.31107/2075-1990-2020-4-69-84.

Stiglitz J.E., Sen A., Fitoussi J.-P. (2010). Mis-measuring Our Lives. Why GDP Doesn't Add Up: The report by the Commission on the Measurement of Economic Performance and Social Progress. New-York: The New Press. 212 p.

Townsand P. (1979). Poverty in the United Kingdom A Survey of Household Resources and Standards of Living. University of California Press. 1216 p.

UNEP (2011). Towards a Green Economy: Pathways to Sustainable Development and Poverty Eradication.

Yakovlev I.A., Kabir L.S., Nikulina S.I. et al. (2017). Financing Green Economic Growth: Conceptions, Problems, Approaches. *Finansovyj žhurnal — Financial Journal*, no. 3, pp. 9–21 (In Russ.).

Zomonova E.M. (2015). The Strategy of Transition to a Green Economy: Experience and Measuring Methods. Ecology: a series of analyt. reviews. Novosibirsk: State Public Scientific and Technical Library of the Siberian Branch of the Russian Academy of Sciences. 283 p. (In Russ.).

### *Информация об авторах*

***Владислав Николаевич Руцкий**, кандидат экономических наук, научный сотрудник Института статистических исследований и экономики знаний Национального исследовательского университета «Высшая школа экономики», г. Москва; доцент Института экономики, государственного управления и финансов Сибирского федерального университета, г. Красноярск*

***Илья Аркадьевич Филиппов**, учащийся бакалавриата Института экономики, государственного управления и финансов Сибирского федерального университета, г. Красноярск*

### *Information about the authors*

***Vladislav N. Rutskiy**, Candidate of Economic Sciences, Research Fellow, Institute for Statistical Studies and Economics of Knowledge, National Research University Higher School of Economics, Moscow; Associate Professor, School of Economics, Finance and Public Administration, Siberian Federal University, Krasnoyarsk*

***Ilia A. Filippov**, Bachelor Student, School of Economics, Finance and Public Administration, Siberian Federal University, Krasnoyarsk*

*Статья поступила в редакцию 09.08.2021*
*Одобрена после рецензирования 10.01.2022*
*Принята к публикации 04.02.2022*

*Article submitted August 9, 2021*
*Approved after reviewing January 10, 2022*
*Accepted for publication February 4, 2022*

https://doi.org/10.31107/2075-1990-2022-1-71-88

CC BY

# Cash Reserve Ratio and Credit to Micro-, Small and Medium-Sized Enterprises in Developing Economies.

## Analysis of Transmission Channels Using Nigerian Data

***Anthony Orji***[1], ***Christian E. Ugwu***[2], ***Jonathan E. Ogbuabor***[3], ***Onyinye I. Anthony-Orji***[4], ***Lynda C. Nwufo***[5]
[1-5] *University of Nigeria, Department of Economics, Nsukka 400001, Nigeria*
[1] *anthony.orji@unn.edu.ng*
[2] *ugwuchristian68@yahoo.com*
[3] *jonathan.ogbuabor@unn.edu.ng*
[4] *onyinye.anthony-orji@unn.edu.ng (corresponding author)*
[5] *lynda.nwufo@unn.edu.ng*

***Abstract***
*This study examines the channels of transmission through which cash reserve ratio impacts on credit to micro-, small and medium-sized enterprises (MSMEs). A vector error correction model was used to capture the objective. Quarterly data ranging from 2001 to 2017 were also utilized in the analysis. The study found that cash reserve ratio indirectly impacts credit to MSMEs through liquidity ratio and lending interest rate as its channels of transmission. It is worthy to note that, as liquidity ratio has a positive significant impact on credit to MSMEs, lending interest rate has a negative but significant impact on credit to MSMEs. To boost economic productivity in developing economies, the study therefore recommends that the monetary authorities reduce the cash reserve ratio in order to increase commercial banks' liquidity. As the commercial banks' liquidity rises, they should also reduce their lending interest rate to increase access to credit by MSMEs. Again, the government should appropriate and monitor the judicious disbursement of interest-free loans/credit to MSMEs through banks, especially development banks.*

***Keywords:*** *cash reserve ratio; credit; channels of transmission; micro-, small and medium-sized enterprises*

***JEL:*** *E51, G21, L26*

***For citation:*** *Orji A., Ogbuabor J.E., Ugwu C.E., Anthony-Orji O.I., Nwufo L.C. Cash Reserve Ratio and Credit to Micro-, Small and Medium-Sized Enterprises in Developing Economies. Analysis of Transmission Channels Using Nigerian Data. Financial Journal, 2022, vol. 14, no. 1, pp. 71–88. https://doi.org/10.31107/2075-1990-2022-1-71-88.*

*© Orji A., Ogbuabor J.E., Ugwu C.E., Anthony-Orji O.I., Nwufo L.C., 2022*

## INTRODUCTION

Globally, there is a growing recognition of the important role that micro-, small and medium-sized enterprises (MSMEs) play in economic development [Nwosu E.O. et al. 2020; Orji A. et al., 2019]. They play a crucial role through several dimensions, apart from creating employment opportunities. They not only contribute significantly to improving the living standards of the larger population, but also create a platform for local capital formation, innovation and competition in Third World countries.

According to the Nigeria Bureau of Statistics, the 2013 National MSME Survey, which was conducted in all the 36 States of the Federation and the Federal Capital Territory, Abuja, revealed that the total number of MSMEs as at 2013 was about 37,067,416 (micro, 36,994,578; small, 68,168; and medium, 4,670). In addition, the total number of persons employed by the MSME sector as at December, 2013 was about 59,741,211, representing 84.02% of the total labor force in Nigeria and contributing 48.47% to the Nation's Gross Domestic Product in nominal terms.

However, amongst the six main challenges confronting the operations of MSMEs in Nigeria as revealed by the survey are access to finance and poor infrastructure, inconsistency in government policies, poor support (business development services), access to market, multiple taxation, and obsolete technology. The most challenging of all is access to credit [Nwosu E.O., Orji A., 2016]. Thus, this paper investigates the channel of transmission of cash reserve requirement in widening access to credit for MSMEs.

The Central Bank of Nigeria (CBN) Monetary Policy Circular No. 22 of 1996 defines a small or medium business enterprise as any manufacturing or service enterprise whose business turnover does not exceed ₦500,000 (including land and working capital) and whose annual turnover does not exceed ₦5 million. In the 1990 budget, the Federal Government of Nigeria also defined small/medium-sized enterprises, for the purpose of commercial bank loans, as enterprises with annual turnover not exceeding ₦500,000, and for merchant bank loans, as enterprises with capital investments not exceeding ₦2 million excluding cost of land, with between 11 and 100 people employed. Large scale industries are those with investments of over ₦200 million, excluding land but including working capital, and a workforce of over 300 people. According to Lawrence E. Imoughele and Mohammed Ismaila, the definition and criteria for classification of an enterprise as small, medium or large varies from one country to another, depending on whether it is a developed or developing country [Imoughele L.E., Ismaila M., 2014]. What constitutes an SME is a matter that each country decides individually as there is no universally accepted definition of what they are, as shown by the Central Bank of Nigeria's communiqué No. 69 (2010) of the special monetary policy committee which acknowledged the existence of several definitions of MSMEs. What is termed a large scale business in a developing country may be a small business to a developed one.

The Nigerian government has put in place several measures to promote the growth and development of MSMEs in terms of funds availability. The government has also collaborated with bilateral and multilateral agencies and non-governmental organizations (NGOs) in supporting MSMEs in Nigeria. The Federal Government of Nigeria negotiated and obtained the World Bank SME I loan scheme to the tune of US$42 million in 1984. After the adoption of the Structural Adjustment Program (SAP) in mid-1986, the government again obtained the World Bank SME II loan scheme of US$270 million for the development of MSMEs. However, the loan was reduced to US$142 million in 1992. The scheme was said to have generated jobs for over 40,000 people at the end of disbursement in 1996 [CBN, 2000].

The loan was managed by the Central Bank of Nigeria and disbursed through a number of participating banks comprising of commercial, merchant and development banks. Despite the laudable schemes and institutions established like Small Scale Industries Credit Scheme, Peoples Bank Scheme, Community Banks Scheme, Nigerian Industrial Development

Bank (NIDB), Nigerian Agricultural and Cooperative Bank (NACB), and National Economic Reconstruction Fund (NERFUND), among others, by the Federal Government of Nigeria from the inception of SAP to provide resources for the development of MSMEs, there is still shortage of funds either to begin or to expand existing MSMEs [Orji A., 2012]. Though some of the MSMEs are creditworthy to attract loans, the high risk associated with the MSME subsector normally serves as an impediment. Most operators of MSMEs live in their own houses in rural communities or in rented properties in towns. Houses or estates in rural areas may not qualify for acceptance as collateral security [Iniodu P.U. and Udomesict C.U., 2004]. Claims recovery and collateral realization are often very weak.

The barrier to credit protection is aggravated by the fact that the issuance of titles is extremely slow due to the absence of appropriate procedures for registration of properties and inadequate resources of property registration offices. Credit recovery is hampered by the malfunctioning and cumbersome legal and judicial procedures [Sacerdoti E., 2005]. The Agricultural Credit Guarantee Scheme Fund (ACGSF) was created to reposition the MSMEs by having access to funds, and also the government initiated a partnership with well-established financial institutions to provide financial and technical services to MSMEs through a well-developed investment scheme known as Small and Medium Industries Equity Investment Scheme (SMIEIS), which was launched in 2001. The scheme requires all banks to set aside ten (10) percent of their profit after tax (PAT) for equity investment and promotion of MSMEs. The total amount set aside for the scheme as at December 2005 amounted to ₦40.7 billion [CBN, 2005].

This study on cash reserve ratio (CRR), its transmission channels and credit to MSMEs in Nigeria is an offshoot of the discourse on the impact that credit in general has on MSMEs. Over time, scholars have attempted studying the impact of credit and the extent of its impact, but this study takes an in-depth analysis at a major causative influence of credit availability as contained in the monetary policies vis-à-vis cash reserve ratio of the monetary authorities. The study goes further to track and examine the transmission mechanism of CRR adjustment impulses on lending to MSMEs through the interest rate and liquidity channels.

The study would significantly inform decisions made by the monetary authorities on the influence of policies specifically with regards to MSMEs. It would guide them in mapping out a monetary policy mix in other to achieve a target, specifically, increasing credit to MSMEs. This study is also expected to help entrepreneurs understand and evaluate the relationship between some monetary policy variables such as CRR, interbank call rate, etc. and banks' lending behavior as this has a way of impacting the availability and accessibility of loanable funds to MSMEs in the economy. Entrepreneurs would also be beneficiaries of the findings of the study in that they would formulate informed decisions on the accrual of working capital for their businesses. Commercial banks that are primary sources of funds would be better guided in understanding the ripple effect that MSMEs' activities have on macroeconomic gains. As part of financial intermediaries who transfer funds from areas of surplus to areas of deficit, commercial banks would recognize why they should have their short-term liabilities fully covered by cash so as to avoid having a liquidity problem. Commercial banks would also be properly guided in terms of deciding on their lending rates, deposit rates and interbank call rates.

This study would be beneficial to other non-bank financial institutions whose services provide soft funds for MSMEs, as the study reveals the transmission mechanism of CRR impulses and their influences over funding of MSMEs in Nigeria. More so, this study would also highlight other economic fundamentals which might have a significant effect on credit to MSMEs. This would also be relevant to major stakeholders in the MSMEs environment as well as other researchers who may wish to delve into this topic in the course of time. This work is going to be highly resourceful to researchers as it would be a reference point for many.

This paper is segmented into four different sections. Section 2 shows the review of relevant literature, while Section 3 focuses on the methodology and the empirical analysis. Section 4 contains the summary and conclusion.

## LITERATURE REVIEW

### Theoretical Literature

The theory underpinning this study is the supply leading theory of credit. This theory postulates that the existence of financial institutions like deposit money bank and the supply of their financial assets, liabilities and related financial services in advance of demand for them would provide efficient allocation of resources from surplus units to deficit units, thereby leading the other economic sectors in their growth process [Uzonwanne M.C., 2015]. This theory is said to perform in a way of promoting and stimulating entrepreneurial response in the modern sector.

The proponents of this theory believe that the activities of financial institutions serve as a useful tool for increasing the productive capacity of MSMEs in the economy. They opine that countries with better developed financial systems tend to grow faster in this aspect. This theory also provides a valid linkage between the banking sector liquidity, which is most likely affected by monetary policy, and MSMEs.

### Empirical Literature Review

There are a plethora of studies that have investigated the relationship between credit to the private sector and other macroeconomic variables (see, for example, [Orji A. et al., 2015; Nwosu E.O., Orji A., 2016; Orji A. et al., 2019; Chinanuife E. et al., 2019], among others). However, none of these studies investigate the transmission channels through which cash reserve ratios impact on access to credit. In their own study, Theresa U. Anigbogu and colleagues investigated the effect of financial intermediation on small and medium enterprises' performance in Nigeria using the ordinary least squares (OLS) econometric model [Anigbodu T.U., 2015]. The findings revealed that, with the exception of bank interest rate to SMEs, all other variables — financial intermediation, commercial bank loans and advances to SMEs, bank lending rate to SMEs, exchange rate, and monetary policy — have a positive and significant influence on small and medium enterprises' performance in Nigeria. Also, Michaelo O. Ndugbu and Peter A. Okere investigated the impact of monetary policy on the performance of deposit money banks in the Nigerian economy (1993–2013) [Ndugbu M.O., Okere P.A., 2015]. Ordinary least squares method was used to analyze the data. The findings revealed that bank deposit rate has a significant inverse relationship with total deposit mobilized by all deposit money banks. These findings did not account for a verification of the long-run possibility of the relationship; thus, inferences might be subject to criticisms.

Maria C. Uzonwanne did a study on "deposit money banks and financing of small and medium scale enterprises in Nigeria" in the period 1995–2012 [Uzonwanne M.C., 2015]. Data used were collected from the Statistical Bulletin of the Central Bank of Nigeria. The paper employed the descriptive method. The findings revealed that deposit money banks in Nigeria have been lacking in this aspect. The study's non-use of empirical strategies creates oversight in the structural behavior of the data. Again their stationarity and reliability of influence were not observed. These create limitations to the findings of the study by Uzonwanne [Uzonwanne M.C., 2015]. In another study, Abiodun R. Ayeni-Agbaje and Augustine E. Osho examined the role of commercial banks in financing small scale enterprises in Ado Ekiti, Ekiti State [Ayeni-Agbaje A.R., Osho A.E., 2015]. The primary purpose of their study was to find out how SMEs can be developed through the intervention of the banking sector. Questionnaires were used as an instrument of primary data collection. Purposive sampling technique was used to select the sample; correlation analysis was employed using chi-square ($\chi 2$). Findings

revealed that there is a positive correlation between loan grants by banks and the growth and development of SMEs in Ekiti State. The authors though did not account for the significance of the correlation coefficient even as a positive correlation was found. Further, Jude A. Mbanasor and colleagues examined the influence of monetary policy variables on banks' credit supply to small and medium-sized enterprises (SMEs) in Nigeria [Mbanasor J.A. et al., 2015]. Time series data which were collected on a quarterly basis were elicited from the Central Bank of Nigeria Statistical Bulletin and financial statements for five deposit money banks. The data covered a period of 1995–2010 and were analyzed using fully modified least squares (FMOLS). The result of the FMOLS indicated that policies on interest rate and liquidity ratio were negatively and positively significant at 1 percent probability level respectively.

In an earlier study, M.A.Y. Rahji, and T.G.G. Apata, attempted deciphering the credit supply decisions of banks under the Small and Medium Enterprises Equity Investment Scheme in Nigeria [Rahji M.A.Y., Apata T.G.G., 2012]. The study adopted the tobit model in the analysis of cross-sectional data collected from lending banks' staff. The findings of this analysis may be misleading considering that credit supply to SMEs may not respond to short-run interest rate changes based on cross-sectional data but on long-run changes and time series approach. Another study conducted within that period [Ajayi F., Atanda A., 2012] analyzed the effects of monetary policy instruments on banks' lending disposition. The Engle-Granger two step co-integration approach was adopted based on the regression model that regresses banks total loan and advances on minimum policy rate, cash reserves ratio, liquidity ratio, inflation, and exchange rate. The empirical estimates indicated that bank rate, inflation rate and exchange rate are total credit enhancing, while liquidity ratio and cash reserves ratio exert a negative effect on banks total credit. Imoughele and Ismaila employed co-integration and error correction modeling (ECM) techniques to investigate empirically the impact of commercial bank credit on Nigeria's small and medium-sized enterprises between 1986 and 2012 [Imoughele L.E., Ismaila M., 2014]. The results revealed that savings time deposit and exchange rate have a significant impact on SMEs' output in Nigeria. Furthermore, commercial bank credit to SMEs, total government expenditure and bank density have a direct but insignificant impact on the country's SME output. The study also showed that interest rate has an adverse effect on SME output.

Mohammed Omika examined the necessity and strategies of re-positioning commercial banks in order to enhance the productive capacities of small and medium-sized enterprises [Omika M., 2014]. The ordinary least squares method was used. The results showed that there is co-integration between repositioning of commercial banks and capacities of SMEs to deliver products/services and there is significant dispersion resulting from lending conditions and macroeconomic variables. Felicia O. Olukoyo also investigated the determinants of commercial banks' lending behavior in Nigeria employing multiple regression analysis [Olukoyo F.O., 2011]. The study suggests that minimum cash reserve ratio has a positive functional relationship with commercial banks loans and advances. This indicates that stipulated cash reserve requirement ratio of commercial banks may not necessarily translate into poor lending performance or lower proportion of commercial banks' funds available for lending, respectively. Adijat M. Safiriyu and Bibiana O. Njogo employed primary data instruments to study the impact of micro-, small and medium-sized enterprises on employment generation in Lagos State, Nigeria [Safiriyu A.M., Njogo B.O., 2012]. The results of simple percentages and chi-square tests conducted show that micro-, small and medium-sized enterprises and sustainable development of Nigerian economy are positively related, just as promotion of MSMEs and improvements in employment generation are positively related and significant. Availability of finance has been widely viewed as a constraint to the growth of MSMEs.

Christian Glocker and Pascal Towbin investigated the circumstances under which cash reserve requirements are an appropriate policy tool for price or financial stability [Glocker C.,

Towbin P., 2012]. The study assumed a small open economy model with sticky prices, financial frictions, and a banking sector that is subject to legal reserve requirement rules. It found that, contrary to a conventional interest rate policy, CRRs are more effective when there is foreign currency debt. Employing commentary and inductive reasoning, Obokoh L. Ogechukwu, Anthony E. Akinlo and Geoff A. Goldman draw evidence to examine the various schemes implemented by the Nigerian government through the CBN to alleviate the challenges of access to finance by SMEs in Nigeria [Ogechukwu O.L. et al., 2015]. Evidence suggested that most SMEs still struggle with access to finance as they face banks' stringent conditions as obstacles to loans as well as high rates of interest by deposit money banks. The study also showed that the special institution set by the government as a result of the schemes to help finance the SME sector appears to have performed below expectation due to inadequate funding, misallocation of limited resources, poor staffing and overlapping functions of the institutions.

Adedayo O.E. and Ayodeji E.A. examined the effect of cash reserve requirement on banks' lending to MSMEs in Nigeria. Data for the study were obtained from the audited annual reports of the selected banks in Nigeria [Adedayo O.E., Ayodeji E.A., 2015]. The results of the regression analysis conducted reveal that there is no significant relationship between cash reserve requirement and volume of loans that Deposit Money Institutions (DMIs) provide to MSMEs. A study by Martina Lawless and Fergal McCann examined the evolution of loan performance throughout the period of economic and financial crisis employing unique Irish MSMEs loan-level data, complete with quarterly loan ratings assigned by the lending institution over a period of three years, 2008–2010 [Lawless M., McCann F., 2012]. Through estimations with panel data, changes in employment across sectors are shown to be the leading indicator of loan performance, which demonstrates the importance of the link between real economy demand and loan impairment. Results also reveal that the level of outstanding credit in a sector cannot explain current loan impairment.

Santiago Carbo-Valverde and colleagues, on their firm-level panel data study on over 40,000 Spanish SMEs from 1994 to 2008, in a disequilibrium model framework revealed that financially constrained firms are more dependent on trade credit in making their investment decisions; financial crisis was associated with a credit crunch that affected the SME sector by increasing the number of credit-constrained firms [Carbo-Valverde S. et al., 2012]. The study concludes that trade creditors play a role in the SME sector as an alternative source of short-term financing and this role becomes more important during a credit crunch. Furthermore, Daniel and Gloria K.Q. Agyapong together with Kwabena N. Darfor empirically investigated the criteria for assessing small and medium enterprises' borrowers in Ghana [Agyapong D. et al., 2011]. The study focused on developing insight into the decision-making process which lenders employ in granting loans to SME borrowers. Questionnaires were employed to collect data from the selected bank branch managers of conventional banks, rural banks, and savings and loans companies. The study revealed that, when loan managers are deciding on whether to accept or reject an SME loan application, the intended purpose of loan, repayment of previous loan, repayment schedule, type of business activity, size of loan relative to size of business and availability of collateral ranked highest on their criteria list. In addition, the study established that curricula vitae of clients, government guarantee of loans, charges on assets and gearing ranked lowest on the criteria list in terms of importance. The study revealed that lenders take particular interest in risk when dealing with MSMEs. Anh H. Nguyen explored the use of soft and hard information for bank lending decisions to small and medium enterprises in the country of Vietnam [Nguyen A.H., 2014]. The study aimed at investigating to what extent different types of information were used for loan approval, whether the two types of information were used in a complementary manner, and what factors determined the banks' lending decisions. Descriptive statistics was used for overall

assessment; principal component analysis and confirmatory factor analysis, to establish and test the scales; and logistic regression, to examine determinants of lending decisions. The study findings indicated that, although collateral based lending is the most widespread method and could substitute for other lending technologies, usually a combination of lending information types is utilized in the decision-making process. This suggests that both complementarity and substitutability were found in the use of the various information types by Vietnamese banks for such decision-making.

Opuodho G. Omondi investigated the "effects of inflation on commercial banks' lending: a case of Kenya Commercial Bank Limited" [Omondi O.G., 2014]. The study adopted both descriptive research design with target population comprising of 450 KCB employees from both management and non-management staff spread in all the 15 branches within Nairobi County and secondary data on inflation rates, new volume of lending to creditors, loan default volumes and bank lending rates. Primary data were analyzed using descriptive statistics, whereas secondary data were analyzed using inferential statistics through SPSS. The findings indicate that a rise in inflation rate contributes to an increase in the banks' lending rate, as this may be attributed to the fact that a rise in inflation leads to a fall in the purchasing power of money — thus, the banks demand a higher lending rate to cover seemingly riskier credit. Again, Collins O. Kwaning and others examined the difficulties that MSMEs face in accessing loan, difficulties that financial institutions face in lending to MSMEs, and the impact of loan on the profitability of MSMEs [Kwaning C.O., 2015]. Questionnaires were administered to MSMEs, and credit officers in the selected banks were interviewed. The following major findings came to the fore: interest rate on loan to the MSMEs is extremely high; repayment periods on loans to MSMEs are too short, making it very difficult to embark on any developmental or expansion projects; and most MSMEs do not understand the terms and conditions as well as are oblivious of the interpretation of the percentage charged on the loans. The study also found out that small business owners normally give false information when accessing loans from financial institutions. The study suggested that government should institute some form of tax incentives to financial institutions involved in SME lending and formulate regulatory laws to help loans recovery. According to its insights, SME associations must be established to unite them and serve as guarantors whenever loans are accessed.

In sum, it can be seen from the majority of the empirical works reviewed above that they support the transaction money demand theory and thus justify it as the underpinning theory for this research paper.

However, unlike previous studies reviewed (see, for instance [Alper K. et. al., 2014]), this research seeks to empirically examine whether there is a positive, negative or non-existent relationship between liquidity or interest rate on loans and the volume of loans extended to MSMEs. This work goes beyond the above to track and estimate the channels through which CRR impulses impact lending to SMEs in Nigeria. To achieve this, we adopt the VAR methodology as proposed by Christopher A. Sims [Sims C.A., 1980] and applied by studies on the effects of CRR on banks' lending in various countries (Nigeria, for instance, see [Olokoyo F.O., 2011], and for foreign studies see [Glocker C., Towbin P., 2012; Noss J., Toffano P., 2014]). The present study differs from past attempts by modifying the typical reduced form VAR model to link the interest rate channel and the liquidity channel as the two transmission channels through which impulses from CRR adjustments affect lending to SMEs.

## METHODOLOGY AND EMPIRICAL ANALYSIS

### Methodology

This model is specified to capture the objective aiming to empirically estimate the channels through which cash reserve ratio transmit to MSMEs' lending in Nigeria.

The VAR representation is specified as:

$$Y_t = \Phi Y_{t-1} + \theta X_t + \mu_t, \quad (1)$$

where $Y_t$ is the vector of endogenous variables, $X_t$ is the vector of exogenous variables, and $\mu_t$ is the residual vector. Furthermore, $\Phi$ is a matrix that includes all the coefficients describing the relationships among the endogenous variables, and $\theta$ is a matrix that includes all the coefficients describing the relationships among the endogenous and exogenous variables.

Equation 1 can further be transformed into a typical reduced form VAR as proposed by Sims [Sims C.A., 1980], as follows:

$$Y_t = \mathrm{A}\,(L) Y_{t-1} + \varepsilon_t, \quad (2)$$

where $Y_t$ is the column vector of observations at time ($t$) on all variables and is known as the vector of endogenous variables. $L$ is the matrix of coefficients to be estimated, whereas the symbol $\varepsilon_t$ represents the column vector of random disturbances values called innovations, which may be contemporaneously correlated with each other and assumed to be non-autocorrelated over time. The above equation can be respecified in the following form:

$$Y_t = A_1 Y_{t-1} + A_2 Y_{t-2} + A_3 Y_{t-3} + \cdots + A_k Y_{t-p} + \varepsilon_t\,. \quad (3)$$

Here, each variable will be regressed on its own lags and the lags of the other variables in the model. This will provide a better insight into the dynamics of the system, which allows for feedback among the endogenous variables in the model. We further modify Equation 3 into the following two structural recursive forms to capture the two channels through which adjustments in CRR affect lending to MSMEs:

$$\begin{bmatrix} 1 & 0 & 0 & 0 & 0 \\ a_{12} & 1 & 0 & 0 & 0 \\ a_{31} & a_{32} & 1 & 0 & 0 \\ a_{41} & a_{42} & a_{43} & 1 & 0 \\ a_{51} & a_{52} & a_{53} & a_{54} & 1 \end{bmatrix} \begin{bmatrix} \mathrm{CRR} \\ \mathrm{TBR} \\ \mathrm{SR} \\ \mathrm{LR} \\ \mathrm{SMEs} \end{bmatrix} = V(L) \begin{bmatrix} \mathrm{CRR} \\ \mathrm{TBR} \\ \mathrm{SR} \\ \mathrm{LR} \\ \mathrm{SMEs} \end{bmatrix} + \begin{bmatrix} \varepsilon_{CRR} \\ \varepsilon_{TBR} \\ \varepsilon_{SR} \\ \varepsilon_{LR} \\ \varepsilon_{SMEs} \end{bmatrix}, \quad (4)$$

$$\begin{bmatrix} 1 & 0 & 0 & 0 & 0 \\ a_{12} & 1 & 0 & 0 & 0 \\ a_{31} & a_{32} & 1 & 0 & 0 \\ a_{41} & a_{42} & a_{43} & 1 & 0 \\ a_{51} & a_{52} & a_{53} & a_{54} & 1 \end{bmatrix} \begin{bmatrix} \mathrm{CRR} \\ \mathrm{LQR} \\ \mathrm{SR} \\ \mathrm{LR} \\ \mathrm{SMEs} \end{bmatrix} = V(L) \begin{bmatrix} \mathrm{CRR} \\ \mathrm{LQR} \\ \mathrm{SR} \\ \mathrm{LR} \\ \mathrm{SMEs} \end{bmatrix} + \begin{bmatrix} \varepsilon_{CRR} \\ \varepsilon_{TBR} \\ \varepsilon_{SR} \\ \varepsilon_{LR} \\ \varepsilon_{SMEs} \end{bmatrix}, \quad (5)$$

where CRR = cash reserve ratio; TBR = Treasury bill rate; LQR = liquidity ratio; SR = saving rate; LR = lending rate; SMEs = credit to MSMEs.

Equation 4 captures the interest rate channel, while Equation 5 is the liquidity channel through which CRR adjustment can influence credit to MSMEs. Each of the two channels is to track and examine the transmission mechanism of CRR adjustment impulses on credit to MSMEs. The interest rate channel assumes that CRR adjustment has implications on the opportunity cost of fund proxied by Treasury bill rate, savings/deposit rate, lending rate and credit to MSMEs. The liquidity channel assumes that CRR adjustment affects the liquidity condition, savings rate, lending rate and credit to the private sector. In other to evaluate the transmission channel and the impact of CRR adjustment on the selected monetary policy variables, after estimating the VAR model, impulse response function (IPF) and variance decomposition will be derived as well. The impulse response function examines the response of the dependent variable in a VAR model to shocks in the error term, hence:

$$Y_t = a_1 + a_{12}X_t + \theta_{11}Y_{t-1} + \theta_{12}X_{t-1} + \mu_{yt}, \quad (6)$$

$$X_t = a_2 + a_{21}Y_t + \theta_{21}Y_{t-1} + \theta_{22}X_{t-1} + \mu_{xt}, \quad (7)$$

where $Y_t$ and $X_t$ are stationary, and $\mu_{yt}$ and $\mu_{xt}$ are uncorrelated error terms.

## MODEL JUSTIFICATION

According to Sims, if there is a true simultaneity among a set of variables, they should all be treated on an equal footing; there should not be any a priori distinction between endogenous and exogenous variables [Sims C.A., 1980]. The application of VAR in this study is to help forecast the impact of CRR adjustment on bank lending to MSMEs. The choice of this technique is based on the fact that VAR model helps to sought out the contemporaneous effects of a policy change on other variables and is also good for forecasting. The VAR methodology remains the major workhorse for estimating the effects of monetary and macroprudential policy transmission mechanism on macroeconomic and financial variables [Bernanke B.S., Blinder A.S., 1988].

### Empirical Analysis

#### *Descriptive Statistics*

The descriptive statistics of the variables of study are analyzed below:

*Table 1*

**Statistical Analysis of Study Variables**

| | SME | CRR | LQR | LR | SR | TBR |
|---|---|---|---|---|---|---|
| MEAN | 17.25395 | 0.756802 | 46.03359 | 17.96579 | 3.171797 | 10.37133 |
| MEDIAN | 14.13688 | 0.755719 | 47.72500 | 16.92506 | 3.358750 | 10.60250 |
| MAXIMUM | 38.38656 | 1.200000 | 63.20000 | 24.77083 | 5.155000 | 18.88000 |
| MINIMUM | 11.80391 | 0.233675 | 30.40000 | 15.47983 | 1.410000 | 3.710000 |
| SKEWNESS | 1.748924 | 0.062861 | −0.374392 | 1.816282 | −0.289677 | 0.282786 |
| KURTOSIS | 4.630666 | 2.421554 | 2.487218 | 5.287243 | 2.335110 | 2.539360 |
| JARQUE-BERA | 39.71738 | 0.934414 | 2.196324 | 49.13869 | 2.073949 | 1.418827 |
| PROBABILITY | 0.000000 | 0.626750 | 0.333483 | 0.000000 | 0.354526 | 0.491933 |
| OBSERVATIONS | 64 | 64 | 64 | 64 | 64 | 64 |

*Source: researchers' computation using EViews 9.0.*

As shown by the table above, the data set for this study comprises of 64 quarterly observations ranging from 2001Q1 to 2017Q4. The table also shows that the average amount of credit to MSMEs in Nigeria quarterly is ₦17.25 billion. The average for cash reserve requirement

is 0.756802. The average liquidity ratio is 46%. The average of lending interest rate is 17.9% while the average for saving interest rate is 3.17%. It is worthy to note here that commercial banks obviously charge higher interest rates on their debtors but pay little or nothing to their creditors. The average rate of Treasury bill is 10.37% in 91 days (i.e. 3 months / a quarter of a year).

Furthermore, all the variables are right skewed, except LQR and SR which are negatively skewed. Kurtosis statistic of the variables shows that CRR, LQR, SR and TBR are platykurtic (short tailed or lower peak) while SME and LR are leptokurtic (long tailed or higher peak). Also, the probability of Jarque-Bera test shows that the residuals of SME and LR are not normally distributed while all other variables are normally distributed.

***Unit Root Test***

Null hypothesis: the series has a unit root.

Decision is made about the test result and conclusion to be drawn would be to reject the null hypothesis if the ADF t-statistic > the critical value in absolute terms; otherwise, we do not reject.

*Table 2*

**ADF Unit Root Test (Result)**

| VARIABLE | ADF TEST IN LEVEL | 5% CRITICAL VALUE IN LEVEL | ADF TEST AT 1st D | 5% CRITICAL VALUE AT 1st D | INTEGRATION ORDER |
|---|---|---|---|---|---|
| SME | −2.997887 | −2.909206 | −2.731331 | −2.909206 | I(0) |
| SR | −1.977469 | −2.908420 | −2.988941 | −2.908420 | I(1) |
| TBR | −2.789098 | −2.908420 | −5.215970 | −2.910860 | I(1) |
| LR | −3.312492 | −2.908420 | −2.287740 | −2.911730 | I(0) |
| LQR | −3.199417 | −2.909206 | −2.400423 | −2.912631 | I(0) |
| CRR | −2.102905 | −2.909206 | −4.629544 | −2.911730 | I(1) |

*Source: researchers' computation using EViews 9.0.*

Table 2 above shows the stationarity of the time series. SME, LR and LQR are stationary in level while SR, TBR and CRR are made stationary at first difference. Having confirmed the stationarity of the series, we proceed to optimal lag length selection of the model using the Akaike information criterion (AIC).

*Table 3*

**Optimal Lag Length Criterion**

| Lag | LogL | LR | FPE | AIC | SC | HQ |
|---|---|---|---|---|---|---|
| 0 | −205.4584 | N/A | 57.05834 | 22.79426 | 6.916854 | 6.895602 |
| 1 | −120.1349 | 164.9589 | 3.432572 | 4.071162 | 4.140974 | 4.098469 |
| 2 | −88.40193 | 60.29258* | 1.232368* | 3.046731* | 3.151448* | 3.087692* |
| 3 | −88.40164 | 0.000532 | 1.274273 | 3.080055 | 3.219678 | 3.134669 |
| 4 | −88.37314 | 0.052257 | 1.316463 | 3.112438 | 3.286967 | 3.180706 |

** Indicates lag order selected by the criterion.*

Table 3 above shows the optimal lag length selection criteria. According to the results, LR, FPE, AIC, SC and HQ are all in favor of lag two (2), but this study will adopt AIC as its optimal lag length selection criterion.

***Johansen VAR Cointegration Test***

Cointegration occurs in time series variables when a long-run relationship exists amongst the variables or when there is stationarity in the error term in a regression model. The test involves

finding the number of cointegrated vectors. In this step, the trace and maximum eigenvalue tests are seen in Tables 1 and 2. According to the cointegration test tables below, there are seven cointegration relationships between the time series. Table 3 shows the normalized cointegration vector on SME.

*Table 4*

**Trace Cointegrated Rank Test**

| Hypothesized No. of CE(s) | Eigenvalue | Trace Statistic | 0.05 Critical Value | Prob.* |
|---|---|---|---|---|
| None * | 0.441724 | 125.3614 | 95.75366 | 0.0001 |
| At most 1 * | 0.356816 | 89.80433 | 69.81889 | 0.0006 |
| At most 2 * | 0.335997 | 62.88352 | 47.85613 | 0.0011 |
| At most 3 * | 0.290514 | 37.90598 | 29.79707 | 0.0047 |
| At most 4 * | 0.193485 | 16.96991 | 15.49471 | 0.0298 |
| At most 5 * | 0.061209 | 3.852876 | 3.841466 | 0.0497 |

*Table 5*

**Maximum Eigenvalue Cointegration Rank Test**

| Hypothesized No. of CE(s) | Eigenvalue | Max-Eigen Statistic | 0.05 Critical Value | Prob* |
|---|---|---|---|---|
| None | 0.441724 | 35.55703 | 40.07757 | 0.1481 |
| At most 1 | 0.356816 | 26.92081 | 33.87687 | 0.2676 |
| At most 2 | 0.335997 | 24.97754 | 27.58434 | 0.1040 |
| At most 3 | 0.290514 | 20.93607 | 21.13162 | 0.0532 |
| At most 4 | 0.193485 | 13.11703 | 14.26460 | 0.0753 |
| At most 5 * | 0.061209 | 3.852876 | 3.841466 | 0.0497 |

*Note: Trace and max-eigenvalue tests indicate 6 and one cointegrating equation at the 0.05 level, while * denotes rejection of the hypothesis at the 0.05 level.*

*Table 6*

**The Johansen Normalized Cointegrating Equation**

| Variable | SME | CRR | LQR | SR | TBR | LR |
|---|---|---|---|---|---|---|
| Coefficient | 1.000000 | −11.56915 | 0.223372 | 4.953052 | 4.136745 | −7.159831 |
| Stand. Error | | 6.49490 | 0.19989 | 1.77200 | 0.64713 | 1.08547 |
| t-stat | | −1.7812668 | 1.1174746 | 2.7951761 | 6.3924482 | −6.5960653 |

The long-run equilibrium equation showing the cointegration relationship between the variables is shown below.

$$SME = 11.56915crr - 0.223372lqr - 4.953052sr - 4.136745tbr + 7.159831lr.$$

The normalized equation indicates that there is a positive long-term relationship between CRR, LR and SME, while there is a negative long-term relationship between LQR, SR, TBR and SME at 95% level of confidence, on average, ceteris paribus.

Conclusion: the null hypothesis of no cointegration is rejected against the alternative of a cointegrating relationship in the model. Therefore, we proceed to the estimation of the vector error correction model (VECM).

*Table 7*

**The Vector Error Correction Model (Result)**

| Error Correction: | D(SME) | D(CRR) | D(LQR) | D(SR) | D(TBR) | D(LR) |
|---|---|---|---|---|---|---|
| CointEq1 | −0.025797 | −0.002426 | −0.025993 | 0.002478 | −0.048290 | 0.018096 |
| D(SME(−1)) | 0.740998 | 0.003487 | −0.058461 | −0.005245 | 0.079530 | −0.040187 |

| Error Correction: | D(SME) | D(CRR) | D(LQR) | D(SR) | D(TBR) | D(LR) |
|---|---|---|---|---|---|---|
| D(CRR(−1)) | 2.612145 | 0.693003 | −3.961098 | 0.400651 | 0.158402 | 1.259808 |
| D(LQR(−1)) | 0.037565 | 0.001300 | 0.732362 | 0.004663 | 0.028165 | −0.005964 |
| D(SR(−1)) | −0.154174 | 0.050428 | 0.714442 | 0.773975 | 0.881846 | −0.204712 |
| D(TBR(−1)) | 0.078575 | −0.003548 | 0.259457 | −0.002715 | 0.642368 | −0.037135 |
| D(LR(−1)) | −0.449269 | 0.002400 | −0.092310 | 0.014728 | 0.023032 | 0.767855 |
| C | −0.044648 | 0.002727 | 0.028641 | −0.003445 | −0.015621 | −0.041791 |
| R-squared | 0.645925 | 0.567673 | 0.555848 | 0.679799 | 0.620321 | 0.604613 |

The error correction term indicates that the previous period's deviation from the long-run equilibrium is corrected in the current period at an adjustment speed of 2.57%. For the CRR, a percentage increase in CRR is associated with 2.6% increase in SME on average, ceteris paribus, in the short run. Also, a percentage positive change in LQR leads to 3.7% increase in SME on average, ceteris paribus, in the short run. On the contrary, 1% increase in SR is associated with 15.4% decline in SME on average, ceteris paribus, in the short run. However, a percentage increase in TBR would lead to 7.8% increase in SME on average, ceteris paribus, on the short run, while 1% increase in LR is associated with 44.9% decrease in SME on average, ceteris paribus, in the short run.

## Diagnostic Tests

In order to check for the efficiency of the VECM model and also ensure that it is in line with the white noise assumption, residual based tests such as serial correlation LM Test for autocorrelation, the Jarque-Bera test for normality and the Breusch-Pagan-Godfrey test for heteroskedasticity were conducted.

### *Test for Serial Correlation*

*Table 8*

**VEC Residual Serial Correlation LM Tests**

| Lags | LM-Stat | Prob. |
|---|---|---|
| 1 | 14.01535 | 0.9996 |
| 2 | 3.623348 | 1.0000 |

Given that VECM remains a system model, the serial correlation LM test was employed to test for residual autocorrelation among the variables of the study, as shown in Table 8 above. To reject the null hypothesis, the probability of the observed LM statistics must be greater than 5%. The result depicts a rejection of the null hypothesis for both lags, implying the inexistence of serial correlation among all the variables in the VAR model.

### *Normality Test*

*Table 9*

**Multivariate Normality Test**

| Component | Jarque-Bera | df | Prob. |
|---|---|---|---|
| 1 | 414.9456 | 2 | 0.3996 |
| 2 | 279.7213 | 2 | 0.1825 |
| 3 | 777.0545 | 2 | 0.0977 |
| 4 | 131.1373 | 2 | 0.2718 |
| 5 | 45.43303 | 2 | 0.3521 |
| 6 | 0.736979 | 2 | 0.5710 |
| Joint | 1,649.029 | 12 | 0.3664 |

Table 9 shows the multivariate normality test result for the VECM model depicting the Jarque-Bera. It is often seen as pointless to report the results of Skewness and Kurtosis in VECM since Jarque-Bera is the summary of both results, and thus only Jarque-Bera is reported in this study. To reject the null hypothesis that the residuals in the VECM are normally distributed, the probability of the joint Jarque-Bera statistics must be greater than 5%. The result shows that all the six equations in the model are normally distributed and, more importantly, jointly normally distributed in the overall model given a Jarque-Bera statistic of 36.6%, which is clearly greater than 5%.

***Heteroskedasticity Test***

*Table 10*

**VEC Residual Heteroskedasticity Tests:**
**No Cross Terms (Only Levels and Squares)**

| Joint Test: | | |
|---|---|---|
| Chi-sq | df | Prob. |
| 438.0907 | 294 | 0.0947 |

The result in Table 10 above shows that the residuals are not heteroscedastic; thus, they are homoscedastic given a probability value of 9.47%, which is greater than 5% level. Thus we proceed to VECM impulse response.

## VECM VARIANCE DECOMPOSITION

Objective: to determine the channels through which cash reserve ratio transmits to MSMEs lending in Nigeria. Put differently, amongst channels of transmission such as LR, LQR, and TBR, which has the strongest impact on SME?

*Table 11*

**Variance Decomposition**

Variance Decomposition of SME:

| Period | S.E. | SME | CRR | LQR | TBR | SR | LR |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 1 | 1.138170 | 100.0000 | 0.000000 | 0.000000 | 0.000000 | 0.000000 | 0.000000 |
| 2 | 2.284083 | 98.94300 | 0.666765 | 0.054803 | 0.003914 | 0.004680 | 0.326836 |
| 3 | 3.522436 | 97.06510 | 1.717192 | 0.164994 | 0.008324 | 0.037612 | 1.006773 |
| 4 | 4.815319 | 95.11155 | 2.681129 | 0.316004 | 0.006850 | 0.111392 | 1.773072 |
| 5 | 6.122174 | 93.43787 | 3.405775 | 0.505394 | 0.004751 | 0.215766 | 2.430444 |

Variance Decomposition of CRR:

| Period | S.E. | SME | CRR | LQR | TBR | SR | LR |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 1 | 0.036954 | 0.003602 | 99.99640 | 0.000000 | 0.000000 | 0.000000 | 0.000000 |
| 2 | 0.069460 | 0.177777 | 98.93533 | 0.026592 | 0.476085 | 0.080933 | 0.303281 |
| 3 | 0.100643 | 0.255147 | 96.30157 | 0.116680 | 1.772135 | 0.149252 | 1.405220 |
| 4 | 0.130655 | 0.168948 | 92.33150 | 0.250844 | 3.659708 | 0.147235 | 3.441769 |
| 5 | 0.160106 | 0.174132 | 87.48830 | 0.377201 | 5.688268 | 0.106556 | 6.165547 |

Variance Decomposition of LQR:

| Period | S.E. | SME | CRR | LQR | TBR | SR | LR |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 1 | 1.636179 | 3.067454 | 8.412138 | 88.52041 | 0.000000 | 0.000000 | 0.000000 |
| 2 | 3.212409 | 4.160468 | 6.900439 | 88.87998 | 0.044324 | 0.012322 | 0.002464 |
| 3 | 4.795106 | 5.396314 | 5.573841 | 88.86352 | 0.107552 | 0.028995 | 0.029776 |
| 4 | 6.335450 | 6.831204 | 4.454268 | 88.39739 | 0.162381 | 0.037803 | 0.116950 |
| 5 | 7.819374 | 8.471180 | 3.547420 | 87.45271 | 0.205017 | 0.036267 | 0.287404 |

Variance Decomposition of TBR:

| Period | S.E. | SME | CRR | LQR | TBR | SR | LR |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 1 | 0.544549 | 2.229488 | 20.07566 | 7.539185 | 70.15567 | 0.000000 | 0.000000 |
| 2 | 0.973353 | 1.155206 | 18.97679 | 7.677953 | 71.54906 | 0.110470 | 0.530524 |
| 3 | 1.333122 | 0.862564 | 17.97186 | 7.463787 | 70.65298 | 0.203201 | 2.845602 |
| 4 | 1.644727 | 1.155342 | 16.72880 | 6.979158 | 67.03037 | 0.184602 | 7.921726 |
| 5 | 1.948797 | 2.412232 | 15.05854 | 6.293647 | 60.58866 | 0.132841 | 15.51408 |

Variance Decomposition of SR:

| Period | S.E. | SME | CRR | LQR | TBR | SR | LR |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 1 | 0.086449 | 4.859089 | 13.45841 | 23.28274 | 4.892075 | 53.50768 | 0.000000 |
| 2 | 0.167436 | 4.225869 | 8.863127 | 22.44791 | 4.721907 | 59.74094 | 0.000247 |
| 3 | 0.249854 | 3.892115 | 5.630747 | 21.15248 | 4.389406 | 64.93084 | 0.004404 |
| 4 | 0.332816 | 3.743125 | 3.526672 | 19.54911 | 4.033229 | 69.13500 | 0.012862 |
| 5 | 0.415982 | 3.689069 | 2.275987 | 17.81480 | 3.735070 | 72.46620 | 0.018875 |

Variance Decomposition of LR:

| Period | S.E. | SME | CRR | LQR | TBR | SR | LR |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 1 | 0.250581 | 1.080189 | 4.784577 | 0.634282 | 20.43364 | 1.380977 | 71.68633 |
| 2 | 0.483784 | 0.360684 | 1.942860 | 0.723458 | 23.56726 | 1.733636 | 71.67210 |
| 3 | 0.711158 | 0.167261 | 0.919441 | 0.900368 | 27.37409 | 1.740682 | 68.89816 |
| 4 | 0.925233 | 0.108173 | 1.148337 | 1.115726 | 31.50701 | 1.493547 | 64.62721 |
| 5 | 1.125277 | 0.186647 | 2.188276 | 1.310598 | 35.46086 | 1.143977 | 59.70964 |

*Note: cholesky decomposition of SME, CRR, LQR, TBR, SR, LR.*
*Source: result output from EViews estimations.*

Table 11 above shows the variance decomposition of all the endogenous variables in the VECM models. Variance decomposition of the forecast error gives the percentage of unexpected variation in each variable which is produced by shocks from other variables. It also indicates the relative impact that a variable has on another variable. It explains the relative significance of each random shock of the variables in the model. The above is used in this research to explain the magnitude of change that SR, LR, LQR, and TBR impact on SME as channels of transmission from CRR to SME in both the short run and the long run. In this study, the short run is represented by first to second year periods while the long run is captured by third to fifth year periods.

In the variance decomposition of SME, own shock constitutes the entire source of variation in the first period; it declined gradually and was at 93.4% in the fifth period. Beside own shocks, shocks in the CRR, LQR, TBR, SR and LR were seen to have impacted the SME mostly causing about 3.4%, 0.5%, 0.0%, 0.2% and 2.4% variation respectively in the fifth period. Thus, SME has a strong influence on itself in both the short run and the long run. This is also in line with the result from VECM, where SME accounts for about 74% change with 6.25 t-statistic in the model.

Another interesting discovery is the insignificant impact of CRR on variations in SME in the short run, though it increased from 0.3% in the first period to 17.4% in the fifth period. This impact is insignificant because its t-statistic is far less than two in the VECM. This result is in line with Adedayo and Ayodeji, who estimated the effects of CRR on banks' lending to the MSMEs in Nigeria, and their results show that there is no significant relationship between CRR and the volume of loans to MSMEs [Adedayo O.F., Ayodeji E.A., 2015]. However, CRR makes further significant impact on SME through LQR and LR. According to the variance decomposition of SME, in the first period, LQR accounts for only 5.4% variations in SME, but in the fifth period this increased to 50.5%. At the same time the LR also increased from 0.33%

in the first period to 2.43% in the fifth period. This confirms that CRR impacts on SME through LQR and LR as its transmission channels.

## SUMMARY, POLICY RECOMMENDATIONS AND CONCLUSION

For this study, VAR model was adopted to determine the channels through which cash reserve ratio transmits to MSMEs lending in Nigeria. The data used were quarterly data sourced from the CBN covering the period from 2001 to 2017. Johansen Cointegration test was used to confirm the presence of cointegration among the variables of study and Augmented Dickey Fuller (ADF) was used to confirm their order of integration. The error correction term indicates that the previous period's deviation from the long-run equilibrium is corrected in the current period at an adjustment speed of 2.57%. For the CRR, a percentage increase in CRR is associated with 2.6% increase in SME on average, ceteris paribus, in the short run. Also, a percentage positive change in LQR leads to 3.7% increase in SME on average, ceteris paribus, in the short run. On the contrary, 1% increase in SR is associated with 15.4% decline in SME on average, ceteris paribus, in the short run. However, a percentage increase in TBR would lead to 7.8% increase in SME on average, ceteris paribus, on the short run, while 1% increase in LR is associated with 44.9% decrease in SME on average, ceteris paribus, in the short run. According to the variance decomposition of SME, in the first period, LQR accounts for only 5.4% variations in SME, but in the fifth period this increased to 50.5%. The LR also increased from 0.33% in the first period to 2.43% in the fifth period. This confirms that CRR impacts on SME through LQR and LR as its transmission channels in the long run.

The residual diagnostic tests conducted such as residual serial correlation LM tests, normality test, and heteroscedasticity confirmed that the model specified is fine and reliable for forecasting.

### Policy Recommendations

The study recommends that the Central Bank reduce its cash reserve ratio in order to increase commercial banks' liquidity. As the commercial banks' liquidity rises, they should also reduce their lending interest rate to increase access to credit by MSMEs. Banks and the government should not concentrate on the use of cash reserve ratio only in a bid to increase credit to SMEs in Nigeria. There is need to regulate the commercial banks' asset base to increase their liquidity ratio so as to increase access to credit by SMEs. Again, government should, as a matter of necessity, appropriate and monitor the judicious disbursement of interest-free loans/credit to SMEs in Nigeria as these would boost productivity and the Nigerian economy in the long run.

### Conclusion

This study examines the channels of transmission through which cash reserve ratio impacts on credit to micro-, small and medium-sized enterprises (MSMEs). A vector error correction model was used to capture the objective. Quarterly data ranging from 2001 to 2017 were also utilized in the analysis. The study discovered that cash reserve ratio indirectly impacts credit to MSMEs through liquidity ratio and lending interest rate as its channels of transmission. It is worthy to note that, as liquidity ratio has a positive significant impact on credit to MSMEs, lending interest rate has a negative but significant impact on credit to MSMEs.

### *References*


Adedayo O.E., Ayodeji E.A. (2015). Cash Reserve Requirement and Lending Behaviour of Banks to Small and Medium Scale Enterprises in Nigeria. *International Journal of Banking, Finance, Management & Development Studies*, 3 (1), pp. 23–34.

Agyapong D., Agyapong G.K.Q., Darfor K.N. (2011). Criteria for Assessing Small and Medium Enterprises' Borrowers in Ghana. *International Business Research*, 4 (4), pp. 132–138.

Ajayi F., Atanda A. (2012). Monetary policy and bank performance in Nigeria: A two-step cointegration approach. *African Journal of Scientific Research*, 9(1), pp. 34–47.

Alper K., Binici M., Demiralp S. et al. (2014). Reserve Requirements, Liquidity Risk and Credit Growth. *CBRT Working Paper*, 1424.

Anigbogu T.U., Okoli I.M., Nwakoby, N.P. (2015). Financial Intermediaries and Small and Medium Enterprises Perfromance in Nigeria (An Aggregated Analysis: 1980–2013). *European Scientific Journal*, 11(28), pp. 257–272.

Ayeni-Agbaje A.R., Osho A.E. (2015). Commercial Banks Role in Financing Small Scale Industries in Nigeria (A Study of First Bank Plc Ado Ekiti State). *International Journal of Innovative Finance and Economics Research*, 4(2), pp. 8–15.

Becker M.C., Knudsen T. (2002). Schumpeter 1911: Farsighted visions on economic development. *American Journal of Economics and Sociology*, 61(2), pp. 387–403.

Bemanke B.S. and Blinder A.S. (1988). Credit, Money and Aggregate Demand. *American Economic Review*, 78, pp. 435–439.

Carbo-Valverde S., Rodriguez-Fernandez F., Udell G.F. (2016). Trade Credit, the Financial Crisis, and Firm Access to Finance. *Journal of Money, Credit and Banking*, 48(1), pp. 113–143. DOI: 10.1111/jmcb.12292.

CBN (2005). Central Bank of Nigeria Statistical Bulletin and Reports, Abuja.

CBN (2000). Central Bank of Nigeria Statistical Bulletin, Abuja.

Chinanuife E., Madueme S.I., Orji A., and Anthony-Orji O.I. (2019). Empirical Determination of the Causal Link Between Private Sector Credit and Manufacturing Output in Nigeria. *Journal of Advanced Research in Management*, vol. X, Summer, 1(19), pp. 44–51. DOI: 10.14505/jarm.v10.1(19).05. Available online: https://journals.aserspublishing.eu/jarm/article/view/3774.

Ben-Caleb E., Adeyemi K.S. and Iyoha F. (2014). The Impact of Budget Reforms on the Quality of Budget Management in Nigeria. *Journal of Accounting and Auditing: Research and Practice*, Article ID 207739. DOI: 10.5171/2014.207739

Gerschenkron A. (1962). Economic backwardness in historical perspective. *The Political Economy Reader: Markets as Institutions*, pp. 211–228.

Glocker C., Towbin P. (2012). Reserve Requirements for Price and Financial Stability: When Are They Effective? *International Journal of Central Banking*, 8(1), pp. 66–71.

Imoughele L.E., Ismaila M. (2014). The Impact of Commercial Bank Credit on the Growth of Micro, Small and Medium Scale Enterprises: An Econometric Evidence from Nigeria (1986–2012). *Journal of Educational Policy and Entrepreneurial Research (JEPER)*, 1(2), pp. 251–261.

Iniodu P.U., Udomesict C.U. (2004). Commercial Banking System Efficiency and Financing Small Scale Enterprises in the 21St Century. In Leading Issues in Macroeconomic Management and Development. Abdul-Ganiyu Garba, Festus Egwaikhide, and Adeola Adenikinju (eds.). Daily Graphics Nigeria limited, Ibadan, pp. 161–183.

Kwaning C.O., Nyantakyi K., Kyereh B. (2015). The Challenges behind MSMEs' Access to Debts Financing in the Ghanaian Financial Market. *International Journal of Small Business and Entrepreneurship Research*, 3(2), pp. 16–30.

Lawless M., McCann F. (2011). Credit Access for Small and Medium Firms: Survey Evidence for Ireland. Research Technical Papers 11/RT/11, Central Bank of Ireland.

Levine R. (1997). Financial development and economic growth: views and agenda. *Journal of Economic Literature*, 35(2), pp. 688–726.

Mbanasor J.A., Okeke A.M., Nto P.O. (2015). Determinants of Investment Capacity Among Yam Production Entrepreneurs in Benue State, Nigeria. *Journal of Poverty, Investment and Development*, 16(4), pp. 20–35.

McKinnon R.I. (1989). Financial liberalization and economic development: A reassessment of interest-rate policies in Asia and Latin America. *Oxford Review of Economic Policy*, 5(4), pp. 29–54.

Ndugbu M.O., Okere P.A. (2015). Monetary Policy and the Performance of Deposit Money Banks — the Nigerian Experience. *European Journal of Business and Management*, 7(17), pp. 65–72.

Nguyen A.H. (2014). Vietnamese banks' decision making in lending to small & medium enterprises (SMEs) based on soft and hard information, *Ritsumeikan Journal of Asia Pacific Studies*, 33, pp. 79–94.

Noss J., Toffano C.P. (2016). Estimating the impact of changes in aggregate bank capital requirements during an upswing. *Journal of Banking & Finance*, 63(C), pp. 15–27.

Nwosu E.O., Orji A., Urama N.E. et al. (2020). Social Capital, Credit Access and Household Nonfarm Enterprises in Nigeria: A New Empirical Evidence. Forum for Social Economics. DOI: 10.1080/07360932.2020.1825983.

Nwosu E.O., Orji A. (2016). Access to Formal Credit and Enterprise Performance In Nigeria: A Gender Perspective. *Argumenta Oeconomica*, 36 (1), pp. 191–224. Available online: http://www.dbc.wroc.pl/dlibra/doccontent?id=32150.

Ogechukwu O.L., Akinlo A.E., Goldman G.A. (2015). Financial Schemes to Boost Small and Medium Sized Enterprises Sources of Finance by the Nigerian Government: A Commentary. *Banks and Bank Systems*, 10(3), pp. 49–60.

Olokoyo F.O. (2011). Determinants of Commercial Banks' Lending Behavior in Nigeria. *International Journal of Financial Research*, 2(2), 61–72. DOI: 10.5430/ijfr.v2n2p61.

Omika M. (2014). Repositioning Commercial Banks to Enhance the Productive Capacities of Micro, Small and Medium Scale Enterprises (MSMEs) for Economic Growth of Developing Nations: A Focus on Nigeria. *International Journal of Public Administration and Management Research (IJPAMR)*, 2(2).

Omondi O.G. (2014). Effects of Inflation on Commercial Banks' Lending: A Case of Kenya Commercial Bank Limited (Doctoral Dissertation, United States International University Africa, Chandaria School of Business).

Orji A., Ogbuabor J.E., Ugwu E.C., Anthony-Orji O.I. (2019). Cash Reserve Requirement and Credit to SMEs in Nigeria: An ARDL Bounds Test Approach. *Journal of Asian Business Strategy*. 9(1), pp. 10–28. DOI: 10.18488/journal.1006.2019.91.10.28. Available online: http://www.aessweb.com/pdf-files/JABS-2019-9(1)-10-28.pdf.

Orji A., Anthony-Orji O.I., Mba P.N. (2015). Financial Liberalization and Output Growth in Nigeria: Empirical Evidence from Credit Channel. *International Journal of Economics and Financial Issues*, 5 (1), pp. 297–311. Available at: http://www.econjournals.com/index.php/ijefi/article/view/1099/pdf.

Orji A. (2012). Bank Savings and Bank Credits in Nigeria: Determinants and Impact on Economic Growth. *International Journal of Economics and Financial Issues*, 2(3), pp. 357–372. Available at: http://econjournals.com/index.php/ijefi/article/view/67.

Patrick H.T. (1966). Financial development and economic growth in underdeveloped countries. *Economic development and Cultural change*, 14(2), pp. 174–189.

Rahji M.A.Y., Apata T.G.G. (2008). Understanding the Credit Supply Decisions of Banks Under the Small and Medium Enterprises Equity Investment Scheme (SMEEIS) in Nigeria (July, 10 2008). Available at: http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1157781.

Sacerdoti E. (2005). Access to Bank Credit in Sub-Saharan Africa: Key Issues and Reform Strategies. IMF Working Paper 05/166, International Monetary Fund.

Safiriyu A.M., Njogo B.O. (2012). Impact of Micro, Small and Medium Scale Enterprises in Lagos State. *Kuwait Chapter of Arabian Journal of Business and Management Review*, 11(1), p. 107.

Sims C.A. (1980). Macroeconomics and Reality. *Econometrica*, 48(1), pp. 1–48.

Uzonwanne M.C. (2015). Deposit Money Banks and Financing of Micro, Small and Medium Scale Enterprises in Nigeria. *Journal of Economics and Sustainable Development*, 6(8), pp. 185–95.

*Article submitted October 4, 2021*
*Approved after reviewing December 20, 2021*
*Accepted for publication February 4, 2022*

https://doi.org/10.31107/2075-1990-2022-1-71-88

## Коэффициент наличных резервов и кредитование микро-, малых и средних предприятий в развивающихся странах. Анализ трансмиссионных каналов с использованием данных по Нигерии

***Энтони Орджи***
*E-mail: anthony.orji@unn.edu.ng*
*Университет Нигерии, факультет экономики, г. Нсукка 400001, Федеративная Республика Нигерия*
***Джонатан Э. Огбуабор***
*E-mail: jonathan.ogbuabor@unn.edu.ng*
*Университет Нигерии, факультет экономики, г. Нсукка 400001, Федеративная Республика Нигерия*
***Кристиан Э. Угву***
*E-mail: ugwuchristian68@yahoo.com*
*Университет Нигерии, факультет экономики, г. Нсукка 400001, Федеративная Республика Нигерия*
***Онинье И. Энтони-Орджи***
*E-mail: onyinye.anthony-orji@unn.edu.ng (автор-корреспондент)*
*Университет Нигерии, факультет экономики, г. Нсукка 400001, Федеративная Республика Нигерия*
***Линда К. Нвуфо***
*E-mail: lynda.nwufo@unn.edu.ng*
*Университет Нигерии, факультет экономики, г. Нсукка 400001, Федеративная Республика Нигерия*

***Аннотация***

*В этом исследовании рассматриваются трансмиссионные каналы, посредством которых коэффициент наличных резервов влияет на кредитование микро-, малых и средних предприятий (ММСП). Для этой цели была применена векторная модель коррекции ошибок. В анализе также использовались квартальные данные за период с 2001 по 2017 г. Исследование показало, что коэффициент наличных резервов косвенно влияет на кредитование ММСП через коэффициент ликвидности и процентную ставку по кредитам в качестве трансмиссионных каналов. При этом коэффициент ликвидности оказывает существенное положительное влияние на кредитование ММСП, тогда как процентная ставка по кредиту оказывает существенное негативное влияние на кредитование ММСП. Таким образом, для повышения производительности экономики в развивающихся странах органам денежно-кредитного регулирования рекомендовано снизить коэффициент наличных резервов, чтобы повысить ликвидность коммерческих банков. По мере роста ликвидности коммерческих банков им также следует уменьшать процентные ставки по кредитам, чтобы расширить доступ к кредитам для ММСП. Правительствам следует предусматривать и контролировать предоставление в надлежащих объемах беспроцентных займов/кредитов ММСП через банки — прежде всего, банки развития.*

***Ключевые слова:*** *коэффициент наличных резервов, кредитование, трансмиссионные каналы, микро-, малые и средние предприятия*

***JEL:*** *E51, G21, L26*

***Для цитирования:*** *Orji A., Ogbuabor J.E., Ugwu C.E., Anthony-Orji O.I., Nwufo L.C. Cash Reserve Ratio and Credit to Micro-, Small and Medium-Sized Enterprises in Developing Economies. Analysis of Transmission Channels Using Nigerian Data. Financial Journal, 2022, vol. 14, no. 1, pp. 71–88. https://doi.org/10.31107/2075-1990-2022-1-71-88.*

*© Orji A., Ogbuabor J.E., Ugwu C.E., Anthony-Orji O.I., Nwufo L.C., 2022*

*Статья поступила в редакцию 04.10.2021*
*Одобрена после рецензирования 20.12.2021*
*Принята к публикации 04.02.2022*

https://doi.org/10.31107/2075-1990-2022-1-89-107

CC BY

# Выбор политики выплат инвесторам: исследование рынка США

***Варвара Вадимовна Назарова***
*E-mail: nvarvara@list.ru, ORCID: 0000-0002-9127-1644*
*Национальный исследовательский университет «Высшая школа экономики», Санкт-Петербург 190121, Российская Федерация*
***Анастасия Александровна Иванова***
*E-mail: aivanova@edu.hse.ru*
*Национальный исследовательский университет «Высшая школа экономики», Санкт-Петербург 190121, Российская Федерация*

***Аннотация***
*В последние годы затраты на выкуп акций в США достигли рекордного уровня, что частично объясняется проведением налоговой реформы в 2017 г., активностью акционеров и низкими затратами на займы.*
*Цель исследования состоит в изучении мотивов и факторов, обуславливающих выбор политики выплат инвесторам американских компаний и влияние выкупа акций на результаты компаний и на экономическую систему. В рамках исследования были изучены традиционные теории, объясняющие выбор политики выплат инвесторам. Авторами были выделены основные мотивы компаний при принятии решений о механизме выплат. После изучения существующих теоретических аспектов выбора политики выплат и тенденций обратного выкупа США был проведен регрессионный анализ панельных данных для комплексного исследования причин и следствий выбора политики выплат. Исследование позволило определить мотивацию к выкупу акций и доказало положительное влияние выкупа акций на развитие компании.*

***Ключевые слова:*** *политика выплаты дивидендов, обратный выкуп, потребность в капитале, реинвестирование, экономический рост, программы выкупа акций*

***JEL:*** *G35*

***Для цитирования:*** *Назарова В. В., Иванова А. А. Выбор политики выплат инвесторам: исследование рынка США // Финансовый журнал. 2022. Т. 14. № 1. С. 89–107. https://doi.org/10.31107/2075-1990-2022-1-89-107.*

*© Назарова В. В., Иванова А. А., 2022*

---

https://doi.org/10.31107/2075-1990-2022-1-89-107

## Payment to Investors Policy Choice: US Market Research

***Varvara V. Nazarova***[1], ***Anastasia A. Ivanova***[2]
[1, 2] *HSE University, Saint Petersburg 190121, Russian Federation*
[1] *nvarvara@list.ru, https://orcid.org/0000-0002-9127-1644*
[2] *aivanova@edu.hse.ru*

***Abstract***
*In recent years, US share buyback costs have hit record highs, in part due to the 2017 Tax Reform, shareholder activities and record low borrowing costs. The purpose of the present study is to explore the reasons for choosing a policy of payments to investors in American companies and the impact of share buybacks on the results of companies and the economic system. The study reviews traditional theories that explain the choice of investor payout policy. The authors have highlighted the main motives of companies when making decisions on the payment mechanism. After examining the existing theoretical aspects of the choice of payment policy and the trend of US buybacks, a panel data regression analysis of is carried out to comprehensively investigate the causes and consequences of the choice of payment policy. The study identifies managements' motives for the share buyback and demonstrates the positive impact of share buybacks on the company's development.*

***Keywords:*** *dividend payment policy, buyback, capital requirements, reinvestment, economic growth, share buyback programs*

***JEL:*** *G35*

***For citation:*** *Nazarova V.V., Ivanova A.A. Payment to Investors Policy Choice: US Market Research. Financial Journal, 2022, vol. 14, no. 1, pp. 89–107 (In Russ.).*
*https://doi.org/10.31107/2075-1990-2022-1-89-107.*

*© Nazarova V.V., Ivanova A.A., 2022*

## ВВЕДЕНИЕ

Выбор политики выплат инвесторам оказывает большое влияние не только на позиционирование компании на финансовом рынке, но и на финансовое положение и стратегию компании, принятие инвестиционных решений [Driver C. et al., 2020]. В настоящее время выкуп акций является важным финансовым инструментом при реализации компаниями политики выплат инвесторам. Акцент в исследовании сделан на анализе выплат инвесторам в США.

Данные предыдущих исследований свидетельствуют о снижении доли компаний, выплачивающих дивиденды, с 66,5 до 20,8 %. Резкое снижение можно связать с возрастающей ролью выкупа акций со стороны американских компаний [Grullon G., Michaely R., 2002; Brav A. et al., 2005; Geiler P., Renneboog L., 2016]. В настоящее время прослеживается увеличение объема заемных средств для финансирования выкупа акций, что приводит к появлению риска дефолта компаний. Кроме того, менеджеры американских компаний нацелены на достижение более высокого EPS (показателя прибыли на акцию), что позволяет им получать бонусы [Lazonick W., 2016; Felimban R. et al., 2018]. Руководство компаний использует свободные денежные средства для наращивания собственной доли акций компании, а не для инвестирования в долгосрочное развитие бизнеса [Wesson N. et al., 2018].

Цель исследования состоит в изучении мотивов и факторов, обуславливающих выбор политики выплат инвесторам американских компаний, а также в изучении влияния выкупа акций на результаты деятельности компании и на экономическую систему в целом. В ходе исследования будут оценены последствия выплаты дивидендов в форме выкупа акций или непосредственно выплат в денежной форме.

Эмпирические работы показывают, что практика дивидендных выплат с учетом особенностей финансовых рынков, условий функционирования компаний весьма разнообразна [Brav A. et al., 2005; Teplova T. V., Shagaleeva G. V., 2010; Breuer W. et al., 2014].

С точки зрения формирования «лучших практик» для менеджеров, направленных на увеличение благосостояния собственников и повышение устойчивости и эффективности компаний в долгосрочной перспективе, необходим мониторинг практик дивидендных выплат. Использование опыта американского рынка может упростить задачу по прогнозированию тенденций дивидендной политики для российского бизнеса.

Выяснение закономерностей дивидендного выбора на ведущих рынках, конкурирующих с российским, достигнутые значения ключевых дивидендных показателей могут указать российским менеджерам направления совершенствования практики дивидендных выплат в отношении их размера и стабильности, а также формы. Для участников фондового рынка, инвестирующих на зарубежных площадках, примеры американского опыта позволят объективно оценить конкурентные преимущества тех или иных дивидендных историй и последствия их влияния на финансовую систему. Еще одна причина изучения практики дивидендных выплат американских компаний — существенные изменения в макроэкономической ситуации и в налоговом законодательстве, происходящие в российской экономике. Анализ дескриптивной статистики американского рынка может рассматриваться как первый, но важный шаг для более глубоких исследований российского рынка в данной области.

## ТЕНДЕНЦИИ ОБРАТНОГО ВЫКУПА АКЦИЙ В США

В настоящее время обратный выкуп акций стал важным инструментом при осуществлении компаниями дивидендной политики. Анализ глобальных тенденций выплат акционерам демонстрирует рост популярности использования такого средства выплаты, как выкуп акций. Общая сумма, потраченная компаниями на выкуп акций, со временем возросла и в настоящее время превышает сумму выплаченных дивидендов. Выкуп акций в США рос в среднем на 26,1 % в год в период с 1992 по 2000 г., тогда как дивиденды росли в среднем на 6,8 % в год. Метод обратного выкупа акций на открытом рынке является наиболее популярным методом выкупа в США. Рост обратного выкупа акций зафиксирован в период с 1984 по 2000 г. [Grullon G., Michaely R., 2002].

В исследовании [Lazonick W., 2016] отмечается, что в период с 1997 по 2008 г. американские компании потратили 2,4 трлн долл. США на выкуп акций (в среднем 5,6 млрд долл. на компанию) и распределили в общей сложности 1,7 трлн долл. в виде дивидендов (в среднем 3,8 млрд долл. на компанию). Величина дивидендов европейских компаний также имела тенденцию к снижению, а доля фирм, выкупающих акции, росла на протяжении всего периода [Eije H., Megginson W., 2008]. Выкуп акций в первом квартале 2009 г. американскими компаниями из списка S&P 500 упал на 73 % (из-за ухудшения экономической ситуации) по сравнению с годом ранее, однако уровень активности по выкупу акций все еще был значительно выше уровня периода, предшествующего 2009 г. [Lazonick W., 2016]. В первом квартале 2010 г. показатель выкупа акций компаниями S&P 500 вырос до 230 млрд долл. США по сравнению с 75 млрд долл. в предыдущем году. Поэтому ожидалось, что высокие темпы роста выкупа акций продолжатся.

Выплаты инвесторам в течение 2018 г. в форме выкупа акций достигли рекордного значения 806 млрд долл., что на 51 % выше выплат 2017 г. [Lazonick W., 2020]. Событием, которое потенциально повлияло на принятие такого решения, является Налоговая реформа США 2017 г. В ходе ее реализации были снижены корпоративный налог и налог на репатриацию доходов для компаний. Предполагалось, что свободные денежные средства, появившиеся в результате снижения налогов, будут инвестированы в развитие бизнеса и укрепление конкурентоспособности экономики США.

Среди основных причин снижения склонности компаний к выплате дивидендов можно назвать следующие. Улучшение корпоративного управления уменьшило потребность в дивидендах как в механизме решения агентских проблем. Растущее количество обратного

выкупа акций, снижение ценности информативного содержания дивидендов, наблюдаемые низкие операционные издержки при продаже акций по инициативе потребителя и учет теории удовлетворения предпочтений инвестора также могут быть причинами снижения выплат дивидендов [Bildik R., Fatemi A., 2009].

Если анализировать опыт российских компаний, то практика обратного выкупа постепенно набирает обороты: крупные компании обратили внимание на политику выплат как на инструмент привлечения инвесторов, изменения трендов корпоративного управления, механизма повышения эффективности [Новак А. Е. и др., 2018]. Среди компаний, практикующих обратный выкуп акций, можно назвать ПАО «Роснефть», ПАО «Магнит», ПАО «Лента», ПАО «ЛУКОЙЛ», ПАО «Банк ВТБ» и др.

### Налоговая реформа в США

В ходе налоговой реформы 2017 г. ставка корпоративного налога была снижена с 35 до 21 %, ставка по корпоративному доходу из-за рубежа — до 8–15,5 % вместо 35 %, а иностранные доходы американских компаний были освобождены от налога на доходы в США. Реформа коснулась и налогообложения физических лиц: снижение налогообложения для семи групп доходополучателей из числа физических лиц, освобождение большинства налогоплательщиков от уплаты минимального альтернативного налога (*Tax Cuts and Jobs Act*, 2017).

Сразу после того как был принят законопроект о налоговой реформе, главный смысл которой заключался в снижении ставок ключевых налогов для корпораций, американские компании анонсировали ряд важных изменений в своей финансовой политике. В частности, компании планировали увеличить объем инвестиций, что было связано с возможной экономией по уплате налоговых платежей. Сторонники законопроекта утверждали, что он будет способствовать росту и усилению конкурентоспособности экономики США, созданию рабочих мест и повышению заработной платы. Однако анализ статистики показал, что от снижения корпоративного налога в первую очередь в выгодном положении оказались преимущественно акционеры. Компании увеличили выплаты дивидендов, и затраты на осуществление выкупа акций достигли рекордного значения.

В рамках налоговой реформы были наложены ограничения на вычет процентных расходов, сумма которых превышает 30 % от налогооблагаемого дохода. Подобные изменения в Налоговом кодексе делали привлечение заемного капитала менее привлекательным инструментом заимствований по сравнению с инвестированием собственного капитала. Предполагалось, что к концу 2018 г. компании резко снизят внешние заимствования. Но компании продолжили наращивать долговую нагрузку, что было связано с потребностью в привлечении большого объема средств, необходимых для выкупа акций. Как только компании смогли вернуть свои иностранные денежные средства в США по выгодной налоговой ставке, темпы возврата капитала существенно возросли.

В то же время противники реформы настаивали на том, что от ее реализации выиграли только крупный бизнес и очень обеспеченные граждане США. Кроме того, реформа могла привести к увеличению государственной задолженности США более чем на 1,4 трлн долл. в течение десяти лет. Снижение налоговых поступлений привело к увеличению бюджетного дефицита и наращиванию госрасходов, что в долгосрочной перспективе могло нанести экономике серьезный урон.

Противоречивыми были и результаты в области капиталовложений. Если в I кв. 2018 г. они выросли более чем на 11 % в годовом выражении, то в III кв. — лишь на 2,5 %. Уровень инвестиций был слишком низок для ускорения экономики в долгосрочной перспективе. Большую часть средств, высвободившихся в результате снижения налога и возвращенных в страну, компании направили на выкуп акций и погашение долгов. В первом полугодии,

по расчетам Moody's, 100 компаний с большими запасами денежных средств погасили долг на $72 млрд и вернули инвесторам $81 млрд[1].

Но в долгосрочной перспективе аналитики прогнозировали сокращение объемов выкупа, увеличение стоимости заемного финансирования и уменьшение положительного влияния налоговой реформы.

## ТЕОРИИ, ОБЪЯСНЯЮЩИЕ ВЫБОР ПОЛИТИКИ ВЫПЛАТ ИНВЕСТОРАМ

Прежде чем исследовать мотивы, влияющие на решение о выборе политики выплат, важно рассмотреть наиболее распространенные теории дивидендной политики.

Основы аргументации теорий выплат инвесторам заложены в работе Модильяни и Миллера. Согласно второй теореме Модильяни — Миллера на совершенных рынках капитала без налогов политика выплат не оказывает влияния на стоимость фирмы. К предпосылкам теории относятся: отсутствие налогов, одинаковый доступ к информации для всех участников рынка, полные контракты, отсутствие транзакционных издержек и издержек выпуска акций, совершенная конкуренция на рынках товара и капитала, рациональность инвесторов и менеджеров [Miller M. H., Modigliani F., 1961].

Нарушение предпосылки теоремы Модильяни — Миллера об отсутствии налогов привело к появлению теории клиентуры (учету ожиданий акционеров). Для инвесторов становится важной форма получения дохода от инвестирования. Если индивидуальный налог на дивиденды превышает налог на прирост капитала, инвестор будет предпочитать акции с низкой дивидендной доходностью. При этом налогообложение имеет не только межстрановую вариацию: доходы различных групп инвесторов могут облагаться по разным ставкам налога. Институциональные инвесторы, такие как пенсионные фонды и профсоюзы, в большинстве случаев частично или полностью освобождены от налогов на дивиденды.

Традиционная сигнальная теория, предполагающая существование асимметрии информации между рынком и менеджерами компании, наиболее распространена для объяснения выкупа акций. В опросах менеджеров о причине выкупа акций на открытом рынке чаще всего упоминается недооценка их акций, что согласуется с сигнальной теорией.

Теория клиентуры и налоговые предпочтения инвесторов могут также обосновать выбор компании между дивидендами и обратным выкупом: с точки зрения налоговых предпочтений инвесторов обратный выкуп является альтернативой капитальному приросту. С точки зрения теории удовлетворения предпочтений инвесторов компания ориентируется на предпочтения «среднего инвестора» на рынке. При этом в теории клиентуры предполагается рациональность предпочтений инвесторов, а в теории кейтеринга — нарушение предпосылки теоремы Модильяни — Миллера о рациональности инвесторов.

На основе ослабления предпосылки о совершенной рациональности индивидов появилось множество моделей из области поведенческих финансов, альтернативных теорий.

Агентские теории предполагают, что политика выплат может смягчить потенциальные конфликты между менеджерами и акционерами. Политика распределения избыточного денежного потока в виде дивидендов позволяет защитить благосостояние акционеров [Grullon G., Ikenberry D. L., 2000; Geiler P., Renneboog L., 2016]. Согласно исследованию [Fenn J., Liang N., 2001] фирмы с высоким уровнем избыточного денежного потока и низкими издержками финансирования выкупают высокую долю акций на рынке. С учетом снижения уровня денежных резервов на их балансе возникает необходимость привлечения внешнего финансирования для осуществления инвестиций, что приводит к усилению контроля менеджеров со стороны внешних заинтересованных лиц и более эффективному

[1] *Что дала налоговая реформа в США // Ведомости, январь 2019 г. URL: https://www.vedomosti.ru/economics/articles/2019/01/04/790576-nalogovaya-reforma-ssha.*

использованию средств, оставшихся в компании [Jensen M., 1986; Singh N. P., Tandon A., 2019].

Выбор политики выплат определяется генерируемой чистой прибылью, распределяемой среди акционеров. Невысокая чистая прибыль может распределяться в виде дивидендов, средняя прибыль может быть направлена на выкуп акций на открытом рынке, а высокая прибыль направляется на тендерный выкуп [Brennan M. J., Thakor A. V., 1990].

### Дополнительные стимулы выбора политики выплат

*Компенсационные стимулы менеджеров*

Еще одним стимулом при выборе политики выплат инвесторам может являться повышение величины финансовой компенсации руководителям компании. Вознаграждения для руководителей часто зависят от показателей эффективности, таких как EPS. Следовательно, мотивацией выбора менеджерами политики выкупа акций может стать ее положительное влияние на EPS. На выкуп акций в США в 1987 г. приходилось 35,3 % чистого дохода корпораций, а в 2007 г. — до 89 %. Между тем компенсация топ-менеджерам в США увеличилась в четыре раза [Lazonick W., 2016]. Данные различия могут привести к сокращению инвестиций со стороны компаний и нанести серьезный ущерб экономике США. В работе [Marquardt M., 2007] было изучено использование ускоренного выкупа акций (ASR) и выяснено, что ASR положительно коррелирует с EPS в годовых бонусах. Yang и др. доказали, что британские фирмы, которые проводят выкуп, с большей вероятностью будут иметь EPS-зависимые бонусы по сравнению с компаниями, которые не участвуют в выкупах [Yang J. et al., 2011]. Для менеджеров выкуп является инструментом манипулирования ценами акций и позволяет заработать прибыль на существующих опционах.

Таким образом, в процессе изучения исследований по теме обратного выкупа были выявлены основные причины противоречий в обратном выкупе акций. Программы выкупа используются руководителями высшего звена для получения финансовой выгоды при условии существования взаимосвязи бонусов с EPS. При выкупе акций компаниями осуществляется краткосрочное использование активов, при этом долгосрочное инвестирование резко снижается. Большая часть выкупов производится за счет заемных средств, что повышает риски компании. К положительным результатам выкупа акций можно отнести рост стоимости акций вследствие снижения их числа в обращении; при возможном снижении чистой прибыли компании в условиях неопределенности и риска и отказе от выплаты дивидендов реакция рынка не будет слишком негативной, так как число акционеров после выкупа акций уменьшится.

## МЕТОДОЛОГИЯ ИССЛЕДОВАНИЯ

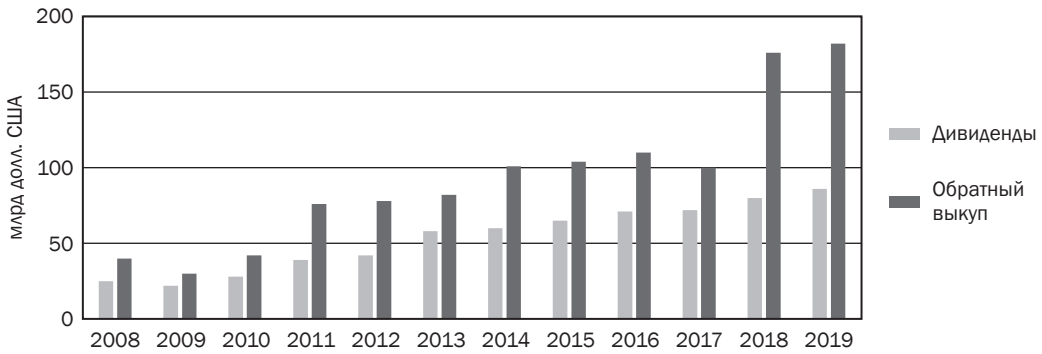
### Описание выборки

Для исследования политики выплат инвесторам были использованы ежегодные данные, содержащие информацию о дивидендной политике и результатах деятельности американских нефинансовых компаний за период 2008–2019 гг. Основная часть данных была взята из базы Thomson Reuters и ежегодной финансовой отчетности компаний, тип — панельные данные по нефинансовым компаниям США. В финальную выборку вошли данные по 121 компании ведущих отраслей экономики США (промышленный, потребительский, сырьевой и энергетический секторы), и она может быть использована для проведения фундаментального исследования влияния последствий налогового реформирования. Анализ ключевых компаний позволяет наиболее корректно определить тренды в дивидендной политике и их изменение под влиянием внешних факторов. Регрессионному анализу предшествовал описательный анализ данных. Дескриптивная статистика позволяет сделать первоначальные выводы о политике выплат компаний и сформулировать гипотезы для эмпирического исследования.

На графике (рис. 1) представлены совокупные выплаты инвесторам в рассматриваемый период. Следует отметить, что обратный выкуп акций в начале периода уже превышал величину дивидендных выплат, оба механизма осуществления политики выплат имели тенденцию роста. Для данной выборки компаний в 2018 г. наблюдается резкий рост затрат на выкуп акций, что соответствует периоду завершения налоговой реформы. Кроме того, на протяжении всего периода рост затрат на дивидендные выплаты является незначительным, но стабильным.

*Рисунок 1*

**Динамика выплат инвесторам, 2008–2019 гг. / Dynamics of payments to investors, 2008–2019**




*Источник: составлено авторами по данным базы данных Thomson Reuters / Source: compiled by the authors from Thomson Reuters database (https://eikon.thomsonreuters.com/).*

В табл. 1 рассчитаны затраты компаний на выплаты инвесторам. Необходимо подчеркнуть, что для компаний большая доля затрат приходится на период проведения налоговой реформы. Это может говорить о том, что связь бонусов с EPS не используется для манипуляции в целях личной выгоды менеджеров и компании не упускают инвестиционные возможности. Для компаний, у которых выявлена связь бонусов с доходом на акцию (EPS), доля дивидендных выплат преобладает над выкупом акций, что может подтверждать, что зависимость от EPS не приводит к высоким затратам на выкуп акций. Доля обратного выкупа после реализации реформы повышается, и в следующем году прослеживается тенденция снижения дивидендных выплат.

*Таблица 1*

**Распределение затрат компаний относительно зависимости бонусов от EPS / Distribution of companies' costs in relation to the dependence of bonuses on EPS**

| Зависимость бонусов от EPS | Число компаний, % | Дивиденды, % от выплат | | | Обратный выкуп акций, % от выплат | | | Выплаты инвесторам, % от общих затрат | | | Инвестиции, % от общих затрат | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | | 2017 | 2018 | 2019 | 2017 | 2018 | 2019 | 2017 | 2018 | 2019 | 2017 | 2018 | 2019 |
| Есть зависимость | 54 | 34 | 25 | 25 | 22 | 29 | 31 | 56 | 64 | 66 | 44 | 36 | 34 |
| Зависимость отсутствует | 46 | 24 | 21 | 22 | 20 | 25 | 22 | 43 | 55 | 58 | 57 | 45 | 42 |

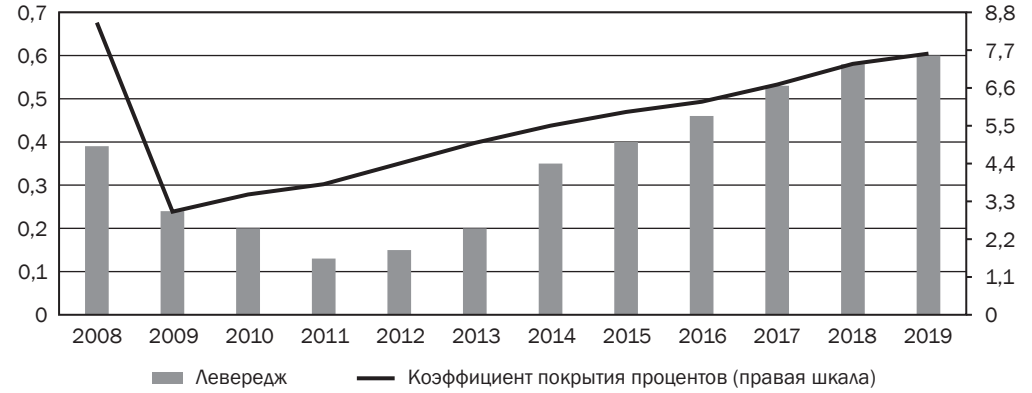
*Источник: составлено авторами по данным базы данных Thomson Reuters / Source: compiled by the authors from Thomson Reuters database (https://eikon.thomsonreuters.com/).*

Как представлено на рис. 2, величина левереджа имеет тенденцию к росту, что сигнализирует о возможных финансовых сложностях в будущем. Резкий рост левереджа можно связать с рядом фактов, например, компании могли использовать низкие процентные ставки для оптимизации своих балансов. Несмотря на ограниченный вычет процентных

расходов в рамках реализации Налоговой реформы 2017 г., уровень долга продолжил рост после 2017 г., что может быть связано с неопределенностью последствий реформы в долгосрочной перспективе и возможным возвратом к прежним условиям.

*Рисунок 2*

**Характеристика долговой нагрузки компаний США, 2008–2019 гг. / Characteristics of the debt burden of the US companies, 2008–2019**

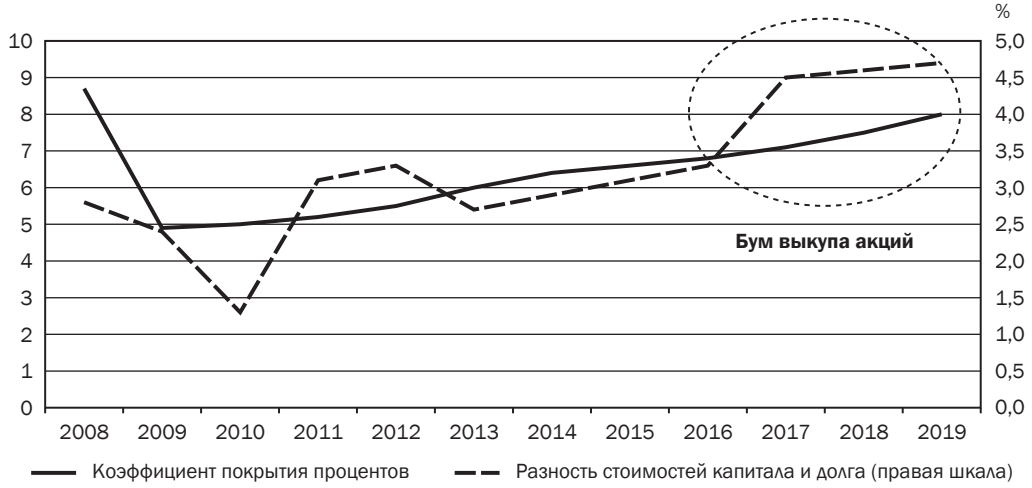



*Источник: составлено авторами по данным базы данных Thomson Reuters / Source: compiled by the authors from Thomson Reuters database (https://eikon.thomsonreuters.com/).*

График (рис. 3) показывает, что разность стоимости капитала и долга резко возросла, что и вызвало рекордные затраты на выкуп акций. Данное явление объясняется тем, что процентные ставки по долговым обязательствам были снижены, следовательно, компании в большей степени начали привлекать заемные средства, которые были направлены на выплаты инвесторам с помощью выкупа акций. Кроме того, увеличение долговой нагрузки по сравнению с наращиванием собственного капитала является менее рискованным мероприятием для менеджеров компании, так как выплата процентов более прогнозируема по сравнению с выплатой дивидендов.

*Рисунок 3*

**Разрыв между стоимостью долга и капитала / The gap between the cost of debt and equity**

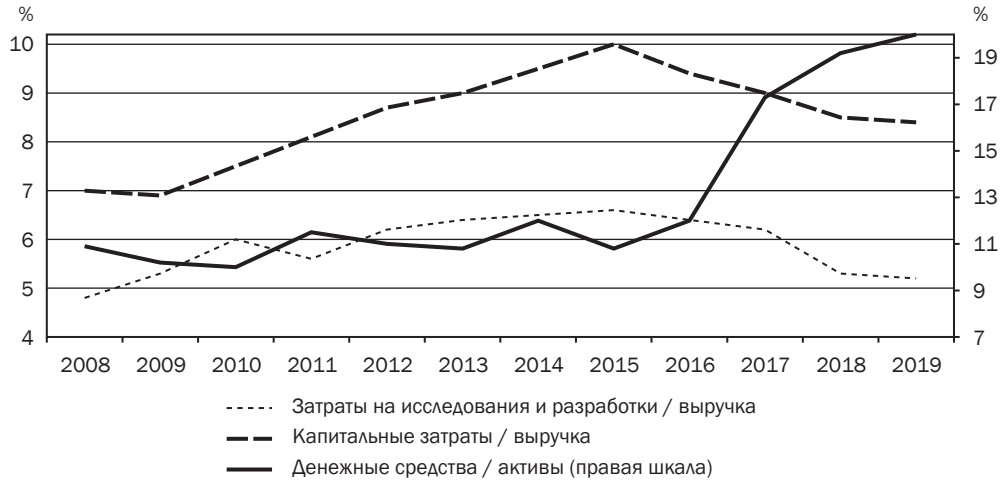



*Источник: составлено авторами по данным базы данных Thomson Reuters / Source: compiled by the authors from Thomson Reuters database (https://eikon.thomsonreuters.com/).*

Диаграмма (рис. 4) оценивает величину денежных средств на балансе компаний. На протяжении всего периода наблюдается долгосрочный рост денежных средств, скорректированных на величину активов. Инвестиционные вложения в развитие и расширение компаний после 2015 г. имеют тенденцию к продолжительному снижению, что потенциально может быть следствием финансирования обратного выкупа акций за счет уменьшения инвестирования в проекты.

*Рисунок 4*

**Характеристика инвестиционного потенциала и свободных денежных средств компаний, 2008–2019 гг. / Characteristics of the investment potential and free funds of companies, 2008–2019**




*Источник: составлено авторами по данным базы данных Thomson Reuters / Source: compiled by the authors from Thomson Reuters database (https://eikon.thomsonreuters.com/).*

## ПОСТРОЕНИЕ РЕГРЕССИОННЫХ МОДЕЛЕЙ

Для выявления факторов, оказывающих влияние на выбор политики выплаты дивидендов, были построены две регрессионные модели: регрессии со случайными и с фиксированными эффектами. На основе панельных данных базы данных Thomson Reuters Eikon и ежегодной финансовой отчетности нефинансовых компаний авторы анализируют дивидендную политику компаний за период 2008–2019 гг.

Для эмпирической проверки зависимости дивидендных выплат был использован регрессионный анализ панельных данных с использованием статистического пакета STATA. В качестве зависимых переменных были определены варианты выплат инвесторам: обратный выкуп акций и денежные дивидендные выплаты. Ввиду сложности сбора данных о выкупе акций зависимые переменные представлены как ежегодные затраты (в долларах США) компаний на обратный выкуп и дивидендные выплаты. Зависимые переменные были прологарифмированы, таким образом, в выборку вошли компании только с положительными выплатами инвесторам.

Объясняющие переменные для исследования возрастающей роли выкупа акций включают: связь показателя EPS с вознаграждениями менеджеров, величину финансового рычага компаний, величину чистой прибыли, ROIC (%), WACC (%), данные об инвестиционных вложениях (R&D, CAPEX), избыточную доходность акций (MAR), разность стоимости капитала и долга.

В качестве контрольных переменных использованы: размер компании, денежные средства на балансе компании, MV/BV, P/E, коэффициент покрытия процентов (*Coverage ratio*).

В ходе регрессионного анализа на основе первоначальных выводов описательной статистики данных были сформулированы следующие гипотезы:

**H1**: в компаниях, в которых компенсационные выплаты менеджерам привязаны к EPS, затраты на выкуп акций больше, чем в компаниях с традиционными компенсационными пакетами.

**H2**: затраты на обратный выкуп акций выше у компаний, которые меньше реинвестируют в бизнес.

**H3**: компании с нестабильной прибылью выплачивают бóльшую долю инвесторам при обратном выкупе акций (и меньшую в виде дивидендов), чем компании с более предсказуемой прибылью.

**H4**: чем сильнее недооценена компания, тем выше ее затраты на обратный выкуп акций.

**H5**: налоговая реформа 2017 г. значительно повлияла на решения компаний об увеличении выкупа акций.

**H6**: затраты на обратный выкуп акций больше у компаний с уровнем долговой нагрузки выше среднего по отрасли.

С целью проверки гипотезы 1 — о мотивации выбора обратного выкупа акций, обусловленного компенсационными выплатами менеджерам, — в регрессионную модель была включена дамми-переменная, принимающая значение 1, если выплаты менеджеров основаны на показателе EPS, и 0, если связь отсутствует.

С целью проверки гипотезы 2 — о сокращении инвестиций в бизнес компаний, которые увеличили обратный выкуп акций, — в модель была включена переменная, характеризующая затраты на поддержку инициатив роста: капиталовложения (CAPEX) и затраты на исследования и разработки (R&D). Данные показатели измеряют уровень инвестиций, направляемых компаниями на дальнейшее развитие и расширение бизнеса.

Гипотеза 3 тестирует одну из возможных причин выбора выкупа акций для выплат инвесторам и определяет гибкость управленческих решений. Для проверки гипотезы была введена дамми-переменная, характеризующая динамику изменения прибыли. Значение 1 было присвоено тем компаниям, у которых наблюдался временный рост прибыли, то есть после изменения прибыли в течение следующего года наблюдалось ее снижение, значение 0 — в случае, если снижения прибыли не было.

Согласно выдвинутой гипотезе 4, мотивацией для обратного выкупа акций может являться недооценка акций компаний, которые используют данный способ выплат. Для оценки этого явления при выборе политики выплат инвесторам в модели используется переменная MAR (рыночная скорректированная доходность), которая рассчитана как общая доходность акций компании относительно доходности всего рынка. Если избыточная доходность положительна, то переменная равна 1, и 0 — в противоположном случае.

Для исследования эффекта от налоговой реформы 2017 г. (согласно выдвинутой гипотезе 5) в модель была добавлена дамми-переменная года реформы, с помощью которой удастся оценить ее значимость при выборе политики выплат инвесторам.

Для проверки гипотезы 6 в регрессионную модель была включена переменная левереджа (финансового рычага). Данная величина равна отношению заемных средств к собственному капиталу. Для компаний показатель был скорректирован относительно медианного значения сектора, к которому относится компания. В качестве прокси-переменных для оценки риска компаний были использованы два коэффициента. Первый коэффициент — разность стоимостей капитала и долга, который показывает, насколько привлечение собственного капитала в качестве источника финансирования обходится дороже использования заемного капитала, и определяет стимул выкупа акций с использованием заемного капитала. Второй коэффициент — коэффициент покрытия процентов, который оценивает общую долговую нагрузку компаний и возможный риск дефолта.

В качестве переменной, характеризующей инвестиционный потенциал компаний, в модель был включен показатель P/E, определяемый как отношение рыночной цены акции к прибыли на акцию. Показатель используется для оценки инвестиционной привлекательности компании и характеризует потенциальные возможности ее роста.

Переменная «денежные средства» — это мера излишка денежных средств у компании, что может являться мотивацией их распределения среди акционеров. Переменная определена как доля денежных средств на балансе компании в общей величине активов. Размер компании определяется прокси-переменной в виде логарифма активов компании. Чем больше значение данной переменной, тем выше конкурентоспособность компании, более прибыльна ее деятельность — следовательно, компания может выплачивать повышенные дивиденды и осуществлять выкуп акций. Соотношение рыночной и балансовой стоимости (MV/BV) также включено в модель для характеристики компании с точки зрения инвестиционных возможностей. Предполагается, что компании с низкой величиной данного соотношения недооценены и их затраты на обратный выкуп акций будут больше.

Для проверки устойчивости знаков выборка была разделена на зрелые и растущие компании. Данное разделение основано на характеристиках зрелых компаний, а именно на предположении о том, что темп роста выручки зрелых компаний приближается к номинальному темпу роста экономики. Стоит отметить тот факт, что зрелые компании не обязательно являются крупными корпорациями. Дополнительным вопросом исследования является рассмотрение влияния степени зрелости компании на принятие решения о выкупе акций или выплате дивидендов.

## АНАЛИЗ МОДЕЛИ, ОБЪЯСНЯЮЩЕЙ МОТИВЫ ВЫБОРА ПОЛИТИКИ ВЫПЛАТ

В ходе регрессионного анализа были протестированы гипотезы о мотивах, которыми руководствуются компании, принимая решение о способе распределения выплат инвесторам. По результатам проверки качества моделей с фиксированными и случайными эффектами была выбрана итоговая модель, объясняющая мотивы выбора политики выплат. Модель с фиксированными эффектами больше всего подходит для проверки выбранных гипотез.

*Таблица 2*

**Коэффициенты регрессионной модели с фиксированными эффектами / Regression models with fixed effects**

| Зависимая переменная Ln (сумма выплат) | Коэффициенты регрессии с фиксированными эффектами для компаний | | | |
|---|---|---|---|---|
| | Значения коэффициентов регрессии до проведения налоговой реформы | | Значения коэффициентов регрессии после проведения налоговой реформы | |
| | Дивиденды | Обратный выкуп | Дивиденды | Обратный выкуп |
| Связь бонусов с EPS | −0.02024 | 0.342 | −0.03002 | 0.461 |
| Временный рост прибыли | 0.114 | 0.761** | 0.072028 | 1.520*** |
| Скорректированный относительно отрасли левередж | −0.0152* | −0.00697** | −0.0113231* | −0.0267* |
| MAR | 0.0152 | 0.0216** | −0.00356 | 0.0307** |
| (CAPEX+R&D)/Sales | 0.0022262 | −0.0217*** | 0.0021912 | −0.0218** |
| ROIC-WACC | −0.2957876 | −0.207** | 0.418 | −0.217** |
| P/E | 0.0000288 | −0.000311 | .0000295 | −0.0023 |
| Налоговая реформа | – | – | 0.048** | 0.160*** |
| Coverage ratio | 0.0002005 | 0.000265* | −0.00019 | 0.0002599** |
| Разница стоимостей капитала и долга | −0.0173* | 0.0272** | −0.0127* | 0.0520** |
| MV/BV | 0.0140865* | −0.0130* | 0.0148* | −0.016** |

| Зависимая переменная Ln (сумма выплат) | Коэффициенты регрессии с фиксированными эффектами для компаний | | | |
|---|---|---|---|---|
| | Значения коэффициентов регрессии до проведения налоговой реформы | | Значения коэффициентов регрессии после проведения налоговой реформы | |
| | Дивиденды | Обратный выкуп | Дивиденды | Обратный выкуп |
| Cash/Assets | 0.0015171 | 0.00414** | 0.0015** | 0.0040657 ** |
| Ln (Assets) | 0.1418891** | 0.284** | 0.13059*** | 0.2654** |
| Константа | 5.933*** | 9.668*** | 6.193*** | 10.098*** |
| Количество наблюдений | 1426 | 1444 | 1426 | 1444 |
| Эффекты компании | + | + | + | + |
| $R^2$ | 0.031 | 0.032 | 0.068 | 0.037 |

*Примечание: * p < 0.1, ** p < 0.05, *** p < 0.01.*
*Источник: рассчитано авторами по данным базы данных Thomson Reuters / Source: calculated by the authors from Thomson Reuters database (https://eikon.thomsonreuters.com/).*

В табл. 3 представлены характеристики и значения параметров регрессионной модели.

*Таблица 3*

**Характеристика переменных для регрессионного анализа / Characteristics of variables for regression analysis**

| Переменная | Вид | Значения |
|---|---|---|
| Связь бонусов с EPS | Дамми-переменная | 1 — связь присутствует, 0 — отсутствует |
| (CAPEX+R&D)/Sales | Числовая переменная | Ежегодные затраты (долл. США)/Выручка |
| Гибкость выкупа акций | Дамми-переменная | 1 — после изменения прибыли в течение следующего года наблюдалось снижение; 0 — снижения не было |
| MAR (рыночная скорректированная доходность) | Дамми-переменная | 1 — избыточная доходность положительна; 0 — в противоположном случае |
| Продуктивность инвестированного капитала | Дамми-переменная | 1 — если ROIC > WACC; 0 — в ином случае |
| Налоговая реформа | Дамми-переменная | 1 — 2017 г., 0 — остальные |
| Левередж, скорректированный относительно медианного значения сектора | Числовая переменная | Разность левереджа компании и сектора |
| Разность стоимостей капитала и долга | Числовая переменная | Cost of equity – Cost of debt |
| Коэффициент покрытия процентов | Числовая переменная | Отношение операционного дохода к процентным расходам |
| P/E | Числовая переменная | Отношение рыночной цены акции и прибыли на акцию |
| Отношение денежных средств к активам | Числовая переменная | Величина средств на балансе (долл. США)/ Активы |
| Логарифм активов компаний | Числовая переменная | Величина активов, долл. США |
| MV/BV | Числовая переменная | Соотношение рыночной к балансовой стоимости |

*Источник: составлено авторами / Source: compiled by the authors.*

В результате тестирования гипотезы о гибкости обратного выкупа акций был получен результат, подтверждающий тот факт, что компании выбирают данный механизм выплат инвесторам по причине временного увеличения показателя чистой прибыли. При нестабильном росте прибыли компании предпочитают увеличить затраты на выкуп акций. Кроме того, дамми-переменная года реализации налоговой реформы также значима и положительно влияет как на дивидендные выплаты, так и на обратный выкуп акций. Но коэффициент в модели с зависимой переменной затрат на выкуп акций значительно больше, чем в модели дивидендных выплат. Следовательно, реализация налоговой реформы в виде снижения корпоративного налога для компаний способствовала распределению

свободных денежных средств на выплаты акционерам. В то же время общая нестабильная экономическая ситуация привела к тому, что многие компании предпочли выкуп акций возможному повышению дивидендов в будущем.

С целью проверки эффективности программ обратного выкупа, а именно: является ли мотивация менеджеров относительно выкупа акций обоснованной, было получено, что переменная зависимости бонусов менеджеров от EPS в моделях незначима. В модели для дивидендных выплат коэффициент демонстрирует отрицательную зависимость, а для обратного выкупа — положительную. Таким образом, можно сделать вывод о том, что связь компенсационных выплат с показателем EPS для данной выборки компаний не влияет на выбор политики выплат. Знаки перед коэффициентами говорят о степени развития корпоративного управления в компании.

Во избежание нежелательных манипуляций с EPS необходимо повышать требования к раскрытию информации о выкупе акций. Также важно учесть, что при выборе компании инвесторы руководствуются в том числе инсайдерской информацией, следовательно, компания должна обеспечивать положительное мнение инвесторов и соответствовать их ожиданиям.

Следующая гипотеза о финансировании затрат на выкуп акций за счет сокращения инвестиционных вложений подтвердилась, а именно: связь между затратами на обратный выкуп и величиной затрат на дальнейшее развитие бизнеса отрицательная. Также необходимо обратить внимание на значимость дамми-переменной, определяющей производительность (*Productivity*) инвестированного капитала. Полученные результаты объясняют, по какой причине налоговая реформа инициировала обратный выкуп, а не увеличение инвестиций. Предоставление компаниям большего количества наличных средств приводит к дополнительным инвестициям и росту только в том случае, если у компаний будут выгодные инвестиционные возможности.

Что касается вопроса долговой нагрузки, то коэффициент левереджа, скорректированного с учетом сектора деятельности компании, значим в обеих моделях, при этом в модели с зависимой переменной затрат на выкуп акций коэффициент принимает отрицательное значение. Данный результат не подтверждает гипотезу о том, что при увеличении затрат на выкуп акций компании привлекают внешнее финансирование, что может привести к финансовым трудностям. Таким образом, предположение о том, что механизм обратного выкупа увеличивает долговую нагрузку до критического уровня, является недостаточно обоснованным. Отрицательный знак для выплаты дивидендов также объясняется тем, что высокий уровень левереджа может потребовать от компаний большую долю денежных средств на балансе.

В дополнение отметим, что коэффициенты регрессоров, характеризующие, насколько обременительна долговая нагрузка и каков риск финансовых трудностей компании, являются значимыми. Коэффициент регрессора покрытия процентов положителен. С помощью данного коэффициента компании контролируют уровень долговой нагрузки и финансирование за счет привлечения внешних источников. Оценка коэффициента перед регрессором разницы между стоимостью капитала и стоимостью долга для модели выкупа акций значима и имеет положительную связь с затратами на выкуп акций. Данный результат подтверждает гибкость модели выкупа акций. В модели для дивидендов отмечается обратная зависимость между показателем разности стоимости капитала и долга и затратами на выкуп акций, так как при увеличении долговой нагрузки компания в первую очередь погашает долговые обязательства, что резко снижает возможности выплаты дивидендов.

Контрольные переменные (размер компании и излишки денежных средств) значимы в обеих регрессионных моделях, следовательно, чем больше эти показатели, тем больше выплат инвесторам осуществляется посредством выкупа акций. В модели для дивидендных

выплат размер компании также значим и имеет положительное значение коэффициента, а это свидетельствует о том, что крупные компании выплачивают более высокие дивиденды. Кроме того, данный результат согласуется с тем, что излишек денежных средств на балансе компании возникает по причине того, что ее инвестиционные возможности ограничены. Контрольная переменная соотношения рыночной и балансовой стоимости также подтверждает, что при сокращении инвестиционного потенциала компания направляет денежные средства на выплаты акционерам.

*Таблица 4*

**Коэффициенты регрессионной модели с фиксированными эффектами после разделения выборки / Regression models with fixed effects after sample splitting**

| Зависимая переменная Ln (сумма выплат) | Коэффициенты регрессии с фиксированными эффектами для компаний | | | |
|---|---|---|---|---|
| | Зрелые компании | | Растущие компании | |
| | Дивиденды | Обратный выкуп | Дивиденды | Обратный выкуп |
| Связь бонусов с EPS | −0.187 | 0.265 | −0.157 | 0.161 |
| Временный рост прибыли | 1.073 | 1.772** | 1.117 | 1.520*** |
| Скорректированный относительно отрасли левередж | −0.0152 | −0.0116** | −0.00356 | −0.0267* |
| MAR | 0.0152 | 0.0216** | 0.00356 | 0.0327* |
| (CAPEX+R&D)/Sales | 0.0275 | −0.22193 *** | 0.0102 | 0.1222** |
| ROIC-WACC | 0.513 | −0.250** | 0.418 | 0.0385** |
| P/E | 0.001395* | −0.0002463* | 0.0079* | 0.0013945 |
| Налоговая реформа | 0.0247** | 0.1685*** | 0.048** | 0.145** |
| Coverage ratio | 4.20e−05 | 0.000476* | 1.52e−05 | 0.000781 |
| Разница стоимостей капитала и долга | −0.0173 | 0.0872** | −0.0117* | 0.0520** |
| MV/BV | 0.01645* | −0.324* | 0.0126199 | −0.304* |
| Cash/Assets | 0.00294 | 0.0004285** | 0.00595*** | 0.000374* |
| Ln (Assets) | 0.299 | 0.404*** | 0.136* | 0.306** |
| Константа | 12.26*** | 9.550*** | 5.013*** | 3.608*** |
| Эффекты компании | + | + | + | + |
| Количество наблюдений | 738 | 738 | 728 | 706 |
| $R^2$ | 0.031 | 0.032 | 0.068 | 0.037 |

*Примечание: * p < 0.1, ** p < 0.05, *** p < 0.01.*
*Источник: составлено авторами / Source: compiled by the authors.*

После разделения выборки на основе жизненного цикла компаний можно заметить, что большинство знаков устойчивы (см. табл. 4). Кроме того, именно зрелые компании сокращают реинвестирование в бизнес по причине отсутствия привлекательных инвестиционных возможностей и низкой производительности инвестированного капитала, а растущие компании сохраняют положительную зависимость между затратами на обратный выкуп и инвестициями. Следовательно, одним из эффективных способов распределения выплат среди инвесторов является обратный выкуп акций, который перенаправляет денежные средства с низкодоходного на перспективный бизнес, что в итоге будет способствовать росту экономики.

Таким образом, опасения, основанные на том, что руководство компаний реализует программы неэффективного обратного выкупа, не подтвердились. Исходя из полученных результатов можно сделать вывод, что возрастающая роль обратного выкупа акций как способа выплат инвесторам не наносит ущерба компании в долгосрочной перспективе.

В табл. 5 представлены итоги тестирования гипотез.

*Таблица 5*

**Результаты проверки гипотез исследования / Results of the hypothesis testing**

| Гипотеза | Подтверждение гипотезы |
|---|---|
| Гипотеза о манипуляциях менеджеров, использующих выкуп акций | – |
| Гипотеза о сокращении инвестиционных вложений | + |
| Гипотеза о гибкости выкупа акций | + |
| Гипотеза о недооцененности компаний | + |
| Гипотеза об эффекте от налоговой реформы 2017 г. | + |
| Гипотеза о финансовых рисках при увеличении долговой нагрузки | – |

*Источник: составлено авторами / Source: compiled by the authors.*

При выборе политики выплат инвесторам менеджеры компаний первоначально оценивают альтернативные способы распределения избыточных денежных средств и рыночные инвестиционные возможности. При отсутствии перспективных инвестиционных проектов и возможностей получить дополнительный доход может быть принято решение о выкупе акций. По итогам исследования бонусы менеджеров, которые связаны с показателем EPS, не являются мотивом для обратного выкупа акций, поскольку при эффективной политике корпоративного управления усилия руководства сосредоточены на создании будущей долгосрочной стоимости. В дополнение следует отметить, что если выбор политики выплат сконцентрирован на достижении краткосрочного целевого показателя EPS, то инвесторы не стремятся инвестировать в такой тип компаний. Что касается налоговой реформы 2017 г., то она инициировала рекордные затраты на выкуп акций. После снижения ставки корпоративного налога компании получили дополнительные средства от экономии налоговых платежей, которые были выплачены инвесторам, в том числе через выкуп акций. Инвесторы, в свою очередь, смогли использовать полученные средства для инвестиций в растущие инвестиционно привлекательные компании.

Дополнительным важным выводом является то, что преимущественный выбор политики выплат в пользу выкупа акций способствует движению капитала от зрелых компаний с низкими доходностями инвестиций к растущим компаниям, что может способствовать положительным изменениям в экономике США в долгосрочной перспективе.

Наши выводы частично согласуются с существующими исследованиями [Wesson N. et al., 2018; Lazonick W., 2016, 2020; DeAngelo H. et al., 2002; Franc-Dąbrowska J., Mądra-Sawicka M., 2020; Tran Q. T. et al., 2017]. По итогам исследования определены мотивы руководства относительно выкупа акций и выявлены положительные аспекты выкупа акций по сравнению с выплатой дивидендов.

## ЗАКЛЮЧЕНИЕ

Возрастающая роль обратного выкупа акций на фоне стабильных дивидендных выплат объясняется различными причинами и имеет разные последствия. Взгляды на выкуп акций зависят от того, как компании действуют при выборе политики выплат, каковы мотивы менеджеров и как инвесторы оценивают акции компаний.

Предположение о том, что обратные выкупы обусловлены краткосрочными интересами, усиливается, если компенсация менеджеров компании соотносится с показателем EPS. В то же время полученные результаты регрессионного анализа сигнализируют о том, что менеджеры ставят краткосрочную выгоду выше долгосрочного роста стоимости компаний.

Компании, которые преимущественно выбирают обратный выкуп акций для выплат, обладают всеми необходимыми ресурсами — разумным уровнем долга, необходимой

величиной прибыли и сформированным корпоративным управлением. Следовательно, в условиях экономического спада компании смогут справиться со сложившейся ситуацией и продолжать стабильное функционирование.

Тенденция снижения инвестиционных вложений компаний вызвала массу споров относительно негативного эффекта от рекордных затрат на выкуп акций. Однако в ходе предпринятого нами исследования было получено доказательство того, что компании не упускают возможности роста, а сокращение обусловлено низким уровнем рентабельности инвестированного капитала и отсутствием привлекательных инвестиционных альтернатив. Компании реализуют все выгодные инвестиционные проекты, учитывая текущую экономическую ситуацию, а чрезмерное инвестирование не приведет к генерированию дополнительной прибыли и снизит вероятность рециркуляции капитала внутри экономики от зрелых компаний к растущим.

Следующим преимущественным мотивом выбора обратного выкупа акций вместо увеличения затрат на дивиденды является гибкость политики выкупа. В ходе данной работы было доказано, что при нестабильном уровне прибыли руководство компании принимает решение о выплате в формате выкупа. Компании воздерживаются от повышения дивидендов во избежание негативной реакции рынка при их возможном снижении в будущем.

Налоговая реформа 2017 г. инициировала бум выплат инвесторам в форме обратного выкупа акций, что подтверждает гибкость данного инструмента. Снижение ставки корпоративного налога для компаний способствовало появлению дополнительного количества свободных денежных средств, которые компании в большей доле распределили среди инвесторов, а не направили на инвестиции. Оправданность данных действий была подтверждена в ходе регрессионного анализа. Важным следствием реализации реформы являются растущие затраты на выкуп акций.

Результаты данного исследования демонстрируют переход от политики выплат дивидендов к политике выкупа акций у существующих акционеров. В то же время преимущественный выбор обратного выкупа акций не стал катализатором долгосрочного и устойчивого роста экономики. Для поддержания долгосрочного роста необходимо обеспечить смягчение нормативных и других барьеров, препятствующих перераспределению капитала.

Можно предположить, что современный этап экономического развития США является неким экономическим переходом от инвестирования в традиционные секторы к инвестированию в инновационные, информационные секторы. Налоговые новации, равно как и существующие правила регулирования, создают благоприятные возможности для роста инвестирования в перспективные направления экономики, усиления роли фондовых рынков и, возможно, даже роста спекулятивного капитала, еще больше усиливающего роль экономики США на мировой экономической арене.

Благодаря выплатам инвесторам в форме выкупа акций происходит рециркуляция капитала, изменение объема функционирующего капитала, что должно оказывать влияние на экономическую систему. Однако последствия налоговой реформы США поразному оцениваются экспертами. Так, аналитики Barclays предположили, что «уровень инвестиций по-прежнему слишком низок, чтобы ускорить экономику в долгосрочной перспективе». Прогноз Бюджетного управления конгресса (CBO) относительно перспектив экономического роста также не слишком оптимистичен: «К 2028 г. только выплаты по процентам увеличатся до 915 млрд долл. США, что будет равно 13 % всех расходов и 3,1 % ВВП. В результате через десять лет процентные расходы могут превысить все прочие необоронные траты бюджета»[2].

[2] *Что дала налоговая реформа в США // Ведомости, январь 2019 г.*

Обсудим применимость выводов исследования для российского фондового рынка. При анализе российского фондового рынка можно отметить, что практика выкупа акций как форма выплаты дивидендов является актуальной. Компании даже при отрицательных финансовых результатах могут продолжить практику выплаты дивидендов и активного выкупа акций, что будет связано со стратегией, проводимой собственниками бизнеса (крупные российские компании характеризуются высокой концентрацией акционерного капитала и высокой долей государственного участия в капитале). В ситуации недооценки акций российских компаний практика выкупа акций стала востребована начиная с кризиса 2008 г. Активный выкуп акций позволил сохранить структуру собственности, увеличить объем функционирующего капитала, перераспределить средства финансовой системы. Следует предположить, что для российских компаний, как и в случае американского рынка, при временном росте чистой прибыли компании совет директоров предпочтет направить свободные денежные средства на обратный выкуп акций, нежели на дивидендные выплаты.

Построение дивидендной политики для российских компаний на основе показателя EPS в настоящее время так и не получило распространения, соответственно, для них сложно сделать вывод о взаимосвязи высокого показателя EPS, зависимых от данного показателя бонусов и роста числа выкупов акций вместо выплаты дивидендов. В отличие от американской практики в России прибыль на акцию учитывается при оценке эффективности деятельности совета директоров как второстепенный показатель (зачастую используются количественные показатели — выручка, чистая прибыль и т. д.). В то же время информация о взаимосвязи бонусов российских менеджеров и показателя EPS также является закрытой, что не дает возможности провести комплексное исследование.

По поводу налога на дивиденды российских компаний и влияния налоговой реформы 2005 г., в результате которой налог на дивиденды для российских компаний стал 13 %, а для иностранных компаний — 15 %, можно отметить следующее. После проведения налоговой реформы и увеличения налога на дивиденды практика выкупа акций среди российских инвесторов получает дополнительные преимущества. Это частично подтверждает теорию клиентуры и обосновывает необходимость рассмотрения выкупа акций как инструмента перераспределения прибыли. В рамках реализации программы выкупа менеджеры могут получать вознаграждение в виде акций компании. Соответственно, топ-менеджмент должен приложить максимум усилий для увеличения эффективности компании и роста стоимости акций.

В то же время есть ряд особенностей, которые необходимо принять во внимание для российской практики. Российские инвесторы не имеют такого сформированного годами опыта реинвестирования, как американские, экономика России более волатильна и зависима от мировых тенденций, и получение дивидендов воспринимается как более предсказуемый инструмент политики. Объем выкупа должен зависеть от инвестиционных возможностей компании. Есть секторы экономики, где не требуются крупные инвестиции (например, компании пищевой промышленности, ретейла), выкуп акций в таких компаниях не имеет высокой ценности. Выкуп акций в российском бизнесе имеет смысл только тогда, когда акции недооценены рынком. В противном случае он может оказать негативное влияние на развитие компаний.

В целом можно утверждать, что при выборе между дивидендами и обратным выкупом акций для компании, которая имеет свободные денежные средства, важным аспектом (как для российских, так и для американских компаний) является необходимость сглаживания дивидендов. Совет директоров, менеджеры компаний при принятии решений о политике выплат инвесторам учитывают и их налоговые предпочтения.

По результатам проведенного исследования возможно предложить следующий подход: при отсутствии перспектив роста компании, при справедливой оценке ее акций на фондовом рынке ей целесообразно реализовывать политику дивидендных выплат; при недооценности акций со стороны инвесторов, при высокой волатильности прибыли компании выкуп акций будет приоритетным направлением политики выплат инвесторам.

### *Список источников / References*


Новак А. Е., Силкина О. С., Хвостова И. Е. Эмпирический анализ дивидендной политики государственных и частных компаний в России // Финансы: теория и практика. 2018. Т. 22. № 5. С. 90–104. URL: https://doi.org/10.26794/2587-5671-2018-22-5-90-104 / Novak A.E., Silkina O.S., Khvostova I.E. (2018). Empirical Analysis of Dividend Policy of Public and Private Companies in Russia. *Finansy: teoriya i praktika — Finance: Theory and Practice*, vol. 22, no. 5 (107), pp. 90–104 (In Russ.). Available at: https://doi.org/10.26794/2587-5671-2018-22-5-90-104.

Bildik R., Fatemi A. (2009). Yes, Dividends are Disappearing: Worldwide Evidence. *Journal of Banking & Finance*, vol. 36, iss. 3, pp. 662–677. Available at: https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2011.10.008.

Brav A. et al. (2005). Payout Policy in the 21st Century. *Journal of Financial Economics*, vol. 77 (3), pp. 483–527. Available at: https://doi.org/10.2139/ssrn.571046.

Brennan M.J., Thakor A.V. (1990). Shareholder Preferences and Dividend Policy. *The Journal of Finance*, vol. 45, iss. 4, pp. 993–1018. Available at: https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1990.tb02424.x.

Breuer W., Rieger O., Soypak C.K. (2014). The Behavioral Foundations of Corporate Dividend Policy a Cross-Country Analysis. *Journal of Banking & Finance*, vol. 42, pp. 247–265. Available at: https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2014.02.001.

DeAngelo H., DeAngelo L., Skinner D.J. (2002). Are Dividends Disappearing? Dividend Concentration and the Consolidation of Earnings. Available at: http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.318562.

Driver C., Grosman A., Scaramozzino P. (2020). Dividend policy and investor pressure. *Economic Modelling*, vol. 89, pp. 559–576. Available at: http://dx.doi.org/10.1016/j.econmod.2019.11.016.

Eije H., Megginson W. (2008). Dividend and Share Repurchases in the European Union. *Journal of Financial Economics*, vol. 89, iss. 2, pp. 347–374. Available at: http://dx.doi.org/10.1016/j.jfineco.2007.11.002.

Felimban R., Floros C., Nguyen A.N. (2018). The impact of dividend announcements on share price and trading volume: Empirical evidence from the Gulf Cooperation Council (GCC) countries. *Journal of Economic Studies*, vol. 45, no. 2, pp. 210–230. Available at: http://dx.doi.org/10.1108/JES-03-2017-0069.

Fenn J., Liang N. (2001). Corporate Payout Policy and Managerial Stock Incentives. *Journal of Financial Economics*, vol. 60, iss. 1, pp. 45–72. Available at: http://dx.doi.org/10.1016/S0304-405X(01)00039-3.

Franc-Dąbrowska J., Mądra-Sawicka M. (2020). Determinants of dividend payout decisions — the case of publicly quoted food industry enterprises operating in emerging markets. *Economic Research — Ekonomska Istraživanja*, vol. 33, iss. 1, pp. 1108–1129. Available at: http://dx.doi.org/10.1080/1331677X.2019.1631201.

Geiler P., Renneboog L. (2015). Taxes, earnings payout, and payout channel choice. *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, vol. 37, pp. 178–203. Available at: http://dx.doi.org/10.1016/j.intfin.2015.01.005.

Geiler P., Renneboog L. (2016). Executive remuneration and the payout decision. *Corporate Governance: An International Review*, vol. 24 (1), pp. 42–63.

Grullon G., Ikenberry D.L. (2000). What do we know about stock repurchases? *Journal of Applied Corporate Finance*, vol. 13, iss. 1, pp. 31–51. Available at: http://dx.doi.org/10.1111/j.1745-6622.2000.tb00040.x.

Grullon G., Michaely R. (2002). Dividends, Share Repurchases, and the Substitution Hypothesis. *The Journal of Finance*, vol. 57, iss. 4, pp. 1649–1684. Available at: http://dx.doi.org/10.1111/1540-6261.00474.

Jensen M. (1986). Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers. *American Economic Review*, vol. 76 (2), pp. 323–329.

Lazonick W. (2016). How Stock Buybacks Make Americans Vulnerable to Globalization. Working Paper, East-West Center Workshop on Mega-Regionalism — New Challenges for Trade and Innovation. Available at: http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2745387.

Lazonick W., Sakinç M., Hopkins M. (2020). Why Stock Buybacks Are Dangerous for the Economy. Available at: https://hbr.org/2020/01/why-stock-buybacks-are-dangerous-for-the-economy.

Marquardt M. (2007). Globalization: Fight it, or embrace and purify it? *Human Resource Development Quarterly*, vol. 18, iss. 3, pp. 285–291. Available at: http://dx.doi.org/10.1002/hrdq.1205.

Miller M.H., Modigliani F. (1961). Dividend Policy, Growth, and the Valuation of Shares. *The Journal of Business*, vol. 34, no. 4, pp. 411–433. Available at: http://dx.doi.org/10.1086/294442.

Singh N.P. Tandon A. (2019). The Effect of Dividend Policy on Stock Price: Evidence from the Indian Market. *Asia-Pacific Journal of Management Research and Innovation*, vol. 15 (1–2), pp. 7–15. Available at: https://doi.org/10.1177/2319510X19825729.

Teplova T.V., Shagaleeva G.B. (2010). Dividend policy of companies on emerging markets. New Bulgarian University. Academia, Sofia.

Tran Q.T., Alphonse P., Nguyen X.M. (2017). Dividend policy: shareholder rights and creditor rights under the impact of the global financial crisis. *Economic Modelling*, vol. 64, pp. 502–512. Available at: https://doi.org/10.1016/j.econmod.2017.03.010.

Wesson N., Smit E.v.d.M., Kidd M. et al. (2018). Determinants of the choice between share repurchases and dividend payments. *Research in International Business and Finance*, vol. 45, pp. 180–196. Available at: https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2017.07.150.

Yang J., Chi J., Young M. (2011). A review of corporate governance in China. *Asian Pacific Economic Literature*, vol. 25, iss. 1, pp. 15–28. Available at: https://doi.org/10.1111/j.1467-8411.2011.01283.x.

### *Информация об авторах*

***Варвара Вадимовна Назарова**, кандидат экономических наук, доцент Департамента финансов Санкт-Петербургской школы экономики и менеджмента Национального исследовательского университета «Высшая школа экономики», г. Санкт-Петербург*

***Анастасия Александровна Иванова**, исследователь Национального исследовательского университета «Высшая школа экономики», г. Санкт-Петербург*

### *Information about the authors*

***Varvara V. Nazarova**, Candidate of Economic Sciences, Associate Professor of the Finance Department, Saint Petersburg School of Economics and Management, National Research University Higher School of Economics, Saint Petersburg*

***Anastasia A. Ivanova**, Researcher, National Research University Higher School of Economics, Saint Petersburg*

*Статья поступила в редакцию 13.07.2021*
*Одобрена после рецензирования 24.12.2021*
*Принята к публикации 04.02.2022*

*Article submitted July 13, 2021*
*Approved after reviewing December 24, 2021*
*Accepted for publication February 4, 2022*

https://doi.org/10.31107/2075-1990-2022-1-108-125

CC BY

# Особенности государственного регулирования применения контрольно-кассовых машин в Киргизской Республике

***Алексей Алексеевич Батарин***
*E-mail: a-batarin@mail.ru, ORCID: 0000-0002-8975-265X*
*Научно-исследовательский финансовый институт Минфина России, Москва 127006, Российская Федерация*

***Аннотация***
*Данная статья посвящена исследованию отдельных аспектов государственного регулирования отношений по применению контрольно-кассовых машин в Киргизской Республике. Поскольку финансовые, в том числе налоговые, отношения связаны с властным элементом и направлены на мобилизацию денежных средств в бюджетную систему государства и обеспечение его функций и задач, то они могут существовать только в правовых рамках. Вопросы применения контрольно-кассовых машин предпринимателями и государственного контроля за такой деятельностью представляют собой характерный пример финансовых правоотношений.*
*Рассматриваются правовые нормы, касающиеся обязанности налогоплательщиков при осуществлении ими расчетов применять контрольно-кассовые машины, а также ответственность, установленная статьями Кодекса Киргизской Республики о правонарушениях, за допущенные налогоплательщиком нарушения. В результате анализа становится очевидной правовая неопределенность места отношений в сфере применения контрольно-кассовых машин в налоговом законодательстве Киргизской Республики, коллизионность норм, предусматривающих ответственность за неприменение или применение контрольно-кассовых машин с нарушением установленных требований.*
*Даны конкретные рекомендации по устранению существующих проблем в сфере законодательного регулирования, включая однозначную идентификацию места обязанности по применению контрольно-кассовых машин и контролю за соблюдением такой обязанности в системе законодательства о налогах и сборах, а также предложения по дальнейшему совершенствованию правового регулирования рассматриваемой в статье сферы, в том числе возможность освобождения от ответственности за допущенные правонарушения при условии их исправления либо снижения минимального размера штрафа. Отдельное внимание уделено вопросу взаимосвязи налоговых и административных правоотношений в сфере применения контрольно-кассовой техники, включая вопрос квалификации нарушения в сфере фиксации расчетов с применением контрольно-кассовой техники как налогового либо как административного правонарушения.*

***Ключевые слова:*** *контрольно-кассовые машины, фиксация расчетов, Налоговый кодекс, ответственность за нарушение законодательства*

***JEL:*** *K34, K42*

***Благодарности:*** *статья подготовлена по материалам отчета «О выполненных работах по оказанию безвозмездной технической помощи Киргизской Республике в целях развития системы налогового администрирования Киргизской Республики» в рамках сотрудничества НИФИ Минфина России, АО «ГНИВЦ» и Государственной налоговой службы при Министерстве финансов Киргизской Республики*

***Для цитирования:*** *Батарин А. А. Особенности государственного регулирования применения контрольно-кассовых машин в Киргизской Республике // Финансовый журнал. 2022. Т. 14. № 1. С. 108–125.*
*https://doi.org/10.31107/2075-1990-2022-1-108-125.*

*© Батарин А. А., 2022*

https://doi.org/10.31107/2075-1990-2022-1-108-125

## Features of State Regulation of Cash Register Use in the Kyrgyz Republic

***Aleksei A. Batarin***
*Financial Research Institute, Moscow 127006, Russian Federation*
*a-batarin@mail.ru, https://orcid.org/0000-0002-8975-265X*

***Abstract***
*The use of cash registers and its consolidation in the law are the norm for any civilized country in the world. This is due to the need for the state to protect its fiscal interests. The most common tool for controlling the revenue of entrepreneurs selling their goods and services to the public is the use of a cash register. Since the use of cash registers serves precisely the purposes of accounting for the taxable base, the control of the use of cash registers is carried out by the tax service. Consequently, provisions on the use of cash registers, as a rule, are included in tax legislation. However, this does not always happen.*
*The experience of the Kyrgyz Republic in legislative registration of the use of cash registers is, on the one hand, textbook, but on the other hand—unique. The problems of current regulation in this area are related to the uncertainty of the legislative definition of the "use of cash registers" category in the system of relations regulated by the Tax Code of the Kyrgyz Republic. The same applies to the uncertainty in the classification of sanctions norms contained in the Code of the Kyrgyz Republic on offenses.*
*In this regard, the author of this article gives specific recommendations to eliminate existing problems in the field of legislative regulation, including unambiguous identification of the place of the obligation to use cash registers and monitor compliance with such a duty in the system of legislation on taxes and fees, as well as proposals for further improvement of the current legal framework.*

***Keywords:*** *cash registers, fixing calculations, Tax Code, responsibility*

***JEL:*** *K34, K42*

***For citation:*** *Batarin A.A. Features of State Regulation of Cash Register Use in the Kyrgyz Republic. Financial Journal, 2022, vol. 14, no. 1, pp. 108–125 (In Russ.).*
*https://doi.org/10.31107/2075-1990-2022-1-108-125.*

*© Batarin A.A., 2022*

## ВВЕДЕНИЕ

Обязанность применения контрольно-кассовых машин (далее — ККМ) установлена в большинстве стран мира. Соответствующее устройство может называться по-разному: ККМ (Республика Казахстан), контрольно-кассовая техника (Российская Федерация), кассовый регистратор (Королевство Швеция), кассовый аппарат (Латвийская Республика), регистратор расчетных операций (Украина), при этом целеполагание императивного требования государства применять ККМ одно — учет выручки лица, осуществляющего предпринимательскую деятельность, которая впоследствии составит налогооблагаемую базу. Защита прав потребителей, учет товарных потоков является важной, но все же вторичной задачей по отношению к учету налогов.

Каждая отдельная страна нормативно устанавливает обязанность применения ККМ субъектами предпринимательской деятельности. Зачастую такая обязанность закрепляется в основном налоговом законе государства. Такой подход подтверждает место применения ККМ и контроля за их применением в системе государственного регулирования — это неотъемлемая часть налогового контроля. При этом параметры интеграции обязанности применения ККМ в налоговое законодательство различны, равно как и подходы к определению ответственности за нарушение обязанности применения ККМ.

Поскольку ККМ является инструментом учета и контроля выручки налогоплательщиков, сведения о формируемых с их использованием расчетах вызывают повышенный интерес со стороны фискальных органов, т. к. уплаченные впоследствии суммы налоговых обязательств формируют доходную часть бюджетов бюджетной системы государства.

Стоит отметить, что научные исследования по тематике ККМ в количественном аспекте чрезвычайно скудны, не говоря уже о теоретических изысканиях и концептуальных подходах к их применению. Однако среди них важно отметить работу «О новом подходе к применению контрольно-кассовой техники (теоретико-правовые аспекты)» [Батарин А. А., Сорокин А. А., 2015], в которой были заложены основные идеи рассмотрения ККМ как инструмента фиксации расчетов.

В связи с вышеизложенным остальные имеющиеся научные публикации в основном отвечают на востребованные вопросы в части правил применения ККМ (см., например [Федотова В. А., Солодова С. В., 2016]). В связи с переходом к применению онлайн-касс вместо «классических» исследования ожидаемо коснулись этого направления [Бояринцев В. И., 2018; Ермолина М. П., Леоненко Д. Д., 2017; Ежов А. Ю., Андреева Т. В., 2017]. В аспекте финансового и налогового контроля применение ККМ также рассматривалось рядом специалистов [Агранат А. Р. и др., 2018; Силина Т. А. и др., 2016; Морозова Г. В., Дерина О. В., 2020; Ильин А. Ю., Батова А. И., 2008]. Поскольку с практической точки зрения интересы налогоплательщиков могут быть ограничены вопросом возможности применения и размерами санкций за недобросовестное поведение, научные исследования также направлены на изучение проблем привлечения к ответственности и соответствующие судебные споры с фискальными органами [Брюховецкий Н. Н., 2009; Лермонтов Ю. М., 2009; Семенихин В. В., 2010; Савлюкова Ю. С., 2013]. Также нельзя не обратить внимания на работы по истории применения кассовых аппаратов [Светкина И. А., Афиногентова А. А., 2016]. Особо следует отметить исследования зарубежной практики применения ККМ [Буслова Е. В., Матвеева В. С., 2019; Ситник А. А., 2018] об особенностях передачи сведений о расчетах от кассы в контролирующие органы в различных юрисдикциях, а также о сфере применения онлайн-касс и специфике администрирования этой области.

В рамках данной статьи представляет интерес киргизский опыт по установлению обязанности применения ККМ в налоговом законодательстве и включению соответствующих санкций в Кодекс Киргизской Республики о правонарушениях.

Действующее правовое регулирование в сфере применения ККМ в Киргизской Республике многоуровневое и состоит как из законодательных нормативных правовых актов, так и актов исполнительных органов власти. Так, в Налоговом кодексе Киргизской Республики (далее — Налоговый кодекс КР, НК КР) закрепляется обязанность применения ККМ на территории Киргизской Республики, перечисляются составляющие данную обязанность элементы, регламентируются общие положения о контроле за применением ККМ. Кодексом Киргизской Республики о правонарушениях (далее — Кодекс КР о правонарушениях) устанавливается ответственность налогоплательщиков за нарушение обязанности применения ККМ и требований по их применению. Детальная регламентация требований к ККМ, их применению и эксплуатации, порядку регистрации, а также требования к операторам фискальных данных и центрам технического обслуживания утверждены постановлением Правительства КР от 24.06.2020 № 356 «О мерах по внедрению электронной системы фискализации налоговых процедур».

Рассмотрение вышеуказанных нормативных правовых актов поможет подойти к решению проблемы, свойственной правовому полю не только Киргизской Республики, но и других стран: идентификации применения ККМ в системе правоотношений и, следовательно, придания соответствующего статуса ее участникам с их правами и обязанностями.

## ПРИМЕНЕНИЕ ККМ В СИСТЕМЕ НАЛОГОВОГО ЗАКОНОДАТЕЛЬСТВА И ЗАКОНОДАТЕЛЬСТВА О ПРАВОНАРУШЕНИЯХ КИРГИЗСКОЙ РЕСПУБЛИКИ

С 1 января 2022 г. в Киргизской Республике вступил в силу новый Налоговый кодекс. Именно он является высшим нормативным правовым актом, в котором закреплен статус ККМ: даны определение ККМ, основные положения налогового контроля в части применения субъектами ККМ и др. Несмотря на обновленное правовое регулирование, системный анализ положений о ККМ вкупе с остальными действующими нормами Налогового кодекса КР приводит к выводу, что имевшиеся ранее недостатки сохранили свое место и в новой редакции Налогового кодекса КР, включая неопределенное место применения ККМ в системе налогового законодательства.

Так, в ч. 1 ст. 1 НК КР установлено, что Налоговый кодекс КР регулирует отношения:

1) по установлению, введению в действие и взиманию налогов в Киргизской Республике;
2) возникающие в процессе осуществления налогового контроля;
3) по исчислению и уплате суммы налогов, подлежащих уплате в бюджет;
4) по взысканию суммы налоговой задолженности;
5) по привлечению к ответственности за нарушение требований Налогового кодекса КР;
6) по обжалованию решений органов налоговой службы, действий и/или бездействия их сотрудников.
7) по оценке эффективности налоговых льгот.

Вместе с тем в ч. 6 ст. 1 НК КР установлено, что все отношения, регулируемые Налоговым кодексом КР, являются налоговыми правоотношениями.

В первую очередь не до конца ясна логика законодателя при установлении, с одной стороны, закрытого перечня категорий правоотношений, регулируемых Налоговым кодексом КР, а с другой — включение в состав налоговых отношений совокупности всех отношений, которые урегулированы Налоговым кодексом КР.

Простое размышление может привести к мысли, что речь идет о некоем круге правоотношений, который регулируется Налоговым кодексом КР, но при этом не является частью налогового законодательства. Однако с точки зрения теории права такое суждение не может быть состоятельным. Тем не менее законодательные нормы сформулированы именно таким образом.

Во-вторых, обращает на себя внимание находящаяся во взаимосвязи с рассмотренными дефинициями ст. 2 НК КР, в соответствии с которой налоговое законодательство Киргизской Республики представляет собой систему нормативных правовых актов, регулирующих налоговые правоотношения (ч. 1), состоящую из Налогового кодекса КР и нормативных правовых актов, принятых на основании Налогового кодекса КР (ч. 2).

Совокупность вышеприведенных норм, содержащихся в первых двух статьях Налогового кодекса КР, порождает каскадную неопределенность почти во всем, что связано с применением ККМ.

Так, законодатель не выделяет в отдельную группу отношения по применению ККМ. Можно, конечно, предположить, что такие отношения «растворены» в категориях «взимание налогов» и (или) «налоговый контроль».

Действительно, нормы, касающиеся ККМ, включены в разд. IV НК КР под названием «Налоговый контроль», а обязанность налогоплательщиков использовать фискальное программное обеспечение, разрешенное к использованию в соответствии с порядком, утвержденным Кабинетом министров, установлена в п. 15 ч. 1 ст. 51 разд. II НК КР.

Вместе с тем из определения «фискальное программное обеспечение» (п. 43 ч. 2 ст. 4 НК КР), согласно которому таковым является программное обеспечение, используемое для сбора, передачи, обработки и хранения налоговой, таможенной информации, отражающей: а) обязательства налогоплательщика по налогам; б) персональные данные налогоплательщика, связанные с исполнением налоговых обязательств, — однозначно не следует, что ККМ, определение которых дано в п. 4 ст. 108 НК КР, является либо включает в себя вышеуказанное программное обеспечение.

Также представляется неудачным с точки зрения юридико-технического оформления законодательного акта включение определений «ККМ» и «Реестр ККМ» в разд. IV НК КР «Налоговый контроль», т. к. соответствующие определения должны быть регламентированы в разд. I НК КР «Общие положения». При этом определение оператора фискальных данных содержится именно в общем терминологическом аппарате Налогового кодекса КР (ст. 4).

Необходимость содержания данных определений в разд. I НК КР обосновывается тем, что изначально применение ККМ — это инструмент исполнения обязанности фиксировать расчеты, одобренный государством. Фиксация расчетов, в свою очередь, является одной из основных обязанностей налогоплательщика, о которых и идет речь в разд. I Налогового кодекса КР. Лишь затем следует переходить к особенностям указанного инструмента и контролю за исполнением возложенной на налогоплательщика обязанности.

Анализ приведенных норм Налогового кодекса КР в целом позволяет признать отношения в сфере применения ККМ налоговыми правоотношениями, исходя из норм ч. 1 ст. 1 и ч. 1 и 2 ст. 2 НК КР, однако вопрос фактической идентификации обязанности применения ККМ в сфере налогового законодательства остается открытым.

Казалось бы, что пути решения проблемы идентификации применения ККМ в системе налоговых отношений могло подсказать законодательное оформление вопросов ответственности в рассматриваемой сфере, однако данное регулирование еще более усложняет поиски места применения ККМ в налоговом законодательстве.

Сами по себе вопросы разграничения налоговой и иной ответственности по большому счету остаются на усмотрение законодателя. Однако при рассмотрении темы ответственности за нарушение обязанности применения ККМ в киргизском законодательстве возникает правовая неопределенность в части привлечения к административной ответственности лиц за допущенные нарушения норм поведения, установленных в Налоговом кодексе КР.

Так, ответственность за нарушение требований налогового законодательства, под которым понимается система нормативных правовых актов, регулирующих налоговые правоотношения (ч. 1 ст. 2 НК КР), состоящая как из Налогового кодекса КР, так и из нормативных правовых актов, принятых на основании Налогового кодекса КР (ч. 2 ст. 2 НК КР), устанавливается Налоговым кодексом КР (п. 8 ч. 3 ст. 2 НК КР).

Таким образом, Налоговый кодекс КР регулирует вопросы установления ответственности за нарушения налогового законодательства. По правилам юридической техники такая дефиниция означает, что Налоговый кодекс КР имеет «монополию» по данному вопросу. Однако при рассмотрении раздела V НК КР «Налоговое правонарушение и ответственность за его совершение» данное утверждение вызывает серьезное сомнение, поскольку согласно содержащейся в разд. V ч. 2 ст. 156 НК КР ответственность за нарушение налогового законодательства Киргизской Республики устанавливается Налоговым кодексом, законодательством о правонарушениях и уголовным законодательством.

Именно Кодексом КР о правонарушениях предусмотрена ответственность в сфере ККМ за:

1) осуществление денежных расчетов без применения контрольно-кассовых машин (ст. 318);

2) осуществление деятельности с нарушением требований по применению контрольно-кассовых машин, предъявляемых налоговым законодательством, а равно нарушение типовых правил эксплуатации контрольно-кассовых машин (ст. 319);

3) воспрепятствование работникам налоговых органов в доступе к контрольно-кассовым машинам и программным средствам учета товаров, оплаты работ и услуг (ст. 320);

4) использование неисправной контрольно-кассовой машины (ст. 321).

В связи с этим требует разрешения тот факт, что налоговым правонарушением является виновно совершенное противоправное деяние (действие или бездействие) участника налоговых правоотношений (ст. 155 НК КР), но при этом нормы ответственности за нарушение установленных правил поведения при применении ККМ включены в состав Кодекса КР о правонарушениях.

## НЕПРИМЕНЕНИЕ ККМ: ПРОБЛЕМА ИДЕНТИФИКАЦИИ

Изложение норм ответственности начинается с самого очевидного состава, а именно: осуществление денежных расчетов без применения ККМ (ст. 318 Кодекса КР о правонарушениях). Законодатель поясняет, что под санкции данной нормы подпадают следующие действия (бездействие) налогоплательщика:

1) осуществление денежных расчетов с населением без применения ККМ;

2) непробитие контрольно-кассового чека;

3) невыдача контрольно-кассового чека покупателю (клиенту);

4) выдача контрольно-кассового чека с указанием меньшей суммы, чем оплачено покупателем.

Также данная статья включает в себя такие составы правонарушений в сфере применения ККМ, как: осуществление денежных расчетов с населением без применения ККМ повторно после применения мер взыскания и необеспечение (в том числе повторное) субъектом, предоставляющим в аренду площадь для осуществления экономической деятельности, или субъектом, предоставляющим торговые места на рынках (мини-рынках) и в торговых центрах (домах), требования о наличии ККМ у арендаторов.

Вышеуказанный п. 1 ч. 2 ст. 318 Кодекса КР о правонарушениях представляет собой хрестоматийное неприменение ККМ. К данной категории логично отнести случаи фактического неприменения ККМ как по причине ее отсутствия у налогоплательщика в принципе, так и в связи с фактом ее неиспользования при наличии у налогоплательщика ККМ.

Вместе с тем, согласно п. 14 Порядка регистрации и применения контрольно-кассовых машин, утвержденного постановлением Правительства КР от 24.06.2020 № 356, к неприменению ККМ относятся также случаи применения ККМ:

— исключенных из реестра ККМ;

— не зарегистрированных в АИС;

— в неисправном состоянии;

— претерпевших технические, в том числе программные, изменения без прохождения процедуры соответствия техническим требованиям к ККМ в порядке, установленном Правительством Киргизской Республики;

— работающих в нефискальном режиме.

Таким образом, под неприменение ККМ справедливо попадает достаточно широкий спектр моделей поведения недобросовестного налогоплательщика и перечисление его виновных действий (бездействия), что призвано минимизировать случаи «обхода» законодательных норм.

Итак, неприменением ККМ (кроме обозначенного неиспользования) является применение ККМ, которая не включена в одобренный государством список моделей ККМ, применение ККМ, о которой ничего не известно государству (без регистрации в АИС), ККМ, которая была нелегально модифицирована как технически, так и в плане программного

обеспечения, а также не формирующая фискальный признак (подтверждение о фискальном режиме).

Кроме этого, под неприменением ККМ понимается также применение ККМ в неисправном состоянии. И на этом моменте возникает правовая коллизия с точки зрения норм ответственности. Так, согласно ст. 321 Кодекса КР о правонарушениях использование неисправной ККМ представляет собой отдельный состав правонарушения с иным размером санкции. Если санкция ч. 2 ст. 318 Кодекса КР о правонарушениях за осуществление денежных расчетов без применения ККМ представляет собой наложение штрафа в размере 75 расчетных показателей на физических лиц и 230 расчетных показателей на юридических лиц, то санкция ст. 321 Кодекса КР о правонарушениях — соответственно, 30 и 130 расчетных показателей или вовсе предупреждение.

Повторимся, что согласно постановлению Правительства КР от 24.06.2020 № 356 применение неисправной ККМ равнозначно неприменению ККМ. Под самим термином «неисправная ККМ» согласно п. 16 Порядка регистрации и применения контрольно-кассовых машин понимается ККМ, которая:

1) не выполняет или выполняет операции с ошибками, не печатает, печатает неразборчиво или не полностью печатает кассовые чеки и отчеты, предусмотренные техническими требованиями к ККМ, утвержденными Правительством Киргизской Республики;

2) не позволяет получать данные, содержащиеся в устройстве передачи фискальных данных, фискальной памяти и/или передаваемые по проводным и беспроводным каналам связи, необходимые для осуществления контроля органами налоговой службы;

3) не передает фискальные данные в режиме реального времени по проводным или беспроводным каналам связи в уполномоченный налоговый орган и/или ОФД, за исключением случаев отсутствия связи, предоставляемой провайдером (оператором связи), или сбоев в работе АИС;

4) имеет вышедшую из строя фискальную память и/или устройство передачи фискальных данных;

5) имеет иные неисправности, предусмотренные в правилах эксплуатации, разработанных разработчиком ККМ.

С учетом изложенного остается открытым вопрос: использование неисправной ККМ, неисправность которой, допустим, заключается в непередаче фискальных данных в режиме реального времени в уполномоченный налоговый орган и/или ОФД, является использованием неисправной ККМ или осуществлением расчетов без применения ККМ. Соответственно, является ли это нарушением, за которое налогоплательщик должен быть привлечен к ответственности по ст. 321 или ч. 2 ст. 318 Кодекса КР о правонарушениях? Учитывая различную степень ответственности, установленную названными составами, степень необходимости синхронизации положений Кодекса КР о правонарушениях и постановления Правительства КР от 24.06.2020 № 356 можно охарактеризовать как критическую.

То же самое, например, касается случая с контрольно-кассовым чеком. Согласно ч. 4 ст. 318 Кодекса КР о правонарушениях непробитие контрольно-кассового чека влечет безальтернативное наказание в виде наложения штрафа. Вместе с тем, если исходить из положений подп. 1 п. 16 Порядка регистрации и применения контрольно-кассовых машин, применение ККМ, которая не печатает кассовые чеки, является применением неисправной ККМ, и налогоплательщик подлежит привлечению к ответственности в соответствии со ст. 321 Кодекса КР о правонарушениях, за которое может быть назначено предупреждение.

Почему в киргизском законодательстве проведена такая тонкая грань (которая на простых примерах оказывается и не гранью вовсе) между категориями «неприменение ККМ» и «применение неисправной ККМ»? Возможно, речь шла о желании каким-то образом отделить четко выраженное виновное поведение налогоплательщика в виде сознательного игнорирования обязанности применения ККМ от модели поведения в виде применения

ККМ, которая неисправна не по вине налогоплательщика. В таком случае указанная попытка хотя и отвечает принципам правового социального государства, однако является крайне неудачно реализованной. В первую очередь это будет касаться сложностей собирания доказательственной базы, определяющей степень вины налогоплательщика, при проведении налоговыми органами рейдового налогового контроля, а во вторую очередь может являться коррупциогенным фактором.

## ПОДХОД К ДИФФЕРЕНЦИАЦИИ ШТРАФНЫХ САНКЦИЙ

При рассмотрении положений Кодекса КР о правонарушениях в части применения ККМ вызывает удивление отнесение в одну статью таких составов, как неприменение ККМ при осуществлении расчетов и невыдача контрольно-кассового чека, хотя осуществление деятельности с нарушением требований по применению ККМ и использование неисправной ККМ разнесено по отдельным статьям Кодекса КР о правонарушениях.

При этом, анализируя опыт Российской Федерации при рассмотрении положений Кодекса КР о правонарушениях, мы приходим к рациональному решению, что нормы ответственности должны быть дифференцированы по размерам штрафных санкций в зависимости от степени ущерба фискальным интересам государства, от того, как то или иное действие (бездействие) налогоплательщика отразилось на формировании его налоговой базы и исполнении им своих налоговых обязательств. То есть мы подходим к вопросу о целеполагании: ради чего применяется ККМ, почему государство накладывает санкции на налогоплательщиков за нарушение правил применения ККМ именно так, а не иначе — когда за однотипное правонарушение налогоплательщик может быть привлечен в соответствии с различными статьями Кодекса КР о правонарушениях?

Во избежание подобных перекосов на практике в киргизском законодательстве о правонарушениях необходимо классифицировать составы правонарушений в части применения ККМ по степени опасности для фискальных интересов государства, выстроив их в порядке убывания размеров штрафных санкций.

Проанализировав ст. 318 и 321 Кодекса КР о правонарушениях, необходимо обратиться к ст. 319, в соответствии с которой осуществление деятельности с нарушением требований по применению контрольно-кассовых машин, предъявляемых налоговым законодательством, а равно нарушение типовых правил эксплуатации контрольно-кассовых машин влечет наложение штрафа на физических лиц в размере 30 расчетных показателей, на юридических лиц — 130 расчетных показателей.

Здесь мы опять-таки сталкиваемся с некоторой дилеммой, а именно: с одной стороны, законодатель выделяет в отдельную статью нарушения, которые не связаны с сокрытием выручки налогоплательщиком (в отличие от невыдачи контрольно-кассового чека), с другой стороны, тот же самый законодатель устанавливает санкцию, идентичную по размерам наказанию за применение неисправной ККМ и непробитие контрольно-кассового чека. Логический вопрос: зачем в таком случае разделение этих составов?

Анализ ст. 319 Кодекса КР о правонарушениях приводит к вопросу об идентификации ответственности за нарушение правил регистрации ККМ, поскольку данный круг правоотношений не нашел своего отражения ни в одной из статей Кодекса КР о правонарушениях. Нормы ответственности должны быть сформулированы таким образом, чтобы они четко соотносились с материальным правом, которое содержит в себе постановление Правительства РК от 24.06.2020 № 356. Если Правительство Киргизской Республики (кабинет министров) устанавливает отдельным положением технические требования к ККМ (именно к ККМ как кассовому аппарату, устройству), то таким требованиям должна корреспондировать отдельная санкция в Кодексе КР о правонарушениях (возможно ее поименовать в составе одной нормы), то же самое относится к порядку применения ККМ и т. д. Важную роль здесь вновь играет терминология.

Представляется, что корректное и однозначное изложение норм в Налоговом кодексе КР и постановлении Правительства КР от 24.06.2020 № 356 и в корреспондирующих санкциях обеспечат единообразный подход в вопросах привлечения налогоплательщиков к ответственности и соответствующую судебную практику.

Примерный перечень составов правонарушений, который может быть включен в Кодекс КР о правонарушениях, исходя из действующей редакции Налогового кодекса КР и постановления Правительства КР от 24.06.2020 № 356, приведен в табл. 1.

*Таблица 1*

**Предложения по изменениям действующей редакции Кодекса КР о правонарушениях / Proposals for amendments to the current version of the Code of the Kyrgyz Republic on offenses**

| Предлагаемая редакция норм Кодекса КР о правонарушениях | Положение Налогового кодекса КР | Положение постановления Правительства КР от 24.06.2020 № 356 |
|---|---|---|
| Осуществление денежных расчетов без применения контрольно-кассовой машины | Часть 1 статьи 128 | Порядок регистрации и применения контрольно-кассовых машин |
| Осуществление денежных расчетов с применением контрольно-кассовой машины, которая не соответствует требованиям, установленным налоговым законодательством Киргизской Республики | Часть 2 статьи 128<br>Пункт 2 части 1 статьи 129<br>Пункт 5 части 1 статьи 129 | Технические требования к контрольно-кассовым машинам |
| Применение при осуществлении денежных расчетов контрольно-кассовой машины с нарушением порядка регистрации контрольно-кассовых машин, установленного налоговым законодательством Киргизской Республики | Пункт 1 части 1 статьи 129 | Порядок регистрации и применения контрольно-кассовых машин |
| Применение при осуществлении денежных расчетов контрольно-кассовой машины с нарушением порядка, сроков и условий ее перерегистрации, установленных налоговым законодательством Киргизской Республики | Пункт 1 части 1 статьи 129 (частично)<br>Пункт 8 части 1 статьи 129 (частично) | Порядок регистрации и применения контрольно-кассовых машин |
| Применение при осуществлении денежных расчетов контрольно-кассовой машины с нарушением порядка и условий снятия ее с регистрационного учета, установленных налоговым законодательством Киргизской Республики | Пункт 8 части 1 статьи 129 (частично) | Порядок регистрации и применения контрольно-кассовых машин |
| Применение при осуществлении денежных расчетов контрольно-кассовой машины с нарушением порядка и условий ее применения, установленных налоговым законодательством Киргизской Республики | Пункт 3 части 1 статьи 129<br>Пункт 6 части 1 статьи 129<br>Пункт 7 части 1 статьи 129<br>Пункт 9 части 1 статьи 129 | Порядок регистрации и применения контрольно-кассовых машин<br>Типовые правила эксплуатации контрольно-кассовых машин |
| Невыдача (ненаправление) контрольно-кассового чека покупателю (клиенту) | Часть 1 статьи 128 | Технические требования к контрольно-кассовым машинам<br>Типовые правила эксплуатации контрольно-кассовых машин |
| Воспрепятствование работникам налоговых органов в доступе к контрольно-кассовым машинам и программным средствам учета товаров, оплаты работ и услуг | Пункт 4 части 1 статьи 129 | - |

*Источник: составлено автором / Source: compiled by the author.*

В целях эффективного администрирования и контроля за применением ККМ в части привлечения к ответственности налогоплательщиков за допущенные ими правонарушения целесообразно систематизировать положения постановления Правительства КР от 24.06.2020 № 356, четко регламентировав и разграничив, какие действия налогоплательщика являются исполнением им обязанности по регистрации ККМ, по применению ККМ и т. д., и уже исходя из выстроенной парадигмы формулировать санкции Кодекса КР о правонарушениях.

Приведенные в табл. 1 составы правонарушений могут быть объединены в нормы со сложным составом и (или) градуированы по размерам штрафов.

Что касается размера санкций за нарушения в сфере применения ККМ, то тут также необходимо концептуально решить задачу по соразмерному наказанию правонарушителей, исходя из размера сокрытой ими выручки ввиду неприменения ККМ. Представляется, что наиболее отражающим принцип справедливости в праве было бы введение шкалы штрафов в процентах от неучтенной с помощью ККМ выручки.

Однако введение таких норм будет противоречить общему подходу киргизского законодателя, заложенному в Кодексе КР о правонарушениях, согласно которому штрафы устанавливаются в виде твердой величины расчетного показателя. В качестве альтернативы и в целях сохранения структуры Кодекса КР о правонарушениях предлагается предусмотреть в качестве санкций по ст. 318 несколько «вилок» штрафов в зависимости от суммы неучтенной выручки. Вторым вариантом решения данной задачи может стать интеграция мер ответственности из Кодекса КР о правонарушениях в Налоговый кодекс КР.

Завершая рассмотрение действующих норм Кодекса КР о правонарушениях, следует также обратить внимание на уже упомянутую ст. 320 Кодекса КР о правонарушениях, в соответствии с которой воспрепятствование работникам налоговых органов в доступе к контрольно-кассовым машинам и программным средствам учета товаров, оплаты работ и услуг влечет наложение штрафа, идентичного по размерам санкции за неприменение ККМ. Такой подход представляется справедливым, однако, во-первых, проигрывает по сумме штрафа санкции за повторное неприменение ККМ (ч. 3 ст. 318), а во-вторых, целесообразно предусмотреть более жесткие санкции по рассматриваемому составу правонарушения, чтобы даже недобросовестному налогоплательщику было выгоднее не препятствовать сотрудникам налоговых органов в проведении ими рейдового налогового контроля.

Проанализировав действующие нормы Кодекса КР о правонарушениях и предложив новый подход к классификации видов правонарушений, также предлагаем рассмотреть вопросы о дополнении Кодекса КР о правонарушениях нормами:

1) ответственности для операторов фискальных данных;

2) ответственности налогоплательщиков за мнимые сделки и притворные расчеты с применением ККМ;

3) освобождения от наказания при соблюдении налогоплательщиками определенных действий по исправлению допущенного правонарушения;

4) поощрения налогоплательщика при согласии последнего с выявленным правонарушением.

## ОТВЕТСТВЕННОСТЬ ОПЕРАТОРОВ ФИСКАЛЬНЫХ ДАННЫХ

Положение об операторе фискальных данных (далее — ОФД) регламентировано, как уже было указано ранее, Требованиями к оператору фискальных данных, утвержденных постановлением Правительства КР от 24.06.2020 № 356, однако вопросы ответственности ОФД за нарушение обязанностей, предъявляемым ему в соответствии с налоговым законодательством (кроме исключения ОФД из реестра ОФД в случае неисполнения обязательств со стороны ОФД), не учтены ни в Кодексе КР о правонарушениях, ни в данном постановлении Правительства КР (даже не приведена «классическая» формулировка о том, что нарушение субъектом положений настоящего нормативного правового акта влечет ответственность, предусмотренную законодательством). Вместе с тем на ОФД возлагаются достаточно серьезные функции, связанные с обработкой информации о налогоплательщике — его финансах, и простое исключение ОФД из реестра ОФД (п. 6 Требований к оператору фискальных данных) без штрафных санкций не может рассматриваться как достаточное наказание, которое достигает своей цели.

При градации необходимо исходить из степени ущерба общественным отношениям и субъектам в связи с неправомерными действиями ОФД, обозначив нарушение конфиденциальности и обязанности обработки фискальных данных как наиболее тяжкие правонарушения. Предлагается включить в Кодекс КР о правонарушениях следующие составы правонарушений со стороны ОФД по степени уменьшения общественной опасности (см. табл. 2).

*Таблица 2*

**Предложения по дополнению Кодекса КР о правонарушениях / Suggestions on addition to the Code of the Kyrgyz Republic on offenses**

| Предлагаемая редакция норм Кодекса КР о правонарушениях | Положение Требований к оператору фискальных данных (приложение № 5 к постановлению Правительства КР от 24.06.2020 № 356) |
|---|---|
| Нарушение оператором фискальных данных налогового законодательства Киргизской Республики, выразившееся в нарушении обязанности по обработке и передаче фискальных данных | Подпункты 2, 5 и 8 пункта 8 |
| Нарушение оператором фискальных данных налогового законодательства Киргизской Республики, выразившееся в нарушении обязанности по обеспечению конфиденциальности и защиты фискальных данных | Подпункт 1 пункта 8 |
| Неисполнение оператором фискальных данных обязанностей, установленных налоговым законодательством Киргизской Республики, в случае аннулирования имеющегося у него разрешения на обработку фискальных данных | Пункт 9 |
| Подача организацией, изъявившей желание подать заявку на включение в реестр операторов фискальных данных, недостоверных сведений при подаче указанной заявки, а равно несоответствие оператора фискальных данных требованиям, предъявляемых к организации, изъявившей желание подать заявку на включение в реестр операторов фискальных данных | - |
| Непредставление оператором фискальных данных в уполномоченный налоговый орган уведомления о заключении с центрами технического обслуживания контрольно-кассовых машин договора на обработку фискальных данных, об изменении сведений, представленных в уведомлении, или о расторжении указанного договора либо представление таких уведомлений с нарушением срока, установленного налоговым законодательством Киргизской Республики | Подпункт 7 пункта 8 |
| Иное нарушение оператором фискальных данных требований налогового законодательства Киргизской Республики | - |

*Источник: составлено автором / Source: compiled by the author.*

## МНИМЫЕ И ПРИТВОРНЫЕ СДЕЛКИ В СФЕРЕ ПРИМЕНЕНИЯ ККМ

Среди составов правонарушений в киргизском законодательстве, как и на сегодняшний день — в российском, отсутствует ответственность, равно как и не предусмотрен запрет на осуществление налогоплательщиками мнимых и притворных расчетов с применением ККМ.

На практике складывается ситуация, при которой законодатель указывает на необходимость применения ККМ, вводит ответственность за их неприменение. Вместе с тем существуют способы занижения своей выручки и, следовательно, уменьшения своих налоговых обязательств в условиях, когда ККМ применяется. Один из примеров — формирование налогоплательщиком контрольно-кассовых чеков со сведениями «возврат продажи» по несуществующим в реальной жизни финансово-хозяйственным операциям, как будто происходит возврат товара (и соответственно, возврат денежных средств покупателю). В Российской Федерации такие же действия возможны как с кассовым чеком, так и с кассовым чеком коррекции, когда корректируется сумма выручки, и такая корректировка не соответствует реальным хозяйственным операциям.

При этом действующая редакция Кодекса КР о правонарушениях не позволяет привлечь такое лицо к ответственности, поскольку во всех случаях ККМ применялась,

порядок применения ККМ не нарушался, ККМ исправна, а наказания предусмотрены лишь за неприменение ККМ или применение ККМ с нарушениями.

В целях пресечения недобросовестных действий налогоплательщика с помощью ККМ по формированию фиктивных расчетов и, как следствие, по занижению подлежащих налогообложению объемов выручки предлагается следующее.

Согласно ст. 188 Гражданского кодекса КР под мнимой сделкой понимается сделка, совершенная лишь для вида, без намерения создать соответствующие правовые последствия, и такая сделка является ничтожной; в то время как притворной сделкой считается сделка, которая совершена с целью прикрыть другую сделку. Последняя также считается ничтожной. К сделке, которую стороны действительно имели в виду с учетом характера сделки, применяются относящиеся к ней правила. Данные положения полностью повторяют диспозиции ст. 170 Гражданского кодекса Российской Федерации. Схожие положения содержат в себе и ст. 234–236 Гражданского кодекса Украины.

Таким образом, учитывая положения законодательства разных государств, можно сделать вывод, что правовые последствия такие сделки не рождают и, соответственно, по ним не должны формироваться первичные учетные документы, включая контрольно-кассовые чеки.

Резюмируя вышесказанное, в Налоговом кодексе КР или постановлении Правительства КР от 24.06.2020 № 356 (в Порядке регистрации и применения контрольно-кассовых машин) предлагается установить прямой запрет для налогоплательщиков применять ККМ при подобных операциях, например, «налогоплательщики не вправе фиксировать мнимые и притворные расчеты с применением ККМ». Также предлагается определить, что «для целей настоящей главы / настоящего Кодекса / настоящих Правил под мнимым расчетом понимается несуществующий расчет, по которому осуществлена фиксация лишь для вида (в том числе несуществующие обязательства, не имевшие места факты хозяйственной жизни); под притворным расчетом понимается расчет, в отношении которого осуществлена фиксация вместо фиксации другого расчета с целью прикрыть его».

Установив прямой запрет, правомерно закрепить в Кодексе КР о правонарушениях ответственность за указанное противоправное действие отдельной статьей: «Применение контрольно-кассовой машины при осуществлении мнимых и (или) притворных расчетов». Размеры санкций предпочтительно дифференцировать в зависимости от сумм таких мнимых и притворных расчетов. Логично, если подобные штрафы будут соответствовать штрафам, предусмотренным санкцией ч. 2 ст. 318 Кодекса КР о правонарушениях, за неприменение ККМ.

## ОСВОБОЖДЕНИЕ ОТ ОТВЕТСТВЕННОСТИ И ВОЗМОЖНОСТЬ УМЕНЬШЕНИЯ РАЗМЕРА ШТРАФА В СФЕРЕ ПРИМЕНЕНИЯ ККМ

Если говорить о размерах штрафных санкций не только за мнимые и притворные расчеты, но и по действующей редакции Кодекса КР о правонарушениях, то представляется целесообразным увеличить их размеры, чтобы налогоплательщику невыгодно было нарушать налоговое законодательство. Однако такое повышение штрафов должно соотноситься с потенциалом киргизской экономики, при этом сумма штрафа должна как минимум быть соразмерной бюджетным затратам на администрирование, процедуру привлечения нарушителей к ответственности и взимания самого штрафа. А в качестве справедливого противовеса повышению уровня штрафных санкций значимым являлось бы создание механизма освобождения от наказания при соблюдении налогоплательщиком определенных действий по исправлению допущенного правонарушения. Такой баланс необходим в целях отграничивания неосторожных действий налогоплательщика при работе с ККМ от злонамеренных действий других налогоплательщиков.

Данный подход представляется обоснованным, поскольку позволяет налогоплательщику самостоятельно исправить ошибки, и при соблюдении вышеуказанных условий налоговые органы не вправе предъявить такому налогоплательщику какие-либо требования.

Институт кассового чека коррекции в киргизском законодательстве, в отличие от российского, отсутствует. В связи с этим исправление ошибки в контрольно-кассовом чеке возможно лишь путем формирования контрольно-кассового чека с идентичной ошибкой, но с обратной информацией о товаре, услуге или работе (т. е. в случае, если ошибка произошла при формировании контрольно-кассового чека на «постоплату», необходимо сформировать контрольно-кассовый чек на «возврат постоплаты») с указанием на нем сквозного порядкового номера чека основания (в данной ситуации при отсутствии возможности введения института кассового чека коррекции или возможности включения нового реквизита контрольно-кассового чека необходимо предусмотреть способ идентификации чека, сформированного в качестве исправления ранее выданного ошибочного чека, а не чека, сформированного при реальной операции, например возвратной). После чего необходимо будет сформировать корректный (правильный) контрольно-кассовый чек.

Учитывая изложенное, Кодекс КР о правонарушениях может быть дополнен следующим положением (поправка предлагается к действующей редакции Кодекса КР о правонарушениях):

«Лицо, добровольно заявившее в органы налоговый службы в письменной форме о неприменении им контрольно-кассовой машины в случаях, установленных налоговым законодательством Киргизской Республики, либо использовании неисправной контрольно-кассовой машины, либо о применении таким лицом контрольно-кассовой машины с нарушением установленных налоговым законодательством Киргизской Республики требований и добровольно исполнившее до вынесения постановления по делу о правонарушении обязанность, за неисполнение или ненадлежащее исполнение которой лицо привлекается к ответственности, освобождается от ответственности за правонарушение, предусмотренное ч. 2 и 4 ст. 318, ст. 319 и 321 настоящего Кодекса, если соблюдены в совокупности следующие условия:

на момент обращения лица в органы налоговой службы с заявлением налоговые органы не располагали соответствующими сведениями и документами о совершенном правонарушении;

представленные сведения и документы являются достаточными для установления события правонарушения».

Вопрос достаточности является весьма важным, поскольку налоговый орган должен обладать всей полнотой информации о корректируемом расчете, чтобы иметь возможность свободно идентифицировать расчет. В частности, ФНС России при регламентировании применения кассового чека коррекции указывала на данный факт (письмо ФНС России от 06.08.2018 № ЕД-4-20/15240@ «Об особенностях формирования кассового чека коррекции»).

Важное место в системе административного законодательства занимает институт принудительного взыскания. Если налогоплательщик допустил ошибку по неосторожности либо совершил ее умышленно и этот факт был обнаружен налоговыми органами, при этом налогоплательщик готов признать свою вину и отказаться от обжалования решения налоговой службы в досудебном и судебном порядках, то для таких случаев необходима разработка механизма поощрения такого налогоплательщика при согласии последнего с выявленным правонарушением в части уплаты штрафа, что для самих налоговых органов связано с уменьшением нагрузки на налогового инспектора.

Учитывая вышеизложенное, предлагается дополнить ст. 520 Кодекса КР о правонарушениях ч. 5 следующего содержания:

«5. При проведении органами налоговой службы налогового контроля соблюдения порядка применения контрольно-кассовых машин (в том числе проверки заявлений физических и юридических лиц) и выявлении данных, указывающих на совершение лицом действия (бездействия), содержащего признаки состава правонарушения, ответственность за которое предусмотрена частями 2 и 4 статьи 318, статьями 319 и 321 настоящего Кодекса, если указанное лицо признало наличие события вменяемого правонарушения и добровольно исполнило до вынесения постановления по делу о правонарушении обязанность, за неисполнение либо ненадлежащее исполнение которой лицо привлекается к ответственности, протокол о правонарушении не составляется, а постановление по делу о правонарушении выносится без участия указанного лица и оформляется в порядке, предусмотренном статьей 517 настоящего Кодекса.

В случае если лицо, указанное в настоящей части, не признало наличие события вменяемого нарушения, составляется протокол о правонарушении и дело о нарушении рассматривается в порядке, предусмотренном гл. 56 настоящего Кодекса».

Предложения по законодательному совершенствованию механизма привлечения к административной ответственности в части возможности освобождения от ответственности или возможности уменьшения суммы штрафной санкции направлены на сохранение баланса интересов налогоплательщиков и самого государства в лице налоговых органов.

## СООТНОШЕНИЕ АДМИНИСТРАТИВНОГО НАКАЗАНИЯ В СФЕРЕ ПРИМЕНЕНИЯ ККМ С УПЛАТОЙ НАЛОГОВ

Рассмотрев основные нормы ответственности, предусмотренные Кодексом КР о правонарушениях (ст. 318–321), мы проанализировали действующую правовую модель наказаний за нарушения в сфере применения ККМ и дали ряд предложений по совершенствованию действующей парадигмы правового регулирования данного направления. При этом важно обозначить, что данная модель в киргизском законодательстве, как и в российском, имеет следующий недостаток: отсутствие взаимосвязи (закрепленной в каком-либо нормативном правовом акте) между предусмотренным Кодексом КР о правонарушениях наказанием и уплатой налогов.

Можно предположить, что такая связь не является целью наказания. Например, налогоплательщик уплатил штраф за неприменение ККМ, и только этого факта достаточно, а факт отражения этой суммы в налоговой декларации не является отдельным предметом контроля. Однако, на наш взгляд, так или иначе в этой области должна быть предусмотрена некая увязка между административным наказанием и контролем за уплатой налогов, как минимум на уровне регламентов органов налоговой службы. Потому что существующее положение дел ставит под вопрос необходимость применения ККМ, администрирование и контроль за их применением в общем и налоговыми органами в частности, если цель фиска достигается путем проведения иных мероприятий. Недопустим, на наш взгляд, разрыв в контрольной работе должностных лиц органов налоговой службы, проводящих камеральный контроль, и должностных лиц, проводящих рейдовый налоговый контроль.

Иными словами, задачей предлагаемой «увязки» является как минимум учет информации о незафиксированном ККМ расчете при проверке налоговой декларации соответствующего налогоплательщика. При этом задача создания гармоничного правового регулирования налоговых отношений не должна уходить на второй план.

Вопрос о налоговой и административной ответственности в сфере применения ККМ включает в себя проблематику соотношения санкций, содержащихся в Налоговом кодексе КР и Кодексе КР о правонарушениях. В интересующем нас контексте заслуживают внимание ст. 162 и 163 Налогового кодекса КР.

Так, согласно ст. 162 НК КР «Уклонение от налоговой и/или учетной регистрации в налоговом органе» при ведении деятельности налогоплательщиком без налоговой и/или

учетной регистрации применяется налоговая санкция в однократном размере суммы налогов, начисленных и/или подлежащих начислению за весь период такой деятельности, но не менее 50 расчетных показателей. А в соответствии с ч. 1 ст. 163 НК КР «Занижение сумм налога, непредставление налоговой отчетности и неправомерный зачет НДС», если иное не установлено данной статьей и по результатам выездной проверки органом налоговой службы устанавливается, что сумма налога, указанная в налоговой отчетности, занижена по сравнению с суммой налога, которая должна была быть указана в налоговой отчетности (соответствующего налогового периода):

1) при занижении суммы налога в размере до 10 % к сумме налога, которая должна была быть указана, к налогоплательщику налоговая санкция не применяется;

2) при занижении суммы налога в размере от 10 до 50 % к сумме налога, которая должна была быть указана, к налогоплательщику применяется налоговая санкция в размере 50 % от суммы занижения налога;

3) при занижении суммы налога в размере свыше 50 % к сумме налога, которая должна была быть указана, к налогоплательщику применяется налоговая санкция в размере 100 % от суммы занижения налога.

При рассмотрении диспозиции ст. 162 НК КР о наказании за ведение деятельности без налоговой (учетной) регистрации в налоговом органе очевидно напрашивается к корреспондированию обязанность налогоплательщика, закрепленная в п. 1 ч. 1 ст. 129 НК КР: регистрировать ККМ до начала осуществления деятельности. То есть, прежде чем осуществлять расчеты, налогоплательщик обязан совершить регистрационное действие в налоговом органе для дальнейшего исполнения своей налоговой обязанности, установленной ч. 1 ст. 128 НК КР, — применять при расчетах ККМ.

Санкция за применение ККМ с нарушением установленных требований, к чему относится применение ККМ без их регистрации в налоговых органах, установлена ст. 319 Кодекса КР о правонарушениях. Но почему при этом нет такого же понимания относительно применения санкций ст. 162 НК КР к такому налогоплательщику? Конечно, такая санкция может быть наложена только после завершения налогового периода, и на практике такой правонарушитель может просто прекратить свою деятельность, зарегистрировавшись позднее снова или не делая этого. Такое обоснование представляется логичным с точки зрения практики, но в данном случае рассматриваются правовые нормы, а в указанной ст. 162 НК КР отсутствует изъятие, что уклонение от налоговой и/или учетной регистрации в налоговом органе, заключающееся в нарушении правил регистрации применяемой налогоплательщиком ККМ в налоговых органах или отсутствии таковой, влечет привлечение к ответственности в соответствии с положениями Кодекса КР о правонарушениях.

Но возникающую коллизию киргизский законодатель решил достаточно просто, введя в Налоговый кодекс КР положение ч. 2 ст. 129 НК КР, утверждающее, что за нарушение требований норм налогового законодательства Киргизской Республики по применению ККМ налогоплательщик несет ответственность в соответствии с законодательством Киргизской Республики о правонарушениях. Вместе с тем причины такой отсылки неясны с точки зрения не только теории права, но и правоприменения.

Аналогичная ситуация складывается и с соотношением положений ст. 163 НК КР со ст. 318 и 321 Кодекса КР о правонарушениях. Разве привлечение по ст. 163 НК КР не должно являться следствием неприменения ККМ или указания в контрольно-кассовом чеке суммы менее, чем оплатил потребитель, если налогоплательщик не отразил соответствующую информацию в налоговой отчетности?

Между прочим, в соответствии со ст. 177 НК КР «Документы налогового учета» кассовый чек признается первичным учетным документом (документом налогового учета), который подтверждает дату, размер и характер дохода или расхода, а также участников сделки, а его форма и порядок заполнения устанавливаются Кабинетом министров. Следовательно,

всякое нарушение правил выдачи контрольно-кассового чека без каких-либо дополнительных подтверждений является не только налоговым правонарушением, но и, скорее всего, ведет к занижению суммы налога, что должно найти свою связку со ст. 163 НК КР.

Еще одно важное обстоятельство, на которое следует обратить внимание, — это соотношение штрафных санкций. Так, уклонение от учетной регистрации в налоговом органе согласно ст. 162 НК КР составляет 50 расчетных показателей, а за неприменение ККМ — 230 расчетных показателей для юридических лиц в соответствии со ст. 318 Кодекса КР о правонарушениях. В рамках ст. 163 НК КР применяются санкции уже не в твердой сумме, а в процентах: от 0 до 100 % заниженной суммы налога. Складывается интересная ситуация, когда штраф на этапе формирования налоговой базы выше, нежели штраф за занижение уже итоговой суммы налога. Очевидно, что одной из причин различного регулирования отношений по установлению санкций в различных кодексах (отраслях права) является собственно размер штрафных санкций.

Учитывая изложенное, на наш взгляд, киргизскому законодателю следует рассмотреть два варианта решения вопроса по установлению взаимосвязи административного и налогового законодательств в сфере применения ККМ, а именно: имплементировать положения ст. 318–321 Кодекса КР о правонарушениях в Налоговый кодекс КР или закрепить в последнем правомерность привлечения налогоплательщиков, уже привлеченных к ответственности в соответствии с Кодексом КР о правонарушениях, к ответственности согласно нормам Налогового кодекса КР в случае, если соответствующие суммы расчетов не были учтены при формировании налоговой отчетности.

## ЗАКЛЮЧЕНИЕ

В результате анализа современного состояния законодательных норм в сфере применения ККМ, касающихся установления обязанности применения ККМ, контроля за таким применением и ответственности за нарушение установленных правил поведения, автором была установлена и доказана необходимость внесения ряда изменений в Налоговый кодекс КР и Кодекс КР о правонарушениях, касающихся, в частности, идентификации отношений по применению ККМ в системе налогового законодательства, определения правовой грани между неприменением ККМ и нарушением порядка применения ККМ, установления соотношения между налоговой и административной ответственностью при нарушении налогоплательщиком требований к применению ККМ, а также между административной ответственностью и уплатой налогов.

Параметры указанных изменений должны формулироваться киргизским законодателем, исходя из определения применения ККМ как обязанности налогоплательщиков, исполнение которой формирует достоверные сведения о его налогооблагаемой базе, которые впоследствии учитываются таким налогоплательщиком в налоговой декларации или самим налоговым органом; либо как средства получения налоговыми органами информации о выручке налогоплательщика (НДС), обороте маркированных товаров или инструмента защиты прав покупателей (ввиду обязанности оформлять контрольно-кассовый чек).

В результате в сфере государственного регулирования отношений по применению ККМ будут четко закреплены положения, которые позволяют ответить на вопросы: почему налогоплательщик обязан применять ККМ, как эти данные влияют на формирование его налогооблагаемой базы, каким образом осуществляется контроль за таким формированием, а также контроль учета сведений в налоговой декларации после привлечения налогоплательщика к ответственности за неприменение ККМ?

В рамках настоящей статьи предложены конкретные формулировки для имплементации в киргизское законодательство. В частности, это касается приведения к единообразию и последовательного применения терминологического аппарата, предложений о структурировании составов правонарушений и, соответственно, размеров наказаний

в зависимости от того, насколько значительно то или иное действие (бездействие) налогоплательщика повлияло на его налогооблагаемую базу, введения новых составов нарушений, касающихся деятельности ОФД, применения недобросовестными налогоплательщиками ККМ при притворных и мнимых расчетах, а также условий и механизма поощрения налогоплательщиков и освобождения их от ответственности при нарушении требований к применению ККМ.

Представленный в исследовании подход к реформированию системы государственного регулирования применения ККМ в Киргизской Республике не только соответствует цели применения ККМ как таковой, но и способен создать четкие и понятные рельефы системы применения ККМ и контроля за их применением.

Таким образом, реализация сформулированных в настоящей статье предложений, ввиду их значения для налоговой системы, позволит обеспечить стабильное поступление денежных средств в соответствующие бюджеты бюджетной системы государства.

### *Список источников*


Агранат А. Р., Шевченко А. В., Солнышкова Ю. Н. Контрольно-кассовая техника как инструмент налогового контроля бизнеса // Вестник современных исследований. 2018. № 11.4 (26). С. 95–97.

Батарин А. А., Сорокин А. А. О новом подходе к применению контрольно-кассовой техники (теоретико-правовые аспекты) // Налоговая политика и практика. 2015. № 6 (150). С. 34–37.

Бояринцев В. И. Применение контрольно-кассовой техники в рамках 54-ФЗ. Новые возможности и недостатки // Colloquium-journal. 2018. № 10-4 (21). С. 9–11.

Брюховецкий Н. Н. Неприменение ККТ и статья 14.5 КоАП РФ: анализ спорной взаимосвязи // Право и экономика. 2009. № 7. С. 61–66.

Буслова Е. В., Матвеева В. С. Современный взгляд на использование онлайн-касс в России и за рубежом / Бухгалтерский учет, анализ и аудит: современное состояние и перспективы развития. Материалы X Международной научно-практической конференции. 2019. С. 24–27.

Ежов А. Ю., Андреева Т. В. Онлайн-касса: особенности внедрения и административные правонарушения // Актуальные проблемы гуманитарных и естественных наук. 2017. № 5-5. С. 147–149.

Ермолина М. П., Леоненко Д. Д. Онлайн-кассы // Журнал исследований по управлению. 2017. Т. 3. № 9. С. 26–33.

Ильин А. Ю., Батова А. И. Осуществление контроля за соблюдением законодательства о применении контрольно-кассовой техники и ведением кассовых операций // Административное и муниципальное право. 2008. № 6 (6). С. 44–51.

Лермонтов Ю. М. Ответственность за несоблюдение законодательства о ККТ: позиция налоговых органов, Минфина России, судов // Налоговая политика и практика. 2009. № 8. С. 52–56.

Морозова Г. В., Дерина О. В. Совершенствование налогового контроля в условиях цифровой трансформации // Казанский экономический вестник. 2020. № 5 (49). С. 97–102.

Савлюкова Ю. С. Споры с налоговой инспекцией при применении ККТ // Бухгалтерский учет. 2013. № 2. С. 122–124.

Светкина И. А., Афиногентова А. А. История применения контрольно-кассовой техники // Известия Института систем управления СГЭУ. 2016. № 2 (14). С. 148–154.

Семенихин В. В. Административная ответственность за нарушения в области кассовых операций и применения контрольно-кассовой техники // Бухгалтер и закон. 2010. № 9 (141). С. 35–40.

Силина Т. А., Карпенко С. В., Хатков М. А. Новая контрольно-кассовая техника как инструмент налогового и финансового контроля // Вестник Адыгейского государственного университета. Серия 5: Экономика. 2016. № 4 (190). С. 259–266.

Ситник А. А. Правовое регулирование и финансовый контроль в сфере применения контрольно-кассовой техники в зарубежных странах // Вестник Университета им. О. Е. Кутафина. 2018. № 9. С. 193–207.

Федотова В. А., Солодова С. В. Применение контрольно-кассовой техники в предпринимательской деятельности // Современные научные исследования и разработки. 2016. № 7 (7). С. 236–238.


### *References*


Agranat A.R., Shevchenko A.V., Solnyshkova Yu.N. (2018). Cash Register Equipment as a Business Tax Control Tool. *Vestnik sovremennykh issledovanii — Bulletin of Modern Research*, no. 11.4 (26), pp. 95–97 (In Russ.).

Batarin A.A., Sorokin A.A. (2015). About a New Approach to the Use of Cash Register Equipment (theoretical and legal aspects). *Nalogovaja politika i praktika — Tax Policy and Practice*, no. 6 (150), pp. 34–37 (In Russ.).

Boyarintsev V.I. (2018). Application of Cash Register Machines in Accordance with Requirements of Federal Law № 54. New Opportunities and disadvantages. *Colloquium-journal*, no. 10-4 (21), pp. 9–11 (In Russ.).

Bryukhovetskiy N.N. (2009). Non-Implementation of CRE and 14.5 Article of the Administrative Code of the Russian Federation: Analysis of the Disputed Relationship. *Pravo i ekonomika — Law and Economics*, no. 7, pp. 61–66 (In Russ.).

Buslova E.V., Matveeva V.S. (2019). Modern Use of Online Sales Registers in Russia and Abroad. Accounting, analysis and audit: current state and prospects of development. Materials of the X International Scientific and Practical Conference, pp. 24–27 (In Russ.).

Ezhov A.Yu., Andreeva T.V. (2017). Online Sales Register: Implementation Features and Administrative Offenses. *Aktual'nye problemy gumanitarnykh i estestvennykh nauk — Current Problems of Humanities and Natural Sciences*, no. 5-5, pp. 147–149 (In Russ.).

Ermolina M.P., Leonenko D.D. (2017). Online Cash Account. *Zhurnal issledovanii po upravleniyu — Journal of Management Research*, vol. 3, no. 9, pp. 26–33 (In Russ.).

Fedotova V.A., Solodova S.V. (2016). Implementation of Cash Register Equipment in Business Activities. *Sovremennye nauchnye issledovaniya i razrabotki — Modern Research and Development*, no. 7 (7), pp. 236–238 (In Russ.).

Il'in A.Yu., Batova A.I. (2008). Exercise of Control of Compliance with the Legislation on the Implementation of Cash Register Equipment and Cash Operations. *Administrativnoe i municipal'noe pravo — Administrative and Municipal Law*, no. 6 (6), pp. 44–51 (In Russ.).

Lermontov Yu.M. (2009). Responsibility for Non-Compliance With the Legislation on CRE: the position of tax authorities, Ministry of Finance of the Russian Federation, courts. *Nalogovaya politika i praktika — Tax Policy and Practice*, no. 8, pp. 52–56 (In Russ.).

Morozova G.V., Derina O.V. (2020). Improvement of Tax Control in the Context of Digital Transformation. *Kazanskii ekonomicheskii vestnik — Kazan Economic Bulletin*, no. 5 (49), pp. 97–102 (In Russ.).

Savlyukova Yu.S. (2013). Disputes with the Tax Inspectorate Regarding the Implementation of CRE. *Bukhgalterskii uchet — Accounting*, no. 2, pp. 122–124 (In Russ.).

Semenikhin V.V. (2010). Administrative Responsibility for Violations in the Field of Cash Operations and the Implementation of Cash Register Equipment. *Bukhgalter i zakon — Accountant and Law*, no. 9 (141), pp. 35–40 (In Russ.).

Silina T.A., Karpenko S.V., Hatkov M.A. (2016). New Cash Registers as Instrument of Tax and Financial Control. *Vestnik Adygejskogo gosudarstvennogo universiteta. Serija 5: Ekonomika — Bulletin of Adyghe State University. Series 5: Economics*, no. 4 (190), pp. 259–266 (In Russ.).

Sitnik A.A. (2018). Legal Regulation and Financial Control in the Field of Application of Cash Registers in Foreign Countries. *Vestnik Universiteta imeni O. E. Kutafina — Courier of Kutafin Moscow State Law University (MSAL)*, no. 9. pp. 193–207 (In Russ.).

Svetkina I.A., Afinogentova A.A. (2016). The History of the Use of CCPS (Control-Cash Registers). *Izvestiya Instituta sistem upravleniya SGJeU — Proceedings of the Institute of Control Systems*, SSEU, no. 2 (14), pp. 148–154 (In Russ.).

### *Информация об авторе*

***Алексей Алексеевич Батарин**, кандидат юридических наук, ведущий научный сотрудник Центра налоговой политики Научно-исследовательского финансового института Минфина России, г. Москва; начальник отдела Управления оперативного контроля Федеральной налоговой службы, г. Москва*

### *Information about the author*

***Aleksei A. Batarin**, Candidate of Juridical Sciences, Leading Researcher, Center for Tax Policy, Financial Research Institute, Moscow; Head of the Department, Operating Control Administration, Federal Tax Service of Russia, Moscow*

*Статья поступила в редакцию 29.10.2021*
*Одобрена после рецензирования 04.02.2022*
*Принята к публикации 15.02.2022*

*Article submitted October 29, 2021*
*Approved after reviewing February 4, 2022*
*Accepted for publication February 15, 2022*

https://doi.org/10.31107/2075-1990-2022-1-126-139

CC BY

# Понятие стейблкоинов и актуальное состояние рынка стабильных монет

***Татьяна Александровна Горбачева***
*E-mail: t-gorbacheva@bk.ru, ORCID: 0000-0002-3287-6440*
*Московский университет им. С. Ю. Витте,*
*Москва 115432, Российская Федерация*

***Аннотация***
*В последние несколько лет на рынке криптоактивов появился новый термин — стейблкоины. Однако данной теме, в отличие от криптовалют, посвящено не так много исследований. Появившиеся глобальные проекты стейблкоинов, существенный рост объемов инвестиций в данные инициативы и рост числа транзакций заставили центральные банки всерьез обратить на них внимание, чтобы реализовывать одну из своих функций по обеспечению финансовой стабильности. Данная тема, несомненно, является актуальной в силу новизны появившегося понятия.*
*Цель данной статьи — исследование экономической сущности стейблкоинов, их видов, а также актуального состояния данного рынка. Исследованы подходы к определению понятия стейблкоинов. Рассмотрена классификации стабильных монет, основные видны наиболее надежных монет на рынке. Проанализировано современное состояние рынка стейблкоинов. В результате исследования сделан ряд выводов. Во-первых, несмотря на отсутствие юридически закрепленного и общепринятого определения стейблкоинов, в целом под стабильными монетами понимаются токены, обеспеченные разными видами активов. Во-вторых, экономическая сущность стабильных монет раскрывается через цели их создания, виды обеспечения и механизмы стабилизации, а также характера взаимоотношений эмитента и владельца стейблкоина. В-третьих, за последние три года рынок стейблкоинов вырос практически в пять раз. Такой рост означает существенное проникновение в систему платежей, а следовательно, и в мировую финансовую систему, что требует разработки международных норм регулирования для минимизации возможных рисков и сохранения финансовой стабильности. Перспективы развития стейблкоинов связаны с созданием и развитием цифровых валют центральных банков и трансграничных платежей в одной или нескольких таких валютах.*

***Ключевые слова:*** *стейблкоин, стабильная монета, цифровые валюты, криптовалюта, криптоактив, цифровые валюты центральных банков, токен, фиатные валюты, обеспечение*

***JEL:*** *E42, E52, F31*

***Для цитирования:*** *Горбачева Т. А. Понятие стейблкоинов и актуальное состояние рынка стабильных монет // Финансовый журнал. 2022. Т. 14. № 1. С. 126–139.*
*https://doi.org/10.31107/2075-1990-2022-1-126-139.*

*© Горбачева Т. А., 2022*

---

https://doi.org/10.31107/2075-1990-2022-1-126-139

## Stablecoins As a New Word in the Cryptocurrency Market

***Tatiana A. Gorbacheva***
*Moscow Witte University, Moscow 115432, Russian Federation*
*t-gorbacheva@bk.ru, https://orcid.org/0000-0002-3287-6440*

***Abstract***
*In the past few years, along with the crypto assets market, a new term has appeared: stablecoins. Unlike cryptocurrencies, however, not so much research has been devoted to this topic. The emergence of global stablecoin projects, a significant increase in the volume of investment initiatives, and growth in the number of transactions have forced central banks to seriously pay attention to these in order to ensure financial stability as one of their functions. This topic is undoubtedly relevant due to the novelty of the concept which has appeared. The purpose of this article is to study the economic essence of stablecoins, their types, and the current state of this market. The methods of comparative analysis as well as critical and systematic approach to the study of information are used in the work. Existing ways to define the concept of stablecoins are investigated. The classifications of stablecoins and the main types of the most reliable coins on the market are examined. The current state of the stablecoin market is analyzed. As a result of the study, a number of conclusions have been made. Despite the lack of a legally fixed and generally accepted definition of stablecoins, in general, stablecoins are tokens secured by different types of assets. The economic essence of stablecoins is revealed through the goals of their creation, types of security and stabilization mechanisms, as well as the nature of the relationship between the issuer and the owner of the stablecoin. Over the past three years, the stablecoin market has grown almost fivefold. Such growth means significant penetration into the payment system, and then into the global financial system, which requires the development of international regulatory standards to minimize possible risks and preserve financial stability. The prospects for the development of stablecoins are associated with the creation and promotion of digital currencies of central banks (central securities) and cross-border payments in one or more central securities.*

***Keywords:*** *stablecoin, stable coin, digital currencies, cryptocurrency, crypto asset, digital currencies of central banks, token, fiat currencies, collateral*

***JEL:*** *E42, E52, F31*

***For citation:*** *Gorbacheva T.A.. Stablecoins As a New Word in the Cryptocurrency Market. Financial Journal, 2022, vol. 14, no. 1, pp. 126–139 (In Russ.).*
*https://doi.org/10.31107/2075-1990-2022-1-126-139.*

*© Gorbacheva T.A., 2022*

## ВВЕДЕНИЕ

С момента появления криптовалют проблема их статуса волнует весь финансовый мир. До сих пор идут дискуссии, являются ли они цифровыми деньгами или просто цифровым активом, создает ли этот инструмент угрозу для мировой финансовой системы или нет. Финансовые инновации не стоят на месте, и в последние несколько лет появился новый вид криптоактива под названием стейблкоин (далее также — *stablecoin*), что в дословном переводе означает «стабильная монета».

На данный момент не существует его четкого определения. Среди специалистов цифрового рынка стейблкоин рассматривается как криптоактив, базирующийся на технологии блокчейн, но имеющий существенное преимущество, а именно отсутствие высокой волатильности. Отсюда и логичное название. В научных исследованиях, как правило специалистов центральных банков, тоже нет единого мнения. Одни рассматривают стабильные монеты как особый вид криптовалюты, другие — в качестве банковского депозита или ценной бумаги. Европейский центральный банк (ЕЦБ) рассматривает стейблкоины как цифровые единицы стоимости, которые отличаются от существующих форм валют и полагаются на набор стабилизационных инструментов с целью минимизации колебаний [ECB, 2020]. ФАТФ считает, что термин «стабильная монета» является не четкой

юридической или технической категорией, а в первую очередь маркетинговым термином, используемым теми, кто продвигает стейблкоины[1]. Банк международных расчетов также начал использовать термин «так называемые стабильные монеты» (*so-called stablecoins*) [Arner D. at al., 2020].

Технологии, лежащие в основе электронных денег и платежных систем, быстро развиваются. С одной стороны, появление нового вида финансовой инновации, такой как стейблкоин, создает целый ряд проблем с точки зрения финансовых властей по всему миру. С другой стороны, необходимо учитывать их потенциал, в том числе в контексте задач развития цифровых валют центральных банков и трансграничных платежей в них.

Таким образом, тема стабильных монет является достаточно актуальной. В отличие от криптоактивов как таковых им пока посвящено не так много исследований. Среди них можно выделить публичные отчеты Международной организации комиссий по ценным бумагам[2], Совета по финансовой стабильности[3], рабочей группы G7[4], исследования Банка международных расчетов [Arner D. at al., 2020], а также национальных центральных банков, в том числе Европейского центрального банка [ECB, 2020].

## ЭКОНОМИЧЕСКАЯ СУЩНОСТЬ СТЕЙБЛКОИНОВ

Точное определение стейблкоинов пока финансовым рынком не сформулировано, главным образом из-за отсутствия формальных законов и стандартов, касающихся их. В современных реалиях стабильные монеты можно определить как криптовалюту, которая стремится поддерживать стабильную стоимость относительно указанного актива, или пула, или корзины активов. Они, как биткойн и другие криптовалюты, являются электронными деньгами и не выпускаются центральными банками. Монеты основаны на токенах, на базе которых определяется их подлинность [Иванов В. В., Нурмухаметов Р. К., 2020].

Цифровые валюты, помимо ряда базовых характеристик традиционных денег, предлагают системы открытых, трансграничных платежей, свободных от контроля. Однако они не отвечают главному требованию со стороны масс (как частных лиц, так и профессиональных участников финансового рынка), а именно стабильности. В этом и виделось основное препятствие для развития криптовалют.

Идея стабильных монет не нова. Так например, европейские государственные депозитные банки, в частности Банк Амстердама в XVII в., имели схожую экономическую структуру с принципами функционирования современных стабильных монет [Frost J. et al., 2020]. Между картами с сохраненной стоимостью, фондами денежного рынка (*exchange-traded fund*), электронными деньгами, некоторыми формами мобильных денег и стейблкоинами также можно провести параллели. Мировая экономика проходила этап фиксированных валютных курсов, когда курс одной валюты привязывался к стоимости другой или к стоимости корзины валют или активов. Функция поддержки своей валюты в ответ на изменение спроса и предложения на рынке ложилась на центральный банк. Похожая система обеспечения активами заложена и в идею стейблкоинов.

Стабильная монета — это криптовалюта, которая была разработана с целью минимизации волатильности цен. Американским разработчиком Д. Уиллетом в 2012 г. была

---

[1] *FATF Report to the G20 Finance Ministers and Central Bank Governors on So-called Stablecoins. June 2020. URL: https://www.fatf-gafi.org/media/fatf/documents/recommendations/Virtual-Assets-FATF-Report-G20-So-Called-Stablecoins.pdf.*

[2] *Global Stablecoins initiatives. Public Report / International Organization of Securities Commissions. 2020. March. URL: https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD650.pdf.*

[3] *Addressing the regulatory, supervisory and oversight challenges raised by "global stablecoin" arrangements / FSB, 2020. URL: https://www.fsb.org/wp-content/uploads/P140420-1.pdf.*

[4] *G7 Working Group on Stablecoins. Investigating the impact of global stablecoins. 2019. URL: https://www.bis.org/cpmi/publ/d187.pdf.*

опубликована работа, в которой описан метод создания новых токенов на базе блокчейна Bitcoin. Идея заключалась в том, чтобы конечные пользователи сами могли создавать критповалюту, привязанную к товару или фиатной валюте, благодаря чему у нее был бы фиксированный курс. Этот протокол получил название Mastercoin, а в 2014 г. на его основе была запущена криптовалюта Realcoin. В настоящее время она обращается как Tether[5].

Стабильные монеты разработаны таким образом, чтобы быть антиволатильными, соответствовать или максимально похоже имитировать так называемые твердые валюты, такие как доллар США, евро, иена и швейцарский франк. Механизмы стабилизации гарантируют, что стоимость цифровых активов обеспечивается:

— денежными средствами (в одной валюте или корзине разных валют);

— ценными бумагами и товарами, такими как золото;

— криптоактивами;

— ожиданиями пользователей относительно будущей покупательной способности.

Чтобы поддерживать стабильную стоимость по отношению к фиатной валюте, многие стейблкоины предлагают перспективу того, что монета может быть погашена по номиналу. Тем не менее не существует стандартов в отношении состава резервных активов стабильной монеты, и информация, обнародованная в отношении резервных активов эмитента, не соответствует всем соглашениям ни в отношении ее содержания, ни в отношении частоты ее выпуска. Стейблкоины отличаются рискованностью их резервных активов. При этом некоторые соглашения о стабильных монетах включают хранение всех резервных активов на депозитах в застрахованных депозитарных учреждениях или в казначейских векселях США, а другие обеспечиваются более рискованными резервными активами, включая коммерческие бумаги, корпоративные и муниципальные облигации и другие цифровые активы [Bullmann D. et al., 2020].

Таким образом, каждый токен соответствует единице фиатной валюты (или другого резервного актива). Средства хранятся у посредника (третьей стороны), например банка. За каждую единицу твердой валюты, депонированную на банковском счете, пользователь получает токен, подтверждающий право на данный актив.

Без краткосрочной и долгосрочной стабильности считается чрезвычайно рискованным использовать криптовалюты в качестве прямой замены фиатных или традиционных активов. С точки зрения потребителя использовать криптовалюты ежедневно рискованно и непрактично. Стабильные монеты — это единственная форма криптовалют, в которой не нужно беспокоиться о нестабильности и волатильности цен на криптовалюты. Они играют важную роль в силу ряда факторов. Стейблкоины потенциально могут помочь людям, живущим в странах, страдающих от высоких темпов инфляции, что в конечном счете снижает покупательную способность денег. Обычно это является результатом экономической и политической неопределенности. Существует много примеров, когда фиатные деньги подвергались значительной девальвации, причем самым последним примером является национальная валюта Венесуэлы, которая обесценилась более чем на 95 % [Чуйкова А. М., 2021].

## ИНИЦИАТИВЫ ПО ВЫПУСКУ СТАБИЛЬНЫХ МОНЕТ

Рассмотрим несколько инициатив по выпуску стабильных монет.

Одной из таких монет является Tether (USDT), выпущенный гонконгской компанией Tether Limited. Данный стейблкоин эмитируется на различных блокчейнах, включая Bitcoin, Ethereum, Tron, и обеспечен долларом США. Проект Tether был специально

[5] *The second Bitcoin White paper. URL: https://cryptorating.eu/whitepapers/Omni/2ndBitcoinWhitepaper.pdf.*

разработан так, чтобы оригинальным способом соединить фиатные валюты и криптовалюты и предложить пользователям не только стабильность, но и прозрачность, и минимальную комиссию. Он устраняет транзакционные издержки и задержки на криптовалютном рынке, что улучшает исполнение сделок[6].

Каждая единица Tether, выпущенная в обращение, обеспечена в соотношении один к одному соответствующей единицей фиатной валюты, а именно долларом США (то есть 1 USDT равен одному USD), хранящимся на депозите гонконгской компании Tether Limited. Стабильные монеты могут быть погашены или обменены на базовую фиатную валюту в соответствии с условиями предоставления услуг Tether Limited или, если владелец предпочитает, эквивалентную спотовую стоимость в биткоинах. Как только stablecoin будет выдан, его можно будет передать, хранить, тратить и т. д. так же, как биткоины или любую другую криптовалюту[7].

Простота и стабильность — главные преимущества такого вида стабильных монет. Структура с поддержкой фиатных валют проста для понимания. Фиатная валюта является стабильным активом, поскольку она юридически поддерживается правительством и экономикой страны. Это гарантирует, что базовые цены не будут сильно колебаться. Среди недостатков можно выделить централизованность и, соответственно, наличие некоторого регулирования. Токенизированные фонды — это централизованные структуры, подверженные различным рискам (единая точка отказа, т. е. каскадный отказ системы, банкротство центральной структуры, моральные риски). Для проверки достоверности отчетности требуется внешний аудит. Кроме того, процессы, связанные с использованием фиатных валют, требуют большего надзора и регулирования.

*Таблица 1*

**Перечень лучших стабильных монет /**
**List of best stablecoins**

| Наименование | Описание | Год основания | Стаб. актив | Стабилизационный механизм |
|---|---|---|---|---|
| PAX Standard | Стандартный токен Paxos — это платежная платформа в комплекте со стабильной монетой PAX, поддерживаемой 1:1 к доллару США | 2016 | Доллар США | PAX поддерживается 1:1 резервом в размере USD |
| USD Coin | USDC — это стабильная монета, полностью обеспеченная долларом, выпущенная консорциумом CENTRE | 2018 | Доллар США | Каждый токен USDC соответствует одному доллару США, хранящемуся на собственном счете. Децентрализация обеспечивается за счет того, что множество различных проектов могут присоединиться к сети эмитентов USDC, курируемых проектом CIRCLE, каждый из которых поддерживает свои собственные резервы денежных средств для стабилизации выпускаемых им токенов. В то же время надзор за CIRCLE может застраховать от колебаний стоимости, позволяя третьим сторонам самостоятельно выпускать USDC. |
| True USD | True USD — это стабильная валюта, один к одному привязанная к стоимости 1 долл. США за токен | 2018 | | Каждый True USD обеспечен одним долларом США, хранящимся на депозитном счете третьих лиц. Квалифицированные учреждения могут участвовать в True USD системе, устраняя необходимость в доверии к центральному проекту (хотя и заменяя это необходимостью доверия к стороннему бухгалтерскому учету). С незначительными отклонениями цена остается стабильной в пределах 0,02 долл. США |

[6] *Tether: Fiat Currencies on the Bitcoin Blockchain. 2016. URL: https://tether.to/wp-content/uploads/2016/06/TetherWhitePaper.pdf.*

[7] *Там же.*

| Наименование | Описание | Год основания | Стаб. актив | Стабилизационный механизм |
|---|---|---|---|---|
| GUSD | Созданная криптовалютной биржей Gemini стабильная монета Gemini USD утверждает, что является первой стабильной монетой, поддерживаемой долларом США, которая получила одобрение американского регулятора и стремится быть самой прозрачной стабильной монетой на рынке | 2018 | Доллар США | GUSD поддерживается 1:1 реальными долларами в резерве с ежемесячными проверками |
| Dai | Dai — это децентрализованная стабильная валюта, привязанная к доллару США в соотношении 1:1 | 2017 | Криптоактив | Залоговое обеспечение против Ethereum: для создания токенов Dai пользователи должны приобрести и поставить равную стоимость (в долларах США) токенов Ethereum. По мере роста цен на Dai у пользователей появится стимул создавать больше токенов. Когда цена упадет, у пользователей появится стимул продавать свои активы обратно в пул |
| Tether | Tether — одна из самых известных, ценных и надежных стабильных монет на рынке | 2015 | Доллар США | Каждый токен Tether имеет соответствующее обеспечение 1 долл. США, вложенным в собственный аккаунт. В то время как были подняты серьезные вопросы относительно практики бухгалтерского учета компании, цена токена оставалась стабильной в пределах 0,05 долл. США |
| Digix | Digix буквально следует идее золотого стандарта блокчейна, обещая, что каждый токен DGX представляет собой 1 грамм настоящего чистого золота в хранилище в Сингапуре | 2016 | Золото | Обеспеченный активами токен Digix выпускается, как только основной протокол подтверждения происхождения подтверждает, что соответствующая унция золота находится в хранилище. С момента создания цена колебалась примерно в пределах 25 % |

*Источник: Горбачева Т. А. Актуальные тренды на рынке глобальных стейблкоинов / В сб. материалов Всероссийской научно-практической конференции «Пространственное развитие Российской Федерации: современные тенденции и вызовы», 2021. С. 523–534 / Source: Gorbacheva T. A. Current Trends in the Global Stablecoin Market / In the collection of materials of the All-Russian scientific and practical conference "Spatial Development of the Russian Federation: Modern Trends and Challenges", 2021. P. 523–534.*

Примером стабильной монеты, привязанной к другому криптоактиву, является Dai. Dai — это децентрализованная криптовалюта с мягкой привязкой к доллару США, обеспеченная корзиной криптовалют, лежащих в хранилищах смарт-контрактов. Благодаря низкой волатильности она не подвержена гиперинфляции и предоставляет держателям экономическую свободу и возможность использования в любой стране.

Данная стабильная монета похожа на обычные деньги тем, что выполняет четыре их основные функции (средства накопления, обращения, меры стоимости и отложенного платежа). Первая функция выполняется благодаря тому, что валюта Dai слабо подвержена обесцениванию с течением времени. Данный стейблкоин используется по всему миру для проведения любых видов коммерческих операций, а значит, выполняет условие средства обращения. Целевая цена Dai равна 1 долл. США, что означает мягкую привязку к USD в пропорции 1:1. Вне блокчейна стейблкоин не используется в качестве стандартной меры стоимости, однако выполняет эту функцию в рамках протокола Maker и в некоторых децентрализованных блокчейн-приложениях.

Децентрализованная структура прозрачна и безопасна. Ликвидация или преобразование одной криптовалюты в другую происходит быстро, так как это происходит в блокчейне. Каждая транзакция записывается в публичный блокчейн, что обеспечивает полную прозрачность и подотчетность [Сковиков А. Г., Сковиков Н. А., 2020]. Кредитное плечо — еще одно преимущество такого вида стабильных монет. Из-за необходимости избыточного

обеспечения криптозащищенные монеты могут быть использованы для биржевой торговли с левереджем. С другой стороны, базовый актив сам по себе является криптовалютой. Он по своей сути гораздо более изменчив, чем товары или фиатные деньги. В дополнение базовая криптовалюта может быть ликвидирована, если ее стоимость упадет ниже определенного порога.

Примером стабильной монеты, привязанной к реальному товару, служит Digix Gold Token (DGX). Этот токен обеспечен физическим золотом (1 DGX равен 1 грамму фактического золота). Настоящее золото хранится в Singapore Safe House. DGX будет создан только тогда, когда кто-то захочет купить золото через рынок Digix gold. Таким образом, инвесторы получат DGX, эквивалентный золоту, купленному через Digix [Agrawal H., 2019].

DGX может быть полностью погашен в любой момент времени. Стоимость каждого токена полностью зависит от рыночной стоимости золота. Данная стабильная монета основана на алгоритме подтверждения происхождения, в котором каждый слиток золота защищен, а его статус владельца (держателя) точно отслеживается в блокчейне Ethereum [Eufemoi A. C. et al., 2020].

К преимуществам таких стабильных монет можно отнести непосредственно сам факт, что они обеспечены реальными физическими активами. Держатели стейблкоинов имеют доступ к активам, которые являются материальными и подкрепляются реальной стоимостью. Они могут выкупить данные активы по курсу конвертации. Другим преимуществом является их стабильность. Цены на сырьевые товары относительно стабильны и, следовательно, будут представлять собой хороший базовый актив. Токенизация товаров приносит большую ликвидность.

Среди недостатков выделяются централизованность и аудит. Третьи стороны, такие как поставщики, держатели и сам проект как таковой, необходимы для обеспечения полноценного функционирования системы. Процесс аудита — дорогостоящий и трудоемкий, что еще раз подчеркивает преимущества децентрализованного блокчейна [Ситник А. А., 2021].

Basecoin, или Basis, — это стабильная монета, стоимость которой привязана к доллару США посредством алгоритмической корректировки предложения монеты. Стабильность цен достигается за счет мониторинга различных внешних обменных курсов, которые проверяются системой Oracle. Если Basis торгуется выше 1 долл. США, создаются и распространяются новые стабильные монеты, если ниже 1 долл. США, Base bonds (базовые облигации), которые являются отдельной валютой, создаются и продаются на открытом аукционе, чтобы вывести монеты из обращения [Al-Haji N., 2018].

Децентрализованность, стабильность и отсутствие залогов — главные преимущества алгоритмически стабильных монет. Поскольку все корректировки выполняются в цепочке, все данные, относящиеся к стейблкоинам, хранятся в надежном, прозрачном и безопасном регистре. Для создания новых монет не требуется никаких залогов. Поскольку монеты создаются или ликвидируются по алгоритму, единственный способ получить монету — это обмен. Также благодаря тому, что стоимость автоматически корректируется на основе рыночного спроса и предложения, цены стейблкоинов остаются стабильными [Байгулов Р. М. и др., 2020].

## ТЕКУЩЕЕ СОСТОЯНИЕ РЫНКА СТЕЙБЛКОИНОВ

### Регулирование рынка

Центральные банки и государства в целом восприняли криптовалюты с момента их возникновения как угрозу финансовой системе. Однако после нескольких лет наблюдений за данным сектором некоторые монетарные власти приняли решение, что рынок криптовалют необходимо контролировать и регулировать. С этой целью они начали разработки своих проектов по выпуску стабильных монет со статусом законного средства платежа

и обеспечением, аналогичным фиату. Это и есть цифровые валюты центральных банков (ЦВЦБ) [Осмоловец С., 2021].

С учетом данных запросов наблюдательный орган G20 — Совет по финансовой стабильности (FSB) — опубликовал доклад, адресованный национальным органам власти, содержащий десять рекомендаций «высокого уровня». Рекомендации сосредоточены на вопросах финансового регулирования и надзора, касающихся выпущенных частными компаниями монет, преимущественно предназначенных для розничного использования. Проанализировав широкий спектр юрисдикций, FSB приходит к выводу, что существующие режимы регулирования, надзора и контроля, как правило, полностью или частично применяются к соглашениям о стабильных монетах и учитывают некоторые риски, которые они создают. Однако отмечается, что во многих развивающихся странах нормативный охват является менее полным.

Рекомендации включают следующие положения:

1. Органы власти должны иметь и использовать необходимые полномочия и инструменты, а также адекватные ресурсы для всестороннего регулирования, надзора и контроля за стейблкоинами.

2. Власти должны применять нормативные требования к стейблкоинам — такие же, как и к другим подобным активам с соразмерными рисками, независимо от используемых технологий.

3. Регуляторы должны сотрудничать друг с другом как внутри страны, так и на международном уровне в целях содействия всеобъемлющему регулированию и контролю за стабильными монетами.

4. Органам регулирования следует обеспечить создание всеобъемлющей системы надзора за монетами с четким распределением функций.

5. Регуляторы должны быть уверены, что операторы стейблкоинов эффективно управляют всеми возможными рисками, обеспечивают достаточный уровень кибербезопасности.

6. Власти должны обеспечить надежные механизмы и системы для защиты, сбора, хранения и управления данными от эмитентов стабильных монет.

7. Регуляторы должны быть уверены, что эмитенты стейблкоинов соблюдают процедуры разрешения конфликтов с пользователями в соответствии с законодательством.

8. Эмитенты стабильных монет должны предоставлять своим пользователям и регуляторам полную прозрачную информацию о выпуске монет и механизмах стабилизации.

9. Эмитенты должны гарантировать для пользователей юридическую ясность в отношении характера обеспечения и возможности принудительного исполнения любых прав на выкуп.

10. Регуляторы должны убедиться, что стейблкоины соответствуют всем регуляторным и надзорным требованиям, прежде чем разрешить их эмиссию в пределах конкретной юрисдикции[8].

Что касается Российской Федерации, то с 1 января 2021 г. вступил в силу Федеральный закон «О цифровых финансовых активах, цифровой валюте и о внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации». Первоначально при его разработке в 2018 г. планировалось реализовать регулирование только цифровых токенов, их выпуск и оборот. Однако в это же самое время ФАФТ также исследовала вопрос оборота цифровых финансовых активов, в результате чего появились рекомендации для национальных регуляторов и проект российского закона претерпел изменения. В соответствии с данным документом цифровыми финансовыми активами «признаются цифровые права, включающие денежные требования, возможность осуществления прав по эмиссионным

[8] *Addressing the regulatory, supervisory and oversight challenges raised by "global stablecoin" arrangements / Consultative document. April 2020. URL: https://www.fsb.org/wp-content/uploads/P140420-1.pdf.*

ценным бумагам, права участия в капитале непубличного акционерного общества, право требовать передачи эмиссионных ценных бумаг, которые предусмотрены решением о выпуске цифровых финансовых активов в порядке, установленном настоящим федеральным законом, выпуск, учет и обращение которых возможны только путем внесения (изменения) записей в информационную систему на основе распределенного реестра, а также в иные информационные системы»[9]. Статья 3 гласит: «Цифровой валютой признается совокупность электронных данных (цифрового кода или обозначения), содержащихся в информационной системе, которые предлагаются и (или) могут быть приняты в качестве средства платежа, не являющегося денежной единицей Российской Федерации, денежной единицей иностранного государства и (или) международной денежной или расчетной единицей, и (или) в качестве инвестиций и в отношении которых отсутствует лицо, обязанное перед каждым обладателем таких электронных данных, за исключением оператора и (или) узлов информационной системы, обязанных только обеспечивать соответствие порядка выпуска этих электронных данных и осуществления в их отношении действий по внесению (изменению) записей в такую информационную систему ее правилам»[10].

Сравнение определений федерального закона с терминологией рынка криптовалют позволяет сделать вывод, что положения данного документа затрагивают лишь отдельные виды токенов, такие как классические токены, кредитные, токены-акции, необеспеченные валюты крипторынка. Что касается стейблкоинов, то такие монеты, обеспеченные фиатными валютами или золотом, можно отнести к представленному в законе определению финансового актива, а значит, на них распространяются положения закона. Но оставшиеся виды стабильных монет остаются за пределами регулирования.

### Показатели рынка

Стабильные монеты обычно используются на рынке криптовалют в качестве хеджирования против биткоина (BTC) и других топовых альткоинов. Многие трейдеры криптовалют (в основном краткосрочные) продают их за стабильные монеты, если они думают, что ожидаются инфоповоды, которые снизят общие цены на криптоактивы. Преобразование активов в стабильные монеты защищает их ценность. Ежемесячные рейтинги торгов показывают, что Tether занимает второе место по объему торгов, уступая только биткоину. USDT — самая популярная стабильная монета на рынке, которая чаще всего используется для хеджирования криптопозиций [Lyons R. K., Viswanath-Natraj G., 2020].

Tether в основном используется краткосрочными криптотрейдерами для снижения рисков без фактического «обналичивания» или перевода денег обратно на банковский счет, что требует значительного количества времени, иногда часов или даже дней, прежде чем можно будет повторно ввести деньги обратно на рынок криптовалют. Стабильные монеты упрощают этот процесс, предоставляя маркированную возможность сохранения стоимости актива в долларах США [Lyons R. K., Viswanath-Natraj G., 2020].

Объем транзакций стабильных монет вырос более чем в десять раз с 2020 г., достигнув 308,5 млрд долл. США в январе 2021 г. по сравнению с 24 млрд долл. в январе 2020 г.[11] Количество ежедневных активных пользователей стабильных монет, которое определяется суммой всех уникальных адресов, взаимодействующих со стейблкоинами на актуальный день, достигло рекордного уровня в 300 тыс. в январе 2021 г.[12] Это означает, что

---

[9] *Федеральный закон «О цифровых финансовых активах, цифровой валюте и о внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации» от 31.07.2020 № 259-ФЗ (последняя редакция) URL: http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_358753/.*

[10] *Там же.*

[11] *The Block research. Stablecoins: Bridging the Network Gap Between Traditional Money and Digital. URL: https://www.theblockcrypto.com/reports.*

[12] *Там же.*

300 тыс. кошельков ежедневно взаимодействуют со стабильными монетами. С начала 2020 г. число пользователей выросло более чем на 400 %. Количество ежедневных транзакций достигло небывалого максимума — почти 600 тыс. в 2021 г. Темп прироста данного показателя составил 500 % по сравнению с 2020 г. [Celermajer B., 2021].

Стабильные монеты в настоящее время не используются для небольших платежей. Подавляющее большинство, то есть примерно 67 % всех транзакций, составляло от 100 до 10 тыс. долл. США. Более 5 % всех операций были транзакциями на сумму более 100 тыс. долл. Менее 2 % всех транзакций были меньше 10 долл., и 10,7 % варьировались от 10 до 100 долл. Это является следствием высоких комиссий за транзакции в Ethereum. В последнее время средняя комиссия за транзакцию в этой системе составляла более 5 долл. В сочетании с тем фактом, что каждый пользователь в среднем совершает всего около двух операций в день, цифры говорят о том, что стейблкоины по-прежнему не используются для торговли или каких-либо задач, связанных с транзакциями[13]. Прежде всего стабильные монеты используются как криптобиржами для передачи друг другу фиатной валюты, в частности долларов США, вне банковской системы, так и пользователями при осуществлении купли-продажи цифровых активов. Главной особенностью стейблкоинов становится отсутствие посредника в виде банка, а значит, и возможных правовых ограничений, а также хеджирование необеспеченных криптоактивов в краткосрочный перспективе[14].

В настоящее время биржи владеют стабильными монетами на сумму не менее 14,4 млрд долл. США, или около 38 % от общего объема предложения, от имени своих пользователей. Binance, крупнейшая криптовалютная биржа, в настоящее время имеет самую большую сумму на своих кошельках (9,3 млрд долл.), за ней следует Huobi (2,9 млрд долл.) и OKEx (721 млн долл.)[15].

По меньшей мере 4,3 млрд долл. в стабильных монетах, или около 11 % от общего объема поставок, были заблокированы в протоколах и сервисах DeFi (*Decentralized finance*) осенью 2021 г. В начале 2020 г. эта сумма составляла менее 100 долл. Curve, децентрализованная биржа стабильных монет, в настоящее время имеет наибольшую стоимость, зафиксированную в ее контрактах (744 млн долл.), за ней следуют Aave (675 млн долл.) и Uniswap (654 млн долл.)[16].

51 % предложений стабильных монет хранится в неидентифицированных кошельках. Большинство из них, скорее всего, принадлежат внебиржевым отделам, торговым компаниям и частным кошелькам трейдеров или розничных инвесторов. Некоторые из них также могут принадлежать не помеченным адресам бирж или протоколам DeFi, но это, вероятно, составляет небольшую часть от общего числа.

Из-за природы блокчейна практически невозможно определить, где находятся держатели стабильных монет. В то время как биржи и дистрибьюторы стейблкоинов могут обладать этой информацией из-за требований KYC (*Know Your Customer*), данные не являются общедоступными. Один прокси-сервер можно найти, изучив сетевую активность в зависимости от времени суток. Переводы в Tether гораздо чаще происходят в азиатских часовых поясах, в то время как переводы в USDC — в американских часовых поясах [Lyons R. K., Viswanath-Natraj G., 2020].

Уже сейчас можно наблюдать рост активности поставщиков стабильных монет, выходящий за рамки полезности торговли криптовалютами. Основные преимущества stablecoin, а именно более высокая скорость транзакций, платежи без границ, как правило, более

---

[13] *The Block research. Stablecoins: Bridging the Network Gap Between Traditional Money and Digital. URL: https://www.theblockcrypto.com/reports.*

[14] *Cryptocurrency Ecosystem Comparison: Bitcoin vs. Ethereum vs. Stablecoins. URL: https://blog.chainalysis.com/reports/cryptocurrency-ecosystem-bitcoin-ethereum-stablecoins.*

[15] *The Block research. Stablecoins: Bridging the Network Gap Between Traditional Money and Digital.*

[16] *DeFi Pulse. Analytics + ranking of DeFi protocols. URL: https://defipulse.com/blog/page/2/.*

низкие комиссии и в конечном счете программируемые деньги, уже сегодня обеспечивают множество вариантов применения стабильных монет:

— денежные переводы;
— микроплатежи;
— коммерческие платежи;
— банковские депозиты и снятие средств;
— начисление заработной платы;
— депонирование;
— кредитование;
— торговля иностранной валютой.

Что касается традиционных финансов, то торговля иностранной валютой поможет извлечь огромную выгоду из использования стабильных монет. Это уже видно по ежедневным объемам торгов EUR/USD и GBP/USD на eToroX — профессиональной криптобирже, которые в совокупности часто превышают несколько сотен миллионов долларов США. Интересно, что стабильные монеты eToroX практически не имеют объема транзакций по цепочке, что говорит о том, что они используются только для торговли.

В совокупности с 2016 г. компании, разрабатывающие проекты стабильных монет, привлекли примерно 473,5 млн долл. США в рамках 36 мероприятий по привлечению капитала. Средний размер сделки для венчурных инвестиций на ранней стадии составлял 15 млн долл., а средний размер первоначальных предложений монет на ранней стадии (ICO) — примерно 15,4 млн долл. США. Начальные сделки для проектов stablecoin были значительно ниже по стоимости при среднем размере 2 млн долл.[17]

В 2018 г. был отмечен самый высокий объем инвестиций в этот сектор, при этом 295,5 млн долл. было выделено на проекты stablecoin — в основном из-за популярности иконок в то время[18]. Synthetix (Havven в настоящее время), Basis и TrueUSD провели свои привлечения средств в течение 2020 г., что в совокупности составило 62 % финансирования сектора в 2018 г.[19]

В то время как инвестиции в стабильные проекты в 2020 г. не достигли высот 2018 г., возобновление интереса и спроса на стабильные монеты привело к увеличению финансирования сегмента на 97 % в годовом исчислении. Circle получил 25 млн долл. от Digital Currency Group для повышения доходности и предоставления услуг по кредитованию в долларах США. В 2020 г. произошло небольшое оживление в сфере продаж токенов — продажи провели Claps, mStable (mUSD) и Equilibrium Lab (EOSDT). Basis привлекла самую большую сумму — 133 млн долл. — среди эмитентов стабильных монет [Thorne J., 2021].

После Basic больше всего капитала в совокупности привлекла cLabs. Платформа, ориентированная на мобильные устройства, собрала в общей сложности 56,5 млн долл. США. Финансирование USDC, второй по величине стабильной монеты по доле рынка, составляет 45 млн долл. Это финансирование включает средства, собранные Консорциумом Center (Coinbase и Circle), эмитентом USDC, и недавний капитал, привлеченный в 2021 г. Circle для дальнейшего развития USDC.

Совокупный запас стабильных монет достиг почти 40 млрд долл. (по сравнению с базой, близкой к нулю в течение двух лет), в то время как объем транзакций в стейблкоинах превысил более 300 млрд долл. только в январе 2021 г., превзойдя рекордный показатель предыдущего месяца более чем на 60 %[20].

---

[17] *The blockchain. The State of Stablecoins. 2018. URL: https://www.blockchain.com/ru/static/pdf/StablecoinsReportFinal.pdf.*

[18] *Там же.*

[19] *The Block research. Stablecoins: Bridging the Network Gap Between Traditional Money and Digital.*

[20] *Там же.*

Растущее использование стабильных монет и спрос на них в начале 2020-х гг. не прошли незамеченными для руководителей платежных компаний, международных организаций и центральных банков. В мае 2020 г. генеральный директор Visa Альфред Келли сказал, что он рассматривает цифровые валюты, поддерживаемые фиатной валютой, как потенциальную развивающуюся платежную технологию, дополняющую платежную экосистему, а не являющуюся негативной или прямой ее заменой[21].

Управляющий Банком Англии Эндрю Бейли выступил с речью в сентябре 2020 г., в которой затронул стабильные монеты, цифровые валюты центрального банка (CBDC) и будущее платежей. Во время этой речи Бейли повторил, что стабильные монеты уже являются функционирующей реальностью[22].

Взрывной рост стейблкоинов в 2020 г. был вызван множеством факторов, включая возросший спрос на стабильные монеты для использования в качестве обеспечения деривативов, усиление доминирования номинала спотовых пар в стабильных монетах и бум DeFi в целом. Однако подавляющее большинство случаев использования стабильных монет по-прежнему связано с торговлей или спекуляцией криптовалютами.

Сильная привязка стабильных монет к рынку товаров в торговле криптовалютами может довольно легко перейти в другие области, например торговлю на рынке Форекс. Stablecoins потенциально могут широко использоваться для денежных переводов и платежей. Пока что все стабильные монеты были выпущены компаниями и проектами, ориентированными на криптовалюту, но с учетом растущей популярности и объема рынка стейблкоинов в дальнейшем и более традиционные компании могут выпустить свои собственные стабильные монеты.

## ВЫВОДЫ

Стейблкоины стали мощной силой в быстро меняющейся экосистеме криптовалют. Следующий этап — возможно, критический — будет зависеть от разработки вариантов их использования за пределами ниш индустрии цифровых активов. Стабильные монеты имеют потенциал для выхода за пределы криптовалютного рынка. Однако такой рост, скорее всего, будет постепенным до тех пор, пока не будут устранены разногласия в области регулирования, по мере того как страны будут создавать свои законы и технические стандарты.

Тем не менее, за исключением каких-либо серьезных вмешательств, как только будут созданы глобальные регуляторные рамки, можно предположить, что годовой объем стабильных монет в размере 1 трлн долл. США станет только началом. Выигрыш может быть огромным для тех, кто успешно преодолеет разрыв в сети между традиционными деньгами и экосистемой цифровых ценностей завтрашнего дня.

Изучив различные подходы к стейблкоинам, можно заключить, что стабильные монеты представляют собой особый вид цифровых прав, обеспеченных различного вида активами, но в отличие от электронных денег денежными средствами не являются.

Большинство стейблкоинов сегодня привязаны к фиатным валютам. В связи с этим даже децентрализованная основа не может устранить их зависимости от национальных правительств. Поэтому эмитенты стейблкоинов вынуждены выстраивать отношения с регуляторами и традиционными участниками рынка.

По результатам рассмотрения классификации, преимуществ и недостатков различных видов стабильных монет необходимо отметить, что стейблкоины могут оказать значительное

---

[21] *Yulin C. Visa is seeking a patent for 'digital fiat currency' — and the filing points to a central bank use case. May, 2020. URL: https://www.theblockcrypto.com/post/65314/visa-is-seeking-a-patent-for-digital-fiat-currency-and-the-filing-points-to-a-central-bank-use-case.*

[22] *Bailey A. Reinventing the wheel (with more automation). September, 2020. URL: https://www.bankofengland.co.uk/speech/2020/andrew-bailey-speech-on-the-future-of-cryptocurrencies-and-stablecoins.*

влияние на дальнейшее развитие платежных систем, а значит, и на денежно-кредитную политику центральных банков. Резкий рост и спрос на стейблкоины увеличивает их роль в платежных системах разных стран. Для обеспечения финансовой стабильности монетарным властям целесообразно регулировать системно значимые платежные системы и совместно выработать рамки международной нормативно-правовой базы для регулирования глобального рынка стейблкоинов. Это особенно важно в рамках перспектив развития цифровых валют центральных банков и трансграничных платежей с одной или несколькими ЦВЦБ.

### *Список источников*


Байгулов Р. М., Сковиков Н. А., Сковиков А. Г. Технология блокчейн как драйвер цифровой экономики // Вестник Московского гуманитарно-экономического института. 2020. № 3. С. 17–28. URL: https://doi.org/10.37691/2311-5351-2020-0-3-17-28.

Горбачева Т. А. Актуальные тренды на рынке глобальных стейблкоинов. Пространственное развитие Российской Федерации: современные тенденции и вызовы. Материалы всероссийской научно-практической конференции. Под ред. А. В. Семеновой, Л. Г. Руденко, Н. Н. Егоровой. Москва: МУ им. С. Ю. Витте, 2021. С. 523–534.

Иванов В. В., Нурмухаметов Р. К. Содержание и экономическая природа стейблкоинов // Корпоративное управление и инновационное развитие экономики Севера: Вестник Научно-исследовательского центра корпоративного права, управления и венчурного инвестирования Сыктывкарского государственного университета. 2020. № 1. С. 73–82. URL: https://doi.org/10.34130/2070-4992-2020-1-73-82.

Осмоловец С. Цифровая валюта центрального банка: сущность, концепции и риски эмиссии // Банковский вестник. 2021. № 4. С. 21–30.

Ситник А. А. Технология блокчейн в платежных системах // Актуальные проблемы российского права. 2021. Т. 16. № 5 (126). С. 42–54. URL: https://doi.org/10.17803/1994-1471.2021.126.5.042-054.

Сковиков А. Г., Сковиков Н. А. Технология блокчейн и децентрализованные приложения. В сб.: Российская экономика: взгляд в будущее. Материалы VI Международной научно-практической конференции. Отв. ред. Я. Ю. Радюкова. Тамбов: Тамбовский государственный университет им. Г. Р. Державина, 2020. С. 157–162.

Чуйкова А. М. Венесуэльская криптовалюта petro как элемент денежно-кредитной политики // Латинская Америка. 2021. № 4. С. 23–39. URL: https://doi.org/10.31857/S0044748X0014086-3.

Agrawal H. DigixDAO & Digix Gold: A Beginner's Guide To Tokenized Gold / CoinSutra, 2019. URL: https://coinsutra.com/digixdao-digixgold-dgd-dgx.

Al-Haji N. Introducing Basis, a Stable Cryptocurrency with an Algorithmic Central Bank / Medium, 2018. URL: https://medium.com/basis-blog/introducing-basis-a-stable-cryptocurrency-with-an-algorithmic-central-bank-7a795393a525.

Arner D., Auer R., Frost J. Stablecoins: risks, potential and regulation / BIS Working Papers No 905, 2020. URL: https://www.bis.org/publ/work905.pdf.

Bullmann D., Klemm J., Pinna A. In search for stability in cryptoassets: are stablecoins the solution? / ECB Occasional Paper Series. 2020. No. 230. URL: https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpops/ecb.op230~d57946be3b.en.pdf.

Celermajer B. Coin Metrics supply transparency report — Q1 2021 / Coinmetrics, April 14, 2021. URL: https://coinmetrics.io/coin-metrics-supply-transparency-report-q1-2021.

Stablecoins: Implications for monetary policy, financial stability, market infrastructure and payments, and banking supervision in the euro area / ECB. Occasional Paper No 247, September 2020. URL: https://www.ecb.europa.eu//pub/pdf/scpops/ecb.op247~fe3df92991.en.pdf.

Eufemoi A. C., Chng K. C., Djie S. Digix's Whitepaper: The gold Standard in Crypto-Assets. 2020. URL: https://github.com/DigixGlobal/digix-press-kit/blob/master/digix-whitepaper.pdf.

Frost J., Shin H. S., Wierts P. An early stablecoin? The Bank of Amsterdam and the governance of money / BIS Working Papers No. 902, 2020.

Lyons R. K., Viswanath-Natraj G. What keeps stablecoins stable? / NBER Working Paper 27136. May 2020. URL: https://www.nber.org/system/files/working_papers/w27136/w27136.pdf.

Thorne J. Bitcoin bull market is fueling another boom in blockchain start deals / PitchBook, February 8, 2021. URL: https://pitchbook.com/news/articles/bitcoin-bull-market-blockchain-startup-deals.


---

### *References*


Agrawal H. (2019). DigixDAO & Digix Gold: A Beginner's Guide To Tokenized Gold. CoinSutra. Available at: https://coinsutra.com/digixdao-digixgold-dgd-dgx.

Al-Haji N. (2018). Introducing Basis, a Stable Cryptocurrency with an Algorithmic Central Bank. Medium. Available at: https://medium.com/basis-blog/introducing-basis-a-stable-cryptocurrency-with-an-algorithmic-central-bank-7a795393a525.

Arner D., Auer R., Frost J. (2020). Stablecoins: risks, potential and regulation. BIS Working Papers No 905. Available at: https://www.bis.org/publ/work905.pdf.

Baigulov R.M., Skovikov, N.A., Skovikov A.G. (2020). Blockchain Technology as a Driver of the Digital Economy. *Vestnik Moskovskogo gumanitarno-ekonomicheskogo instituta — Vestnik MHEI*, no. 3, pp. 17–28 (In Russ.). Available at: https://doi.org/10.10.37691/2311-5351-2020-0-3-17-28.

Bullmann D., Klemm J., Pinna A. (2020). In search for stability in cryptoassets: are stablecoins the solution? ECB Occasional Paper Series, no. 230. Available at: https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpops/ecb.op230~d57946be3b.en.pdf.

Celermajer B. (2021). Coin Metrics supply transparency report — Q1 2021. Coinmetrics. Available at: https://coinmetrics.io/coin-metrics-supply-transparency-report-q1-2021.

Chuykova A.M. (2021). The Venezuelan Cryptocurrency Petro as an Element of Monetary Policy. *Latinskaya Amerika — Latin America*, no. 4, pp. 23–39 (In Russ.). Available at: https://doi.org/10.31857/S0044748X0014086-3.

ECB (2020). Stablecoins: Implications for monetary policy, financial stability, market infrastructure and payments, and banking supervision in the euro area. Occasional Paper No 247, September. Available at: https://www.ecb.europa.eu//pub/pdf/scpops/ecb.op247~fe3df92991.en.pdf.

Eufemoi A.C., Chng K.C., Djie S. (2020). Digix's Whitepaper: The gold Standard in Crypto-Assets. Available at: https://github.com/DigixGlobal/digix-press-kit/blob/master/digix-whitepaper.pdf.

Frost, J., Shin H.S., Wierts P. (2020). An early stablecoin? The Bank of Amsterdam and the governance of money. BIS Working Papers, no. 902.

Gorbacheva T.A. (2021). Current Trends in the Global Stablecoin Market. In: Spatial Development of the Russian Federation: Current Trends and Challenges. The collection of materials of the All-Russian Scientific and Practical Conference. Ed. A.V. Semenova, L.G. Rudenko, N.N. Egorova. Moscow: MUIV Publ., pp. 523–534 (In Russ.).

Ivanov V.V., Nurmukhametov R.K. (2020). The Content and Economic Nature of Stablecoins. *Korporativnoe upravlenie i innovacionnoe razvitie ekonomiki Severa: Vestnik Nauchno-issledovatel'skogo centra korporativnogo prava, upravleniya i venchurnogo investirovaniya Syktyvkarskogo gosudarstvennogo universiteta — Corporate Governance and Innovative Economic Development of the North. Bulletin of Research Center of Corporate Law, Management and Venture Investment of Syktyvkar State University*, no. 1, pp. 73–82 (In Russ.). Available at: https://doi.org/10.34130/2070-4992-2020-1-73-82.

Lyons R., Viswanath-Natraj G. (2020). What keeps stablecoins stable? NBER Working Paper 27136. Available at: https://www.nber.org/system/files/working_papers/w27136/w27136.pdf.

Osmolovets S. (2021). Digital Currency of the Central bank: Essence, Concepts and Emission Risks. *Bankovskii vestnik — Bank Bulletin*, no. 4, pp. 21–30 (In Russ.).

Skovikov A.G., Skovikov N.A. (2020). Blockchain Technology and Decentralized Applications. In the collection: Russian Economy: a Glance into the Future. Materials of the VI International Scientific and Practical Conference. Editor-in-chief Ya.Yu. Radyukova. Tambov: Derzhavin Tambov State University, pp. 157–162 (In Russ.).

Sitnik A.A. (2021). Blockchain Technology in Payment systems. *Aktual'nye problemy rossijskogo prava — Actual Problems of Russian Law*, vol. 16, no. 5, pp. 42–54 (In Russ.). Available at: https://doi.org/10.17803/1994-1471.2021.126.5.042-054.

Thorne J. (2021). Bitcoin bull market is fueling another boom in blockchain start deals. PitchBook, February 8. Available at: https://pitchbook.com/news/articles/bitcoin-bull-market-blockchain-startup-deals.

### *Информация об авторе*

***Татьяна Александровна Горбачева**, кандидат экономических наук, доцент кафедры финансового учета Московского университета им. С. Ю. Витте, г. Москва*

### *Information about the author*

***Tatiana A. Gorbacheva**, Candidate of Economic Sciences, Associate Professor, Department of Financial Accounting, Moscow Witte University, Moscow*

*Статья поступила в редакцию 26.07.2021*
*Одобрена после рецензирования 24.12.2021*
*Принята к публикации 04.02.2022*

*Article submitted July 26, 2021*
*Approved after reviewing December 24, 2021*
*Accepted for publication February 4, 2022*

**Уважаемые читатели и авторы!**

Заказать доставку номеров «Финансового журнала» (подписной индекс 42068) первого полугодия и оформить подписку на издание на второе полугодие 2022 г. можно через представительства ГК «Урал-Пресс». См. https://ural-press.ru/contact/

**Редакция:**

**Главный редактор** В. С. Назаров
**Ведущий редактор** Т. М. Захарова
**Корректор** И. П. Белова
**Дизайн и верстка** А. С. Лухин
**Редактор английского текста** А. С. Нечаева

**Адрес редакции:**

Настасьинский пер., д. 3, стр. 2, Москва 127006, Россия
Тел. (495) 699-76-83
E-mail: finjournal@gmail.com
Сайт: www.finjournal-nifi.ru

Подписано в печать 22.02.2022. Свободная цена. Тираж 200 экз. Заказ № 780-22.
Отпечатано в соответствии с предоставленными материалами в ООО «Амирит».
410004, г. Саратов, ул. Чернышевского, 88, литер У.
Тел. (8452) 24-86-33, e-mail: 248633a@mail.ru