

# Финансирование компаний в условиях замедления экономики и санкций

**М.В. Петров,**

Финансовый университет,  
Москва, Россия

<https://orcid.org/0000-0002-9558-7857>

## АННОТАЦИЯ

В статье анализируются современные тенденции финансирования российских нефинансовых компаний, сформировавшиеся в середине 2010-х гг. в условиях замедления национальной экономики, сокращения притока иностранного капитала и введения антироссийских санкций.

Цель исследования – анализ изменений в динамике и структуре источников финансирования отечественных компаний, произошедших в 2014–2017 гг., а также оценка возможных мер по расширению доступности для них финансовых ресурсов.

Использовались общенаучные методы статистического анализа, научной абстракции и логического обобщения, а также сравнительный и институциональный подходы.

В работе рассмотрены динамика и особенности финансирования российских компаний в 2014–2017 гг. Установлено, что сжатие притока иностранного капитала, произошедшее в указанном периоде, предприятия смогли в значительной степени компенсировать за счет увеличения заимствований у отечественных банков и на рынке корпоративных облигаций, а также получения финансовой поддержки от государства в рамках реализации антикризисных мероприятий. Замещение зарубежного финансирования внутренними источниками позволило сохранить устойчивость корпоративного сектора в кризисный период. Однако сегодня, когда экономика вышла из кризиса и предприятия нуждаются в дополнительных средствах для развития бизнеса, они сталкиваются с ограниченностью предложения финансовых ресурсов на внутреннем рынке, обусловленном главным образом резким замедлением динамики банковского кредитования реального сектора, наблюдаемым с 2015 г.

В статье делается вывод, что в условиях сокращения импорта капитала главный резерв повышения доступности финансовых ресурсов для российских предприятий – наращивание банковского кредитования экономики. С целью его стимулирования государству следует активно расширять практику применения механизмов государственно-частного партнерства в финансово-банковской сфере, включая предоставление гарантий по кредитам и совместное с банками финансирование приоритетных инвестиционных проектов.

**Ключевые слова:** корпоративное финансирование; банковское кредитование; корпоративные облигации; международное кредитование; еврооблигации; прямые иностранные инвестиции; финансовые санкции; бюджетное финансирование; государственная поддержка бизнеса; государственно-частное партнерство

**Для цитирования:** Петров М.В. Финансирование компаний в условиях замедления экономики и санкций. *Финансы: теория и практика*. 2018;22(3):84–99. DOI: 10.26794/2587-5671-2018-22-3-84-99



DOI: 10.26794/2587-5671-2018-22-3-84-99

UDC 336.647/.648

JEL E44, F34, G18, G21, G32

# Financing Companies in the Context of Economic Slowdown and Sanctions

**M.V. Petrov,**

Financial University,

Moscow, Russia

<https://orcid.org/0000-0002-9558-7857>

## ABSTRACT

The article analyzes the current trends of financing Russian non-financial companies, formed in the mid-2010s during the slowdown of the growth of the national economy, the reduction of foreign capital inflows and the introduction of anti-Russian sanctions.

The purpose of the study is to analyze changes in the dynamics and structure of sources of financing of domestic companies that occurred in 2014–2017, as well as to assess possible measures to expand the availability of financial resources for them.

We used general scientific methods of statistical analysis, scientific abstraction and logical generalization, as well as comparative and institutional approaches.

The paper considers the dynamics and peculiarities of financing of Russian companies in 2014–2017. We established that despite the compression of foreign capital inflow that occurred in the specified period, the enterprises were able to largely compensate losses increasing borrowings from domestic banks and the corporate bond market, as well as obtaining financial support from the state in the framework of anti-crisis measures.

The replacement of foreign financing with domestic sources allowed to maintain the stability of the corporate sector during the crisis period. However, today, when the economy is out of crisis and enterprises need additional funds for business development, they face a limited supply of financial resources in the domestic market, mainly due to the sharp slowdown in the dynamics of bank lending to the real sector, observed since 2015.

We conclude that in the conditions of reduction of capital imports the main reserve for increasing the availability of financial resources for the Russian enterprises is the increase of bank lending to the economy. In order to encourage it, the state should actively expand the practice of public-private partnership mechanisms in the financial and banking sector, including the provision of guarantees for loans and joint financing with banks of priority investment projects.

**Keywords:** corporate finance; bank lending; corporate bonds; international lending; Eurobonds; foreign direct investment; financial sanctions; budget financing; state support of business; public-private partnership

**For citation:** Petrov M.V. Financing companies in the context of economic slowdown and sanctions. *Finansy: teoriya i praktika = Finance: Theory and Practice*. 2018;22(3):84-99. (In Russ.). DOI: 10.26794/2587-5671-2018-22-3-84-99

## ВВЕДЕНИЕ

Вступление России в длительный период низких или даже отрицательных темпов роста экономики, а также обострение внешнеполитических отношений с западными странами и введение ими в 2014 г. финансовых санкций ощутимо затруднили деятельность российских компаний. Одним из наиболее болезненных последствий для

них стало снижение доступности финансовых ресурсов, обусловленное сокращением поступления иностранного капитала в Россию и ухудшением условий заимствований на внутреннем рынке. Наиболее сложная ситуация с фондированием предприятий сложилась в конце 2014 и в 2015 гг. В дальнейшем она стала улучшаться благодаря постепенному восстановлению отече-

ственного финансового рынка от внешних шоков и некоторому оживлению притока международных инвестиций. Тем не менее возможности компаний по привлечению финансирования сегодня в большинстве случаев остаются более ограниченными, чем в начале текущего десятилетия, что негативно отражается на уровне их деловой активности и в конечном итоге на темпах роста национальной экономики. В связи с этим анализ современных тенденций финансирования российских предприятий и определение возможных мер по повышению доступности для них инвестиционных ресурсов представляют актуальную научную задачу.

### **МЕЖДУНАРОДНОЕ ФИНАНСИРОВАНИЕ РОССИЙСКИХ КОМПАНИЙ В 2014–2017 ГГ.**

Активная интеграция России в мировые финансы в 2000-х — начале 2010-х гг. способствовала значительному увеличению импорта капитала отечественными компаниями и превращению иностранных инвестиций в один из главных источников фондирования их деятельности. По сравнению с привлечением средств на внутреннем рынке международное финансирование обладало рядом существенных преимуществ: возможностью получения крупных финансовых ресурсов, более гибкими и привлекательными с точки зрения стоимости и сроков условиями заимствований, повышенной имиджевой составляющей. В связи с этим резкое ограничение доступа к внешним рынкам капитала, произошедшее в 2014 г. в результате воздействия комплекса неблагоприятных экономических и внешнеполитических факторов, в том числе принятия США и ЕС антироссийских финансовых санкций, создало для российских предприятий серьезные трудности. Причины сокращения притока зарубежного капитала в Россию и его макроэкономические последствия детально проанализированы в отечественной экономической литературе, в частности в работах И. Ю. Борисовой и соавторов [1], А. С. Булатова [2], Е. Т. Гурвича и И. В. Прилепского [3], В. С. Загашвили [4], В. Е. Маневича [5].

Примерное представление о масштабах и динамике международного финансирования отечественных компаний в 2014–2017 гг. позволяет получить статистика внешнего сектора от Банка России. Следует оговориться, что ее использование для целей настоящей работы затрудняется

рядом обстоятельств. Во-первых, в ней отсутствуют отдельные данные для сектора нефинансовых предприятий, выступающего объектом изучения в статье. В платежном балансе РФ их операции учитываются в разделе «Прочие секторы» вместе с небанковскими финансовыми институтами, домохозяйствами и некоммерческими организациями, в международной инвестиционной позиции — в разделе «Нефинансовые организации, домашние хозяйства и некоммерческие организации, обслуживающие домашние хозяйства». И хотя итоговые показатели по указанным разделам формируются в основном за счет транзакций нефинансовых компаний, использовать их для анализа привлечения предприятиями иностранного капитала можно только с очевидными оговорками.

Во-вторых, при составлении инвестиционной позиции РФ сведения о внешних обязательствах резидентов Банк России дает с учетом результатов рыночной и валютной переоценки, что затрудняет анализ реальной динамики иностранных инвестиций, формирующих эти обязательства. Наконец, существенная часть финансовых сделок, учитываемых в статистике внешнего сектора и влияющих на размер международных обязательств резидентов, связана не с получением ими иностранных инвестиций, а с переходом прав собственности на существующие финансовые активы, например, покупкой нерезидентами ценных бумаг отечественных предприятий, обращающихся на фондовом рынке.

Несмотря на отмеченные ограничения, статистика Банка России дает возможность выявить общие тренды международного финансирования отечественных компаний. Главным из них в анализируемом периоде стало значительное сокращение объема привлекаемых ими прямых иностранных инвестиций (ПИИ), а также ссуд и займов, до этого в течение нескольких лет довольно быстро, хотя и не всегда стабильно, увеличивавшихся (рис. 1). Настоящий коллапс рынка внешнего корпоративного финансирования, сопровождавшийся резким падением импорта капитала, произошел в 2014 г. В дальнейшем динамика поступления средств стабилизировалась, но на низком уровне. Улучшение макроэкономической ситуации в России позволило компаниям в 2017 г. активизировать привлечение финансовых ресурсов за рубежом. Однако даже несмотря на отмеченный рост достигнутые по итогам года показатели притока иностранных инвестиций многократно уступают докризисным значениям.

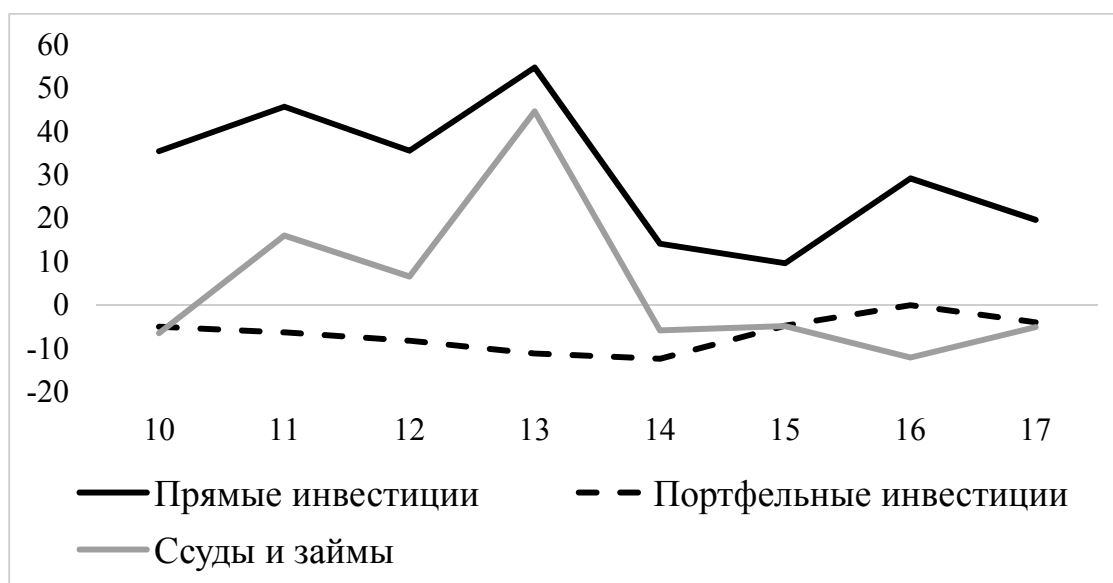


Рис. 1 / Fig. 1. Привлечение иностранного капитала резидентами РФ, млрд долл. / Raising foreign capital by residents of the Russian Federation, billions of \$U.S.

*Примечания / Notes:* Данные по прямым инвестициям указаны для предприятий всех видов экономической деятельности, за исключением финансовой деятельности и государственного управления, данные по портфельным инвестициям, ссудам и займам – для раздела «Прочие секторы» / Data on direct investment concern enterprises of all types of economic activity, excluding financial activities and public administration; data on portfolio investments and loans – for the section “Other Sectors”.

Данные за 2017 г. – для 9 мес. / Data for 2017 – for the 9 months.

*Источник / Source:* составлено автором по данным Банка России. URL: <http://www.cbr.ru/statistics/?PrtlId=svs> (дата обращения 23.02.2018) / Compiled by the author according to the Bank of Russia data. URL: <http://www.cbr.ru/statistics/?PrtlId=svs> (accessed 23.02.2018).

Импорт ПИИ нефинансовыми компаниями, составлявший в 2013 г. 54,8 млрд долл., в 2014 г. упал до 14,2 млрд долл., а в 2015 г. – до 9,7 млрд долл. В 2016 г. ПИИ выросли до 29,2 млрд долл., но почти 40% этой суммы обеспечила одна сделка по продаже 19,5% акций компании Роснефть за 10,5 млрд евро консорциуму в составе Glencore (Швейцария) и Qatar Investment Authority (Катар). За 9 месяцев 2017 г. отечественные предприятия привлекли 19,7 млрд долл. ПИИ, а по итогам года их объем может достичь 20–22 млрд долл., что станет лучшим результатом начиная с 2013 г.

Международное кредитование российских компаний в наибольшей степени пострадало в условиях экономического спада и западных санкций. Показатель чистого привлечения ссуд и займов резидентами РФ, учитываемыми в разделе «Прочие секторы» (результат по нему в основном формируют нефинансовые компании), составлявший в 2013 г. 44,7 млрд долл., в 2014 г. стал отрицательным (–5,8 млрд долл.) и оставался меньше нуля последующие 2 года. Прогнозируемое Банком России значение на 2017 г. также минусовое (–0,3 млрд долл.). Это говорит

о том, что на протяжении 4 последних лет средства, направлявшееся резидентами на погашение и обслуживание долговых обязательства перед зарубежными кредиторами, превышали размер их новых заимствований. Вследствие этого задолженность сектора «Нефинансовые организации, домашние хозяйства и НКО» по ссудам и займам, отражаемая в международной инвестиционной позиции РФ, в период с 1 января 2014 г. по 1 октября 2017 г. снизилась на 67 млрд долл., до 179 млрд долл.<sup>1</sup>

Уточнить содержание основных тенденций внешнего финансирования российских компаний, выявленных с помощью макроэкономической статистики, позволяет анализ практики использования некоторых популярных инструментов привлечения иностранного капитала: банковского кредитования, еврооблигационных займов и публичного размещения акций (IPO и SPO) за рубежом.

<sup>1</sup> Банк России. Международная инвестиционная позиция РФ (стандартные компоненты). URL: <http://www.cbr.ru/statistics/?PrtlId=svs> (дата обращения: 06.02.2018).

Выпуск еврооблигаций российскими нефинансовыми компаниями / Eurobond issued by the Russian non-financial companies

Год / Year	Число эмиссий / Number of issues	Общая сумма эмиссий, млн долл. / Total emissions, million dollars	Эмитенты / Issuers
2013	41	29 929	Газпром, РЖД, Евраз, Северсталь, Алроса, Газпром нефть, Норникель, Вымпелком, МТС, Сибур Холдинг, Металлоинвест, ФосАгро, Лукойл, Полюс, НЛМК, Новатэк, Аэропорт Домодедово, ДВМП, Уралкалий, ТМК, Яндекс, Gunvor, Борец, Nordgold, Alliance Oil, Eurasia Drilling, Uranium One
2014	3	2 416	Газпром, РЖД
2015	5	3 186	Газпром, Норникель, Евраз, Кокс, Петропавловск
2016	19	9 454	Газпром, РЖД, Евраз, Северсталь, Вымпелком, Кокс, Global Ports, Аэропорт Домодедово, Полюс, НЛМК, Лукойл, Совкомфлот, Еврохим
2017	30	16 615	Газпром, РЖД, Евраз, Северсталь, Норникель, Вымпелком, Русал, РусГидро, Сибур Холдинг, Металлоинвест, ФосАгро, Кокс, Полюс, НЛМК, Еврохим, Петропавловск, X5 Retail Group, Борец

Примечание / Note: расчет объема эмиссий, номинированных в иных, чем доллары США, валютах, осуществлялся по курсу на день размещения выпуска / Calculation of the volume of emissions denominated in currencies other than the U.S. dollars was carried out at the exchange rate on the day of placement of the issue.

Источник / Source: составлено автором по данным RusBonds. URL: [http://www.rusbonds.ru/srch\\_simple.asp](http://www.rusbonds.ru/srch_simple.asp) (дата обращения: 01.03.2018) / Compiled by the author from RusBonds database. URL: [http://www.rusbonds.ru/srch\\_simple.asp](http://www.rusbonds.ru/srch_simple.asp) (accessed 01.03.2018).

По данным Банка международных расчетов, общий объем задолженности российских нефинансовых компаний перед зарубежными банками по двухсторонним ссудам и синдицированным кредитам на начало 2014 г. составлял 56,2 млрд долл. В III квартале 2015 г. он упал до 37,2 млрд долл. В 2017 г. размер долга хотя и увеличился до 48–49 млрд долл., но так и не вышел на уровень 2014 г.<sup>2</sup>

Оценить состояние рынка еврооблигаций российских нефинансовых компаний позволяют данные об их эмиссионной активности (табл. 1). В начале 2010-х гг. она была весьма высокой. Так, в 2013 г. предприятия осуществили 41 выпуск еврооблигаций на общую сумму около 30 млрд долл. В 2014–2015 гг. рынок еврооблигационных заимствований оказался фактически закрытым для компаний из России, и только в 2016 г. доступ

к нему стал восстанавливаться [6, с. 11]. В 2017 г. рынок продемонстрировал хороший рост: число эмиссий достигло 30, а их суммарный объем — 16,6 млрд долл., что существенно превосходило результаты предыдущих 3 лет (однако заметно уступало показателям 2013 г.). Оживлению рыночной конъюнктуры способствовали возврат к росту отечественной экономики и устойчивое повышение цен на нефть, усиливавшие оптимизм международных инвесторов в отношении вложений в российские финансовые активы. Прогнозируется, что эти факторы, а также повышение в феврале 2018 г. агентством Standard & Poor's кредитного рейтинга России до инвестиционного уровня (BBB-) обеспечат сохранение благоприятной динамики рынка. Подтверждением этому служат первые результаты 2018 г. Только в январе-феврале отечественные компании произвели 7 выпусков еврооблигаций на сумму 3,1 млрд долл.

Пик интереса российских предприятий к проведению первичных и вторичных публичных размещений акций за рубежом пришелся на 2005–

<sup>2</sup> Bank for International Settlements. BIS Statistics Warehouse. URL: <http://stats.bis.org/bis-stats-tool/org.bis.stats.ui.StatsApplication/StatsApplication.html> (дата обращения: 08.02.2018).



Таблица 2 / Table 2

**Международные публичные размещения акций российскими нефинансовыми компаниями /  
International public offering of shares by the Russian non-financial companies**

Компания / Company	Тип размещения / Kind of offering	Отрасль / Branch	Биржа / Stock exchange	Объем размещения, млн долл. / Volume of offering, million \$U.S.	Год / Year
QIWI Plc	SPO 2	Телекоммуникации и медиа	NASDAQ	319	2014
Гипермаркеты «Лента»	IPO	Торговля	LSE	952	2014
Гипермаркеты «Лента»	SPO	Торговля	LSE	225	2015
Гипермаркеты «Лента»	SPO-2	Торговля	LSE	150	2015
Selecta Biosciences	IPO	Биотехнологии	NASDAQ	65	2016
Группа «Русарго»	SPO	Агробизнес	LSE	250	2016
En+ Group	IPO	Энергетика	LSE	1 500	2017
ЛенСпецСМУ	SPO	Строительство	LSE	132	2017
Полюс золото	SPO	Золотодобыча	LSE	800	2017
Трубная металлургическая компания	SPO-2	Металлургия	LSE	175	2017

*Источник / Source:* составлено автором по данным Информационно-аналитического портала PREQVECA / compiled by the author according to Information and Analytical Portal PREQVECA. URL: <http://www.preqveca.ru/placements> (дата обращения: 18.02.2018) / Compiled by the author according to Information and Analytical Portal PREQVECA. URL: <http://www.preqveca.ru/placements> (accessed 18.02.2018).

2008 г. В начале 2010-х гг. востребованность этого инструмента заметно снизилась, что выразилось в сокращении количества сделок. Так, в 2011 г. было проведено 8 IPO на зарубежных биржах, главным образом, на LSE, в 2012 г. — 6 и 2013 г. — только 2<sup>3</sup>. В 2014–2016 гг. тенденция на снижение числа публичных размещений еще более усилилась: за этот период состоялись лишь 2 IPO и 4 вторичных размещения (табл. 2). В 2017 г. активность на рынке акций несколько возросла: на LSE было осуществлено одно из крупнейших в истории российских IPO размещение корпорации En+ на сумму 1,5 млрд долл., а также 3 SPO.

Анализ трансграничного банковского кредитования, выпуска еврооблигаций и проведения публичных размещений акций за рубежом подтверждает вывод о серьезном сокращении международного финансирования российских ком-

паний в последние 4 года. Его текущие масштабы, даже несмотря на увеличение в 2017 г. внешних корпоративных заимствований и притока ПИИ, остаются существенно меньшими, чем в начале нынешнего десятилетия. При этом некоторые значимые источники привлечения средств сегодня полностью или частично заблокированы в силу политических мотивов. В частности, с 2014 г. прекратил финансирование новых проектов в России Европейский банк реконструкции и развития, ранее выделявший российским нефинансовым предприятиям порядка 1,5–2 млрд долл. в год. Наряду с этим, упали объемы «связанного» кредитования компаний под гарантии/страховки экспортно-кредитных агентств (ЭКА) зарубежных стран. Одной из причин этого стали западные санкции, ограничивающие возможности внешних заимствований для ряда ведущих российских банков с госучастием в капитале (Сбербанк, ВТБ, Россельхозбанк, Газпромбанк, Внешэкономбанк), через которые ранее перекредитовывалась основная масса иностранных займов с поддержкой ЭКА.

<sup>3</sup> PWC. Обзор IPO российских компаний за 2005–2014 гг. URL: <https://www.pwc.ru/ru/publications/russian-ipo-2005-2014.html> (дата обращения: 17.02.2018).

**Банковское кредитование и выпуск долговых ценных бумаг российских нефинансовых организаций, млрд руб. / Bank lending and issuance of debt securities of the Russian non-financial organizations, billions rubles**

Показатель / Indicator	01.01.2014	01.01.2015	01.01.2016	01.01.2017	01.01.2018
<b>Объем выданных кредитов и прочих ссуд / Volume of loans</b>					
Средства, предоставленные в рублях / Funds provided in rubles	15 876	18 350	18 857	19 306	19 978
Прирост к предыдущему году, % / Growth to the previous year, %	9,3	15,6	2,8	2,4	3,5
Общий объем предоставленных средств (с учетом валютных ссуд) / Total amount of funds provided (including foreign currency loans)	19 663	25 023	28 121	25 431	25 523
Прирост за предыдущий год, % / Growth to the previous year, %	12,3	27,3	12,4	-9,6	0,4
<b>Объем выпущенных на внутреннем рынке долговых ценных бумаг / Volume of debt securities issued on the domestic market</b>					
Объем выпущенных бумаг / Volume of debt securities	2 114	2 871	3 786	5 140	6 562
Прирост за предыдущий год, % / Growth to the previous year, %	Н.д.	35,8	31,9	35,8	27,7

Источник / Source: Банк России. URL: [https://www.cbr.ru/analytics/? PrtlId=bnksyst](https://www.cbr.ru/analytics/?PrtlId=bnksyst); [https://www.cbr.ru/statistics/? PrtlId=sec\\_st](https://www.cbr.ru/statistics/? PrtlId=sec_st) (дата обращения: 24.02.2018) / Bank of Russia. URL: <https://www.cbr.ru/analytics/? PrtlId=bnksyst>; [https://www.cbr.ru/statistics/? PrtlId=sec\\_st](https://www.cbr.ru/statistics/? PrtlId=sec_st) (accessed 24.02.2018).

Дополнительным фактором, снижающим для компаний доступность иностранных займов, является их удорожание по сравнению с докризисным периодом. Размер процентных ставок по ссудам и еврооблигациям сильно поднялся в 2014 г., и хотя в дальнейшем он уменьшился, их нынешний уровень остается выше, чем 5–6 лет назад, отражая ухудшение восприятия инвесторами кредитного риска отечественных заемщиков. По оценкам Ф. О. Харлашина, в середине 2017 г. средневзвешенная процентная ставка по еврооблигациям, номинированным в долларах США, составляла 5,8%, в евро — 4,1%, по долларовым банковским кредитам — 3,8%, в евро — 2,5% [7, с. 39]. Тем самым кредитная надбавка к текущим значениям 3-месячных ставок LIBOR (доллары) и EURIBOR достигала по указанным долговым инструментам 250–450 п.п. Значительное увеличение стоимости внешних заимствований в пе-

риод кризиса отмечают также А. Н. Омельченко и Е. Ю. Хрусталева [8, с. 9].

От сжатия международного финансирования в первую очередь пострадали ведущие российские корпорации, ранее активно привлекавшие средства за рубежом. Одни из них, как, например, энергетические компании Роснефть, Новатэк, Транснефть и Газпром нефть, стали объектами санкций США и ЕС и, по сути, лишились возможности осуществлять заимствования на западных рынках капитала, у других доступ к ним оказался заметно ограниченным. При этом ощутимого увеличения их фондирования за счет поступления кредитов и инвестиций из других стран и регионов, в том числе из Китая, в последние годы не произошло [9, с. 48]. Однако неблагоприятные последствия от сокращения притока иностранного капитала почувствовали на себе и другие категории компаний, в том числе предприятия среднего

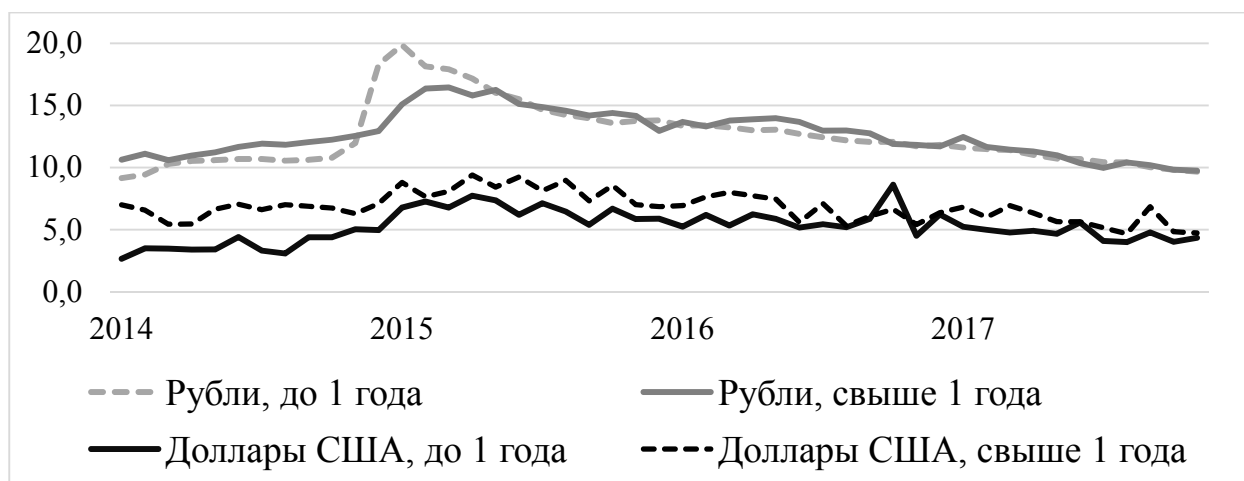


Рис. 2 / Fig. 2. Динамика средневзвешенных процентных ставок по банковским кредитам, предоставленным нефинансовым организациям в 2014–2018 гг., % годовых / Dynamics of weighted average interest rates on bank loans provided to non-financial organizations in 2014–2018, %

Источник / Source: Банк России. URL: [https://www.cbr.ru/statistics/?Prtd=int\\_rat](https://www.cbr.ru/statistics/?Prtd=int_rat) (дата обращения: 17.02.2018) / Bank of Russia. URL: [https://www.cbr.ru/statistics/?Prtd=int\\_rat](https://www.cbr.ru/statistics/?Prtd=int_rat) (accessed 17.02.2018).

и малого бизнеса, как правило, не имевшие прямого выхода на зарубежные финансовые рынки. На них самым негативным образом отразились рост процентных ставок по банковским ссудам и общее снижение доступности кредита, спровоцированные дестабилизацией трансграничных потоков капитала России и другими внешними шоками.

В ближайшие годы ситуация с доступностью международного финансирования для российских компаний, скорее всего, полностью не восстановится. Хотя в отдельные периоды возможно конъюнктурное увеличение его объема, как это было в 2017 г., вновь выйти на показатели привлечения капитала, имевшие место в начале 2010-х гг., будет сложно. Этому будут препятствовать неопределенность экономической ситуации в стране, по-прежнему сильно зависящая от нефтяных цен, а также высокая напряженность в отношениях России и Запада. Эти факторы резко повышают уровень страновых рисков для зарубежных инвесторов и ослабляют их интерес к вложениям в российский бизнес, особенно долгосрочным. Финансовые санкции, выступающие одним из проявлений системного кризиса во взаимоотношениях России и западных государств, также будут затруднять привлечение инвестиций для отечественных предприятий, тем более что сохраняется высокий риск их ужесточения [10]. В этой связи задача замещения сократившегося международного финансирования за счет источников внутри России (своего рода импортозамещения

в финансовой сфере) останется в предстоящие годы чрезвычайно актуальной для отечественных корпораций.

### ВНУТРЕННИЙ РЫНОК КАПИТАЛА КАК ИСТОЧНИК СРЕДСТВ ДЛЯ РОССИЙСКИХ ПРЕДПРИЯТИЙ: ВОЗМОЖНО ЛИ «ФИНАНСОВОЕ ИМПОРТОЗАМЕЩЕНИЕ»?

Основными источниками средств для российских компаний внутри страны выступают банковский сектор, фондовый рынок и государство, предоставляющее инвестиции и кредиты предприятиям напрямую из бюджетов всех уровней, а также через институты развития. Анализ поступления кредитов и инвестиций из указанных источников в 2014–2017 гг. важен для понимания того, насколько корпоративному сектору удалось компенсировать падение притока иностранного капитала за счет привлечения ресурсов на внутреннем рынке.

Банковское кредитование предприятий в 2014 г., несмотря на резкое усиление макроэкономической нестабильности, заметно возросло [11, с. 64]. Это стало результатом значительного увеличения спроса на заемные средства со стороны ведущих отечественных компаний, уже в середине года столкнувшихся с ограничением доступа на международные финансовые рынки и вынужденных обратиться в российские банки. По итогам года прирост их рублевого кредитного портфеля составил около 2,5 трлн руб., что при



Публичное размещение акций нефинансовыми компаниями на Московской бирже / Public offering of shares by non-financial companies on the Moscow Stock Exchange

Компания / Company	Тип размещения / Kind of offering	Отрасль / Branch	Объем размещения, млн долл. / Volume of offering, million \$U.S.	Год / Year
Объединенная вагонная компания	IPO	Транспорт и логистика	173	2015
Новороссийский комбинат хлебопродуктов	IPO	Пищевая, торговля	52	2015
Магнит	SPO-4	Торговля	143	2015
Алроса	SPO	Горнодобыча	800	2016
Объединенная вагонная компания	SPO	Транспорт и логистика	75	2016
Русснефть	IPO	Нефть и газ	500	2016
Глобалтрак менеджмент	IPO	Транспорт и логистика	65	2017
Детский мир	IPO	Торговля	300	2017
М.Видео	SPO-2	Торговля	302	2017
Магнит	SPO-5	Торговля	735	2017
Обувь России	IPO	Торговля	103	2017
Русская аквакультура	SPO	Пищевая	17	2017
ФосАгро	SPO-2	Химия и нефтехимия	250	2017

Источник / Source: составлено автором по данным Информационно-аналитического портала PREQVECA. URL: <http://www.preqveca.ru/placements> (дата обращения: 25.02.2018) / compiled by the author according to Information and Analytical Portal PREQVECA. URL: <http://www.preqveca.ru/placements> (accessed 25.02.2018).

среднем номинальном курсе доллара США к рублю в 2014 г. (37,97 руб./долл.) было эквивалентно 65 млрд долл. (табл. 3). Общий объем ссуд нефинансовым организациям с учетом валютной переоценки увеличился почти на 14% [1, с. 18]. Столь существенное расширение банковского финансирования дало возможность многим компаниям смягчить последствия сжатия международного кредитования, полностью или частично заместив его внутренними заимствованиями. Целый ряд крупнейших корпораций сумел рефинансировать свои зарубежные обязательства за счет ссуд отечественных банков, что, как справедливо отмечает А.В. Навой, способствовало поддержанию устойчивости всего внешнего сектора России [12, с. 13].

Вместе с тем замена иностранных заимствований на внутренние не прошла полностью безболезненно для предприятий, поскольку кредиты в России, как правило, приходилось привлекать на менее комфортных условиях, чем за рубежом. В первую очередь это касалось срочности и стоимости ресурсов. Процентные ставки по рублевым и валютным ссудам отечественных банков, и так традиционно превышавшие ставки по зарубежным займам, в конце 2014 г. на фоне усиления дестабилизации валютного и финансового рынков стали стремительно расти. В декабре средние ставки по кредитам в рублях на срок до 1 года поднялись по сравнению с январем в 2 раза до 18,3%, в долл. США — с 2,7 до 5% годовых (рис. 2).

Одновременно ужесточились неценовые условия кредитования, в том числе в части требований к обеспечению ссуд<sup>4</sup>.

Удорожание кредитов, а также общее ухудшение макроэкономической конъюнктуры в России обусловили резкий спад динамики корпоративного кредитования в 2015–2017 гг. Ежегодные темпы прироста рублевых ссуд опустились до 2,5–3,5%. Суммарный размер корпоративных кредитов в 2016 г. упал на 9,6% (с учетом валютной переоценки — на 3,5%), а в 2017 г. вырос только на 0,4%. Ограничение доступности заемного капитала для предприятий стало одним из главных факторов снижения их деловой и инвестиционной активности в кризисный период. Однако благодаря подавлению инфляции и поэтапному снижению ключевой ставки Банка России уровень процентных ставок по ссудам к концу 2017 г. вернулся на уровень 2013 г., что, как ожидается, будет способствовать оживлению рынка банковского кредитования.

Одной из главных тенденций последних лет в финансовой сфере стало заметное усиление роли внутреннего облигационного рынка в качестве источника фондирования нефинансовых предприятий. Емкость рынка их облигаций за 4 года (2014–2017 гг.) выросла более чем в 3 раза и достигла 6,6 трлн долл. (см. табл. 3). Для сравнения, общий объем кредитов, выданных банками компаниям, за тот же период увеличился в 1,3 раза. В 2017 г. был зафиксирован рекордный прирост размера облигационного рынка — на 1422 млрд руб. Нарастание выпуска корпоративных облигаций, как и активное заимствование у банков в 2014 г., стало важным механизмом «финансового импортозамещения», т.е. компенсации уменьшения притока иностранного капитала за счет привлечения средств на национальном финансовом рынке.

Основная причина опережающего роста облигационных заимствований по сравнению с банковским кредитованием заключается в большей гибкости условий и меньшей стоимости привлечения средств посредством выпуска долговых ценных бумаг. Однако воспользоваться преимуществами работы на фондовом рынке могут не все, а главным образом крупные компании с достаточно высокой кредитоспособностью. До

2014 г. они предпочитали заимствовать за рубежом с помощью еврооблигаций и синдицированных ссуд, сегодня заменой этих инструментов для них стали корпоративные облигации. По оценкам рейтингового агентства АКРА, крупный бизнес выступает главным заемщиком на рынке облигаций: около 80% всех облигационных займов отечественных предприятий в 2017 г. приходилось на 80 ведущих корпораций, попавших в выборку агентства. На обязательства по облигациям у них в среднем приходилось порядка 35% совокупного размера долга, причем эта доля в последнее время уверенно росла<sup>5</sup>. По мнению АКРА, в перспективе ведущие компании продолжат увеличивать эмиссию облигаций, в том числе с целью рефинансирования более дорогих банковских кредитов.

**Ежегодные темпы роста корпоративных ссуд в 2018–2021 гг. будут составлять 4,4–4,8%. Можно предположить, что этого будет достаточно для поддержания нынешней вялой динамики российской экономики, но для ее ускорения потребуются значительно более высокая интенсивность кредитования.**

В 2015–2017 гг. наметилось оживление на российском рынке публичных размещений акций, до этого несколько лет пребывавшего в глубокой стагнации. Был осуществлен ряд крупных размещений, в том числе IPO компаний «Русснефть» и «Детский мир», а также СПО Алросы, Магнита, М. Видео и ФосАгро (табл. 4). Данная тенденция, в частности, показывает, что отечественные корпорации в настоящее время стараются использовать различные способы привлечения средств, в том числе такой сложный инструмент, как публичное размещение акций. Вместе с тем даже несмотря на рост, суммарный объем сделок в 2017 г. составил всего лишь 1,8 млрд долл.,

<sup>4</sup> Банк России. Финансовое обозрение: условия проведения денежно-кредитной политики. 2017(3):7. URL: [https://www.cbr.ru/Collection/Collection/File/2529/fo\\_2017-3.pdf](https://www.cbr.ru/Collection/Collection/File/2529/fo_2017-3.pdf) (дата обращения: 25.08.2018).

<sup>5</sup> АКРА. Крупный бизнес смещается на облигационный рынок. 22.12.2017. URL: <https://www.acra-ratings.ru/research/529> (дата обращения 11.02.2018).

**Меры финансовой поддержки банковского и реального секторов в антикризисных мероприятиях  
Правительства РФ в 2015–2017 гг., руб. / Financial support of the banking and real sectors  
in the anti-crisis measures of the Russian Government in 2015–2017, rubles**

Направления поддержки / Direction of support	2015	2016	2017
Банковский сектор / Banking sector	870 млрд – взнос в АСВ до 250 млрд – докапитализация банков из ФНБ	–	–
Промышленность, транспортный комплекс и сельское хозяйство / Industry, transport sector and agriculture	100 млрд – Объединенная авиастроительная корпорация 20 млрд – меры по импортозамещению 13 млрд – транспортное и сельхоз-машиностроение до 50 млрд – сельское хозяйство	147,7 млрд – автомобилестроение 39,8 млрд – РЖД 46 млрд – прочие отрасли	52,3 млрд – автомобилестроение 25,1 млрд – прочие отрасли
Малый и средний бизнес / Small and medium business	5 млрд	33,5 млрд	–
Институты развития / Institute of development	до 300 млрд – ВЭБ 4 млрд – Росэксимбанк	20 млрд – Фонд развития промышленности 8,7 млрд – ВЭБ и Росэксимбанк	18,2 млрд – Фонд развития промышленности
Госгарантии по кредитам / State guarantees on loans	230 млрд	–	–

Источник / Source: составлено автором / compiled by author\*.

\* Таблица составлена на основании нормативных актов Правительства РФ: План первоочередных мероприятий по обеспечению устойчивого развития экономики и социальной стабильности в 2015 г. (утв. распоряжением Правительства РФ от 27.01.2015 № 98-р); План действий Правительства РФ, направленных на обеспечение стабильного социально-экономического развития Российской Федерации в 2016 г. (утв. Правительством РФ 01.03.2016); Перечень мероприятий, направленных на обеспечение стабильного социально-экономического развития Российской Федерации в 2017 г. (утв. Правительством РФ 19.01.2017). URL: <http://www.consultant.ru> (дата обращения: 22.02.2018).

что совсем немного в масштабах национального корпоративного сектора.

Наконец, определенную роль в пополнении ресурсной базы корпоративного сектора сыграло государство, оказавшее в 2015–2017 гг. довольно внушительную (около 500 млрд руб.) поддержку компаниям в рамках реализации антикризисных мероприятий Правительства РФ (табл. 5). Их детальный анализ содержится в работах А. З. Бобылевой и О. А. Львовой [13], Д. В. Манушина [14],

В. А. Мау [15], Г. Г. Чахкиева и соавторов [16] и ряда других исследователей. Характеризуя принятые государством меры, большинство авторов отмечают их несистемный, селективный и зачастую неэффективный характер. Основными получателями средств стали несколько крупных компаний: в первую очередь Объединенная авиастроительная корпорация, РЖД и АвтоВАЗ, а также ограниченное число отраслей — автомобильная промышленность, транспортное

и сельскохозяйственное машиностроение, сельское хозяйство. На поддержку малого и среднего предпринимательства за 3 года было выделено 38,5 млрд руб., что совсем немного, учитывая, что именно данный сектор особенно пострадал в период кризиса от снижения доступности кредита на внутреннем рынке. Важную часть правительственной программы составили меры по предоставлению государственных гарантий по банковским кредитам предприятиям, а также по капитализации институтов развития (ВЭБа, Росэксимбанка и Фонда развития промышленности). Внешэкономбанк в 2014–2017 гг. получил от государства в общей сложности 341 млрд руб. имущественных взносов и субсидий в капитал<sup>6</sup>. Формально данные вложения предназначались для увеличения кредитования предприятий реального сектора и обеспечения участия института в решении антикризисных задач, однако по факту они послужили спасению ВЭБ от банкротства, на грани которого он оказался в 2015 г. При этом динамика кредитного портфеля банка в последние годы была отрицательной: в 2014 г. — 2845 млрд руб., в 2015 г. — 2580 млрд руб., в 2016 г. — 1905 млрд руб. и за 9 мес. 2017 г. — 1767 млрд руб.<sup>7</sup>

Отметим, что в дополнение к правительственным мерам поддержки Банк России в 2014–2015 гг. запустил два специализированных льготных механизма рефинансирования банковских кредитов, выданных для реализации инвестиционных проектов, а также малому и среднему бизнесу (лимиты по данным механизмам составили изначально 100 и 50 млрд руб., в дальнейшем они были увеличены до 150 и 125 млрд руб.).

Однако основной акцент в антикризисной политике государства был сделан не на поддержку компаний, а на повышение устойчивости коммерческих банков, призванных обеспечивать необходимый уровень кредитования предпринимательского сектора. Как и в ходе кризиса 2009 гг., в 2015 г. на эти цели было выделено свыше 1 трлн руб. Эффективность выбранного подхода к купированию кризиса, ориентированного на первоочередную поддержку банковского сектора, можно оценивать по-разному. Как отмечает Д.В. Манушин, составивший подробный обзор экспертных мнений относительно антикризисных мер правительства, многие специалисты полагают, что

государству следовало в приоритетном порядке наращивать масштабы прямой финансовой поддержки российских предприятий, а не выделять ресурсы финансовым посредникам — банкам, далеко не всегда использовавшим полученные средства на увеличение кредитования реального сектора [14, с. 11]. Вместе с тем нельзя не признать, что докапитализация кредитных организаций в сочетании с массивным предоставлением им ликвидности со стороны Банка России способствовали сохранению относительной стабильности банковского сектора и поддержанию внутреннего кредитного рынка, привлечение средств на котором помогло многим компаниям ослабить последствия внешних шоков и пережить наиболее острый период кризиса в 2014–2015 гг. без тяжелых потрясений.

***В текущих условиях государству необходимо наращивать масштабы государственной поддержки, предоставляемой предприятиям с помощью механизмов ГЧП, одновременно повышая их гибкость, адресность и эффективность.***

В обозримой перспективе внутренний финансовый рынок останется главным поставщиком инвестиционных ресурсов для корпоративного сектора. В этой связи значительный интерес представляет анализ его возможностей по увеличению финансирования предприятий. К сожалению, сегодня ощущается острый дефицит научных исследований, в которых проводилось бы моделирование сценариев развития финансового сектора РФ в условиях, сложившихся после 2014 г. Одним из немногих таких исследований, появившихся в последнее время, стала работа, подготовленная коллективом авторов (М. Мамонов и др.) для Банка России<sup>8</sup>. Ее основной вывод заключается в том,

<sup>6</sup> Внешэкономбанк. Презентация для инвесторов. 2017; Декабрь:15. URL: [http://veb.ru/common/upload/files/veb/msfo/ir\\_pr\\_r1709\\_1.pdf](http://veb.ru/common/upload/files/veb/msfo/ir_pr_r1709_1.pdf) (дата обращения: 27.02.2018).

<sup>7</sup> Внешэкономбанк. URL: <http://veb.ru/ifi> (дата обращения: 27.02.2018).

<sup>8</sup> Мамонов М., Пестова А., Панкова В., Ахметов Р., Солнцев О. Долгосрочное прогнозирование размера и структуры финансового сектора России. Банк России. Серия докладов об экономических исследованиях. 2017;(20). URL: [https://www.cbr.ru/Content/Document/File/16719/wp\\_20.pdf](https://www.cbr.ru/Content/Document/File/16719/wp_20.pdf) (дата обращения 24.02.2018).



что отечественный финансовый рынок обладает потенциалом для увеличения предложения основных видов финансовых продуктов, в том числе для корпоративного сектора, темпами, в большей или меньшей степени опережающими темпы роста национальной экономики. Прогнозируется, что особенно активно будет расти рынок корпоративных облигаций, емкость которого к 2025 г. может достичь 16–20% ВВП (в 2014 г. — 5,9%). Отметим, что данный вывод подтверждается высокой динамикой облигационных заимствований в 2014–2017 гг. Вместе с тем рост банковского кредитования — наиболее популярного в России инструмента финансирования компаний, по оценкам исследователей, в среднесрочной перспективе лишь незначительно будет превосходить динамику ВВП. Эта оценка корреспондирует со среднесрочным прогнозом развития банковского сектора РФ, подготовленным рейтинговым агентством АКРА, согласно которому ежегодные темпы роста корпоративных ссуд в 2018–2021 гг. будут составлять 4,4–4,8%<sup>9</sup>. Можно предположить, что этого будет достаточно для поддержания нынешней вялой динамики российской экономики, но для ее ускорения потребуются значительно более высокая интенсивность кредитования.

---

***Ограниченность источников финансирования российских компаний сдерживает развитие их бизнеса и выступает одним из важных факторов торможения национальной экономики. В этой ситуации требуется более активная поддержка корпоративного сектора со стороны государства.***

---

Банковское финансирование предприятий сдерживается целым рядом факторов. К ним, прежде всего, относятся сохраняющаяся неопределенность перспектив развития экономической

<sup>9</sup> АКРА. Ужесточение операционной среды не позволит российским банкам нарастить чистую прибыль. URL: <https://www.acra-ratings.ru/research/619> (дата обращения: 24.02.2018).

ситуации России, побуждающая банки проявлять консерватизм при выдаче ссуд, жесткая кредитно-денежная политика Банка России, ориентированная в первую очередь на таргетирование инфляции, а не рост кредитной массы, а также финансовые трудности самих банков. На динамике кредитного портфеля также негативно сказываются санкции США и ЕС, затруднившие для крупнейших российских банков с госучастием в капитале доступ к зарубежным источникам капитала, которые они раньше активно привлекали для фондирования операций [17, с. 156].

Ключевую роль в расширении банковского финансирования реального сектора в современных условиях призвано играть государство. Его доля в активах российских банков в 2018 г. достигла 70%<sup>10</sup>, что дает ему мощные рычаги воздействия на них. Нельзя не согласиться с А.Г. Аганбегяном, что в условиях, когда крупнейшие финансово-банковские группы страны контролируются государством, увеличение предложения ими инвестиций становится государственным делом [18, с. 51]. Правительству и Банку России сегодня следует активнее воздействовать на финансовую политику госбанков, побуждая их частично брать на себя функции институтов развития и концентрировать свою работу на кредитно-финансовой поддержке ключевых направлений экономического развития страны.

Одним из наиболее действенных инструментов стимулирования кредитных операций банков могли бы стать механизмы государственно-частного партнерства (ГЧП), позволяющие объединять возможности государства и финансовых институтов для реализации приоритетных экономических проектов и программ. Примерами таких механизмов в финансово-банковской сфере служат, в частности, предоставление государственных гарантий по банковским кредитам, совместное финансирование инвестиционных проектов, субсидирование процентных ставок по ссудам, а также рефинансирование государством стандартных кредитных продуктов [19, с. 32]. К настоящему моменту в России уже наработана значительная, хотя и не всегда успешная практика использования ГЧП в банковском секторе. В текущих условиях государству необходимо наращивать масштабы государственной поддержки, предоставляемой предприятиям с помощью механизмов ГЧП, одновременно повышая их гибкость, адресность и эффективность. Отметим, что

<sup>10</sup> Там же.



серьезный резерв увеличения результативности государственно-частного партнерства в России заключается в оптимизации деятельности Внешэкономбанка и других институтов развития, на основе которых чаще всего реализуются схемы ГЧП.

В контексте развития российской практики ГЧП значительный интерес представляет программа «Фабрика проектного финансирования» (ФПФ), которая будет осуществляться группой ВЭБа начиная с 2018 г.<sup>11</sup> В ее рамках предполагается выделять российским компаниям льготные кредиты для реализации крупных инвестиционных проектов стоимостью от 3 млрд руб. Фондирование ссуд будет производиться совместно коммерческими банками, Специализированным обществом проектного финансирования (СОПФ, дочерняя компания ВЭБа) и самим ВЭБом в пропорции 40:40:20. В свою очередь, СОПФ планирует привлекать средства для финансирования своих кредитных операций на фондовом рынке путем выпуска облигаций, гарантированных государством. Ожидается, что ежегодный объем ссуд, предоставляемых СОПФ и Внешэкономбанком для поддержки проектов, составит порядка 100–150 млрд руб. Очевидно, что в случае получения положительных результатов масштабы деятельности Фабрики проектного финансирования должны быть существенно расширены, а финансовый инструментарий дополнен новыми механизмами, позволяющими кредитовать проекты среднего бизнеса с более низким, чем сейчас, минимальным объемом инвестиций.

## ЗАКЛЮЧЕНИЕ

Успешное развитие любой экономики напрямую зависит от того, насколько доступны финансовые ресурсы для национальных компаний — основных субъектов экономических процессов в стране. Эта доступность обеспечивается в первую очередь возможностями привлечения средств на внутреннем и международном рынках капитала. В качестве дополнительного источника средств, как правило, выступает государство, призванное оказывать финансовую поддержку приоритетным отраслям и категориям предприятий, в силу объективных

причин испытывающим трудности с получением рыночного финансирования, в частности малому бизнесу.

**Оживлению рыночной конъюнктуры способствовали возврат к росту отечественной экономики и устойчивое повышение цен на нефть, усиливавшие оптимизм международных инвесторов в отношении вложений в российские финансовые активы.**

В настоящее время два основных канала поступления средств для отечественных компаний работают с ограничениями. Остаются низкими темпы банковского кредитования предприятий, что лишь отчасти компенсируется подъемом рынка облигационных заимствований, доступных главным образом для крупного бизнеса. Прогнозы развития банковского сектора свидетельствуют, что невысокая динамика кредитного предложения в среднесрочной перспективе сохранится. Рынок корпоративных IPO-SPO только начинает восстанавливаться после глубокого спада в середине 2000-х гг. и пока не является значимым источником капитала для компаний. Приток иностранного капитала, хотя и несколько усилившийся в 2017 г., по-прежнему невелик в сравнении с началом 2010-х гг., причем вероятность его существенного ускорения в условиях внешнеполитического противостояния России и Запада небольшая.

Ограниченность источников финансирования российских компаний сдерживает развитие их бизнеса и выступает одним из важных факторов торможения национальной экономики. В этой ситуации требуется более активная поддержка корпоративного сектора со стороны государства. Она может выражаться как в увеличении размеров прямого бюджетного финансирования предприятий, так и в стимулировании предложения им кредитов и инвестиций национальным финансовым сектором, которое может осуществляться с помощью гарантийных и иных механизмов ГЧП в финансово-банковской сфере. В условиях дефицита федерального бюджета второй путь представляется более перспективным.

<sup>11</sup> Условия программы определяются постановлением Правительства РФ от 15.02.2018 № 158 «О программе „Фабрика проектного финансирования“», а ее описание представлено в работе И. А. Езангиной и Н. А. Сторожилова [20].

СПИСОК ИСТОЧНИКОВ

1. Борисова И. Ю., Замараев Б. А., Козлова И. Г., Назарова А. Г., Суханов Е. Ю. Российская экономика под гнетом санкций и дешевой нефти. *Вопросы экономики*. 2016;(7):5–35.
2. Булатов А. Россия в международном движении капитала: перелом тенденций. *Вопросы экономики*. 2017;(5):148–158.
3. Гурвич Е. Т., Прилепский И. В. Влияние финансовых санкций на российскую экономику. *Вопросы экономики*. 2016;(1):5–35.
4. Загашвили В. С. Западные санкции и российская экономика. *Мировая экономика и международные отношения*. 2015;(11):67–77.
5. Маневич В. Е. Функционирование денежно-финансовой системы и депрессия российской экономики. *Вопросы экономики*. 2016;(2):34–55.
6. Хохлова А. Е. Анализ размещения еврооблигаций российскими эмитентами до и после введения санкционных ограничений. *Экономика, право, инновации*. 2017;(1):8–12.
7. Харлашин Ф. О. Особенности иностранного кредитования российских небанковских организаций. *Деньги и кредит*. 2017;(12):33–39.
8. Омельченко А. Н., Хрусталева Е. Ю. Оценка влияния санкций на стоимость финансирования предприятий в России. *Экономический анализ: теория и практика*. 2016;(10):4–16.
9. Кузнецова О. «Восточный вектор» инвестиционных связей России. *Мировая экономика и международные отношения*. 2018;62(2):47–56. DOI: 10.20542/0131-2227-2018-62-2-47-56
10. Nelson R. M. U.S. sanctions and Russia's economy. Washington, DC: Congressional Research Service; 2017. 17 p. URL: <https://fas.org/sgp/crs/row/R43895.pdf> (дата обращения: 03.03.2018).
11. Березинская О. Б. Кредитование нефинансового сектора российской экономики: возможности и ограничения. *Вопросы экономики*. 2016;(3):63–74.
12. Навой А. В. Адаптация платежного баланса Российской Федерации к внешним шокам в 2014–2017 годах. *Деньги и кредит*. 2017;(11):3–13.
13. Бобылева А. З., Львова О. А. Формирование системы стабилизационных и антикризисных мер на федеральном и региональном уровне в современной России. *Государственное управление. Электронный вестник*. 2016;(58):54–82. URL: [http://e-journal.spa.msu.ru/vestnik/item/58\\_2016bobyleva\\_lvova.htm](http://e-journal.spa.msu.ru/vestnik/item/58_2016bobyleva_lvova.htm) (дата обращения: 28.02.2018).
14. Манушин Д. В. Оценка антикризисных планов Правительства РФ в 2015 и 2016 годах и совершенствование плана Правительства РФ по обеспечению стабильного социально-экономического развития России в 2016 году. *Актуальные проблемы экономики и права*. 2016;10(3):5–27. DOI: 10.21202/1993-047X.10.2016.3.5-27
15. Мау В. А. Антикризисные меры или структурные реформы: экономическая политика России в 2015 году. *Вопросы экономики*. 2016;(2):5–33.
16. Чахкиев Г. Г., Шахзадянц М. Г., Азизов Ш. Ш. Альтернативные предложения по антикризисному плану правительства Российской Федерации. *Вестник Академии*. 2015;(1):156–159.
17. Панова Г. С. Банки в условиях международных санкций: стратегия и тактика. *Вестник МГИМО-Университета*. 2016;(1):154–168.
18. Аганбегян А. Г. От рецессии и стагнации через финансовый форсаж — к экономическому росту. *Деньги и кредит*. 2016;(12):46–52.
19. Швецов Ю. Г., Сунцова Н. В. Банк как участник государственно-частного партнерства в инвестиционных процессах. *Проблемы учета и финансов*. 2013;(1):27–33.
20. Езангина И. А., Сторожилов Н. А. Усиление роли институтов развития в механизме банковского проектного финансирования. *Финансы: теория и практика*. 2017;21(6):20–33. DOI: 10.26794/2587-5671-2017-21-6-20-33

REFERENCES

1. Borisova I. Yu., Zamaraev B. A., Kozlova I. G., Nazarova A. G., Sukhanov E. Yu. Russian economy under the pressure of sanctions and cheap oil. *Voprosy ekonomiki*. 2016; (7):5–35. (In Russ.).
2. Bulatov A. S. Russia in international capital movement: Turn of tendencies. *Voprosy ekonomiki*. 2017;(5):148–158. (In Russ.).
3. Gurvich E. T., Prilepskiy I. V. The impact of financial sanctions on the Russian economy. *Voprosy ekonomiki*. 2016;(1):5–35. (In Russ.).

4. Zagashvili V.S. Western sanctions and Russian economy. *Mirovaya ekonomika i mezhdunarodnye otnosheniya = World Economy and International Relations*. 2015;(11):67–77. (In Russ.).
5. Manevich V.E. Functioning of monetary and financial system and the depression of the Russian economy. *Voprosy ekonomiki*. 2016;(2):34–55. (In Russ.).
6. Khokhlova A.E. Analysis of placement of eurobonds by Russian issuers before and after introduction of sanction restrictions. *Ekonomika, pravo, innovatsii*. 2017;(1):8–12. (In Russ.).
7. Kharlashin F.O. Specifics of foreign lending to Russian non-bank institutions. *Den'gi i kredit = Russian Journal of Money and Finance*. 2017;(12):33–39. (In Russ.).
8. Omel'chenko A.N., Khrustalev E. Yu. Evaluation of sanctions' impact on the cost of financing for Russian companies. *Ekonomicheskii analiz: teoriya i praktika = Economic Analysis: Theory and Practice*. 2016;(10):4–16. (In Russ.).
9. Kuznetsova O. "Eastern Vector" of Russian investment relations. *Mirovaya ekonomika i mezhdunarodnye otnosheniya = World Economy and International Relations*. 2018;62(2):47–56. (In Russ.). DOI: 10.20542/0131-2227-2018-62-2-47-56
10. Nelson R.M. U.S. sanctions and Russia's economy. Washington, DC: Congressional Research Service; 2017. 17 p. URL: <https://fas.org/sgp/crs/row/R43895.pdf> (accessed 03.03.2018).
11. Berezinskaya O.B. Lending to the non-financial sector: Opportunities and limitations. *Voprosy ekonomiki*. 2016;(3):63–74. (In Russ.).
12. Navoi A.V. Adjustment of the balance of payments of the Russian Federation to external shocks in 2014–2017. *Den'gi i kredit = Russian Journal of Money and Finance*. 2017;(11):3–14. (In Russ.).
13. Bobyleva A.Z., L'vova O.A. Forming the system of stabilization and anti-crisis measures at federal and regional level in contemporary Russia. *Gosudarstvennoe upravlenie. Elektronnyi vestnik = Public Administration. E-Journal*. 2016;(58):54–78. URL: [http://e-journal.spa.msu.ru/vestnik/item/58\\_2016bobyleva\\_lvova.htm](http://e-journal.spa.msu.ru/vestnik/item/58_2016bobyleva_lvova.htm) (accessed 22.02.2018). (In Russ.).
14. Manushin D.V. Estimation and improvement of the RF government plan for providing the stable social-economic development of Russia in 2016. *Aktual'nye problemy ekonomiki i prava = Actual Problems of Economics and Law*. 2016;10(3):5–27. (In Russ.). DOI: 10.21202/1993-047X.10.2016.3.5-27
15. Mau V.A. Anti-crisis measures or structural reforms: Economic policy of Russia in 2015. *Voprosy ekonomiki*. 2016;(2):5–33. (In Russ.).
16. Chakhkiev G.G., Shakhzadyants M.G., Azizov Sh. Sh. Alternative proposals for the crisis plan of the RF government. *Vestnik Akademii = Academy's Herald: Scientific Journal of Moscow Academy of Entrepreneurship under Government of Moscow*. 2015;(1):156–159. (In Russ.).
17. Panova G.S. Banks and banking business in Russia in the context of international sanctions: Strategy and tactics. *Vestnik MGIMO-Universiteta = MGIMO Review of International Relations*. 2016;(1):154–168. (In Russ.).
18. Aganbegyan A.G. From recession and stagnation to economic growth through financial boosting. *Den'gi i kredit = Russian Journal of Money and Finance*. 2016;(12):46–52. (In Russ.).
19. Shvetsov Yu.G., Suntsova N.V. Bank as a member of a public-private partnership in the investment process. *Problemy ucheta i finansov*. 2013;(1):27–33. (In Russ.).
20. Ezangina I.A., Storozhilov N.A. Strengthening the role of development institutions in the banking project financing. *Finansy: teoriya i praktika = Finance: Theory and Practice*. 2017;21(6):20–33. DOI: 10.26794/2587-5671-2017-21-6-20-33 (In Russ.).

### ИНФОРМАЦИЯ ОБ АВТОРЕ

**Максим Викторович Петров** — кандидат экономических наук, доцент Департамента корпоративных финансов и корпоративного управления, Финансовый университет, Москва, Россия  
maxim2769@mail.ru

### ABOUT THE AUTHOR

**Maksim V. Petrov** — Cand. Sci. (Econ.), associate Professor, Department of corporate finance and corporate governance, Financial University, Moscow, Russia  
maxim2769@mail.ru