

ISSN 2071-4688 (Print)
ISSN 2311-8709 (Online)



ВЫХОДИТ 1 РАЗ В МЕСЯЦ

ФИНАНСЫ[®] *и* КРЕДИТ

НАУЧНО-ПРАКТИЧЕСКИЙ И ТЕОРЕТИЧЕСКИЙ ЖУРНАЛ

2026 АВГУСТ
выпуск 8

FINANCE[®] *&* CREDIT

A peer reviewed analysis and practice journal
Issue 8
2026, August

ФИНАНСЫ и КРЕДИТ®

ВЫПУСК 8 АВГУСТ 2026

Научно-практический и теоретический журнал

Основан в 1994 году

Выходит 1 раз в месяц

До января 2018 выходил 48 раз в год*

Статьи рецензируются

Рекомендован ВАК Минобрнауки России для публикации научных работ, отражающих основное научное содержание кандидатских и докторских диссертаций по следующим отраслям:

- 5.2.1. экономическая теория (экономические науки);
- 5.2.2. математические, статистические и инструментальные методы в экономике (экономические, физико-математические науки);
- 5.2.3. региональная и отраслевая экономика (экономические науки);
- 5.2.4. финансы (экономические науки);
- 5.2.5. мировая экономика (экономические науки);
- 5.2.6. менеджмент (экономические науки).

Реферируется в ВИНИТИ РАН

Включен в Российский индекс научного цитирования (РИНЦ)

Свидетельство о регистрации ПИ № ФС 77-60938

от 02 марта 2015 г. выдано Федеральной службой по надзору в сфере связи, информационных технологий и массовых коммуникаций

Предыдущее Свидетельство о регистрации № 013007 от 03 ноября 1994 г. выдано Комитетом Российской Федерации по печати

Цель журнала — предоставить возможность научному сообществу и практикам публиковать результаты своих исследований, привлечь внимание к перспективным и актуальным направлениям экономической науки, усилить обмен мнениями между научным сообществом России и зарубежных стран

Главная задача журнала — публикация теоретических и научно-практических статей, освещающих взаимосвязи и взаимозависимости, возникающие в процессе функционирования различных звеньев финансовой системы, финансовые потоки и кругооборот капитала, структурные элементы денежно-кредитной системы, объективные закономерности формирования системы денежно-кредитных отношений на микро- и макроуровне

Учредитель и издатель

ООО «Издательский дом ФИНАНСЫ и КРЕДИТ»
Юр. адрес: 111397, г. Москва, Зеленый проспект,
д. 20, помещение 11/10
Факт. адрес: 111397, г. Москва, Зеленый проспект,
д. 20, помещение 11/10

Редакция журнала

Факт. адрес: 111397, г. Москва, Зеленый проспект,
д. 20, помещение 11/10
Тел.: +7 925 966-4690
E-mail: post@fin-izdat.ru
Website: <https://www.fin-izdat.ru>

Генеральный директор **А.А. Ключин**

Заместитель генерального директора по производству **А.К. Смирнов**

Заместитель генерального директора по науке **С.В. Ратнер**

Ведущий редактор по работе с авторами **А.Т. Ужegov**

Ответственный секретарь **И.Г. Абрамова**

Выпускающий редактор **Ю.В. Горбачева**

Перевод и редактирование **А.В. Бажанов**

Веб-разработка **А.А. Ключин**

Верстка и дизайн **Ю.В. Горбачева**

Контент-менеджер **В.И. Романова**

Менеджмент качества **А.В. Бажанов, Е.И. Попова**

Корректура **Е.И. Попова**

Подписка и реализация

Менеджер **Т.Н. Дорохина**

Подписка

Агентство «Урал-Пресс»

Объединенный каталог «Пресса России»

Электронный каталог АО «Почта России» – индекс ПО 323

Свободная цена

Журнал доступен в EBSCOhost™ databases

Электронная версия журнала: <http://elibrary.ru>, <http://biblioclub.ru>

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

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

Редакция приносит извинения за случайные грамматические ошибки

© ООО «Издательский дом ФИНАНСЫ и КРЕДИТ»

Редакционный совет

Главный редактор

С.В. Ратнер, доктор экономических наук, доцент, кандидат физико-математических наук, ведущий научный сотрудник, Москва, Российская Федерация

Заместитель главного редактора

А.Н. Сухарев, доктор экономических наук, профессор, Тверь, Российская Федерация

А.Р. Бахтизин, доктор экономических наук, профессор, член-корреспондент РАН, Москва, Российская Федерация

А.З. Дадашев, доктор экономических наук, профессор, Москва, Российская Федерация

В.Н. Едренова, доктор экономических наук, профессор, Нижний Новгород, Российская Федерация

А.Н. Жилкина, доктор экономических наук, профессор, Москва, Российская Федерация

В.Л. Квинт, доктор экономических наук, профессор, иностранный член РАН, Москва, Российская Федерация

М.Г. Манучарян, доктор философии в экономике, Ереван, Республика Армения

А.Л. Сабинаина, доктор экономических наук, профессор, Тула, Российская Федерация

Е.Ф. Сысоева, доктор экономических наук, профессор, Воронеж, Российская Федерация

Е.А. Федорова, доктор экономических наук, доцент, Москва, Российская Федерация

Подписано в печать 20.08.2026

Выход в свет 27.08.2026

Том 32

Валовый (сквозной) номер 872

Формат 60x90 1/8. Объем 30,25 п.л. Тираж 900 экз.

Отпечатано в ООО «КТК»

Юр. адрес: 141290, Российская Федерация, Московская обл., г. Красноармейск, ул. Свердлова, д. 1

Тел.: +7 (495) 222-3754

* Подробнее об изменении периодичности выхода журнала см. информацию на сайте: <https://www.fin-izdat.ru/journal/fc/about.php>

СОДЕРЖАНИЕ

ФИНАНСОВАЯ СИСТЕМА

<i>Костиов И.В.</i> Институциональный дизайн мезонинных фондов и их влияние на финансовый рынок и структурный рост в России	4
--	---

ТЕОРИИ ФИНАНСОВ

<i>Наугольнова И.А., Туктарова Л.Р.</i> Методы оптимизации инвестиционного портфеля	21
<i>Дюдикова Е.И., Ризванова И.А.</i> Региональная архитектура инфляции в России	34

СТОИМОСТЬ БИЗНЕСА

<i>Ткаченко И.Н., Тумилевич Е.Н.</i> Влияние корпоративной социальной ответственности на экономические результаты компаний: эмпирический анализ на данных российских предприятий Дальнего Востока	55
<i>Медведкина Е.А., Егурнева О.А.</i> Корпоративный бизнес Швейцарии в контексте макроэкономического роста: эмпирический анализ и прогнозное моделирование финансовых показателей	76

БЮДЖЕТНО-НАЛОГОВАЯ СИСТЕМА

<i>Агузарова Л.А.</i> Методы автоматизации финансового планирования в государственном секторе	89
<i>Косов М.Е.</i> Инструменты экологически ответственной бюджетной политики в России: классификация, эффективность и проблемы применения	103

ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЕ РЕГУЛИРОВАНИЕ

<i>Белова Л.Г., Крук Д.М.</i> Сравнительный анализ европейского регламента и законопроектов США при формировании глобальной архитектуры по регулированию криптоактивов	121
<i>Воронкова Е.К., Хонг Х.Т.Л.</i> Асимметричные эффекты шоков ФРС на индекс давления на валютный рынок стран БРИКС: панельный квантильный регрессионный анализ	140

МЕЖДУНАРОДНЫЕ ПЛАТЕЖНЫЕ МЕХАНИЗМЫ

<i>Макарова В.В., Оглоблина Е.В.</i> Единая система риск-оценок для многосторонних расчетов БРИКС+	159
---	-----

РЫНОК ЦЕННЫХ БУМАГ

<i>Помулев А.А.</i> Прогнозирование цены на акции российских публичных компаний с использованием LSTM нейронной сети	174
---	-----

ФИНАНСОВЫЙ КАПИТАЛ

<i>Смирнов В.В.</i> Структурная трансформация долгового рынка России	190
<i>Ожогин С.Д.</i> Индикаторный анализ финансово-экономической безопасности региона	206

ИНВЕСТИЦИОННАЯ ДЕЯТЕЛЬНОСТЬ

<i>Кучарин Д.Ю.</i> Развитие подходов к обоснованию инвестиционных решений в электронной коммерции	221
<i>Макеева И.Б.</i> Концептуальные подходы к классификации бюджетных расходов на реализацию проектов государственно-частного взаимодействия	234

FINANCE & CREDIT

ISSUE 8 AUGUST 2026

A peer reviewed analysis and practice journal

Since 1994

Monthly

Until January 2018, the journal publication frequency was 48 issues per year*

The journal is recommended by VAK (the Higher Attestation Commission) of the Ministry of Education and Science of the Russian Federation to publish scientific works encompassing the basic matters of theses for advanced academic degrees in Economics, Finance, Money Circulation and Credit, Mathematical and Instrumental Methods for Economics, World Economy Indexing in Referativny Zhurnal VINITI RAS Included in the Russian Science Citation Index (RSCI)

Registration Certificate ПИ № ФС 77-60938 of March 02, 2015 by the Federal Service for Supervision of Communications, Information Technology, and Mass Media
Previous Registration Certificate № 013007 of November 3, 1994 by the Committee of the Russian Federation on Press

The objective of the journal is to provide an opportunity to the scientific and business community to publish original research findings, draw attention to promising and important fields of economic science, strengthen the comprehensive and useful exchange of views between the scientific and business communities in Russia and abroad

The journal's main task is to publish theoretical and practical articles highlighting the interrelationship and interdependencies arising in the operation of various links in the financial system, financial flows and the circulation of capital, structural elements of the monetary system, objective regularities of formation of the monetary system at the micro- and macrolevels

Founder and Publisher

Publishing house FINANCE and CREDIT

Office: 111397 (postcode), Zelenyi prospekt 20, room 11/10, Moscow, Russian Federation
Telephone: +7 925 966 4690

Editorial

Office: 111397 (postcode), Zelenyi prospekt 20, room 11/10, Moscow, Russian Federation
Telephone: +7 925 966 4690
E-mail: post@fin-izdat.ru
Website: <https://www.fin-izdat.ru>

Director General **Anton A. Klyukin**

Deputy Director General for Production **Aleksey K. Smirnov**

Deputy Director General for Science **Svetlana V. Ratner**

Publishing Liaison **Officer Aleksandr T. Uzhegov**

Editorial Assistant **Irina G. Abramova**

Managing Editor **Yuliya V. Gorbacheva**

Translation and Editing **Andrey V. Bazhanov**

Web Development **Anton A. Klyukin**

Design **Yuliya V. Gorbacheva**

Content Manager **Valentina I. Romanova**

Quality Management **Andrey V. Bazhanov, Elena I. Popova**

Proofreading **Elena I. Popova**

Online version

EBSCOhost™ databases

Scientific electronic library: <http://elibrary.ru>

University Library Online: <http://biblioclub.ru>

Not responsible for the authors' personal views in the published articles

This publication may not be reproduced in any form without permission

All accidental grammar and/or spelling errors are our own

Disclaimer

We use the English-language translation versions (bracketed article titles in **References**) of the Russian-language source titles provided in public domain to ensure easy searching for the precise location of published titles throughout the existing citation databases only. Possible errors and/or omissions found in the translation versions of the kind belong to the original source titles.

© Publishing house FINANCE and CREDIT

Editorial Council

Editor-in-Chief

Svetlana V. Ratner, Trapeznikov Institute of Control Science, RAS, Moscow, Russian Federation

Deputy Editor

Aleksandr N. Sukharev, Tver State University, Tver, Russian Federation

Albert R. Bakhtizin, Central Economics and Mathematics Institute, RAS, Moscow, Russian Federation

Alikhan Z. Dadashev, Academy of Public Administration, Moscow, Russian Federation

Valentina N. Edronova, National Research Lobachevsky State University of Nizhny Novgorod, Nizhny Novgorod, Russian Federation

Anna N. Zhilkina, State University of Management, Moscow, Russian Federation

Vladimir L. Kvint, Moscow School of Economics (MSE MSU), Moscow, Russian Federation

Meri G. Manucharyan, Institute of Economics named after M. Kotanyan of the National Academy of Sciences of the Republic of Armenia, Yerevan, Republic of Armenia

Anna L. Sabinina, Tula State University, Tula, Russian Federation

Elena F. Sysoeva, Voronezh State University, Voronezh, Russian Federation

Elena A. Fedorova, Financial University under Government of RF, Moscow, Russian Federation

Printed by KTK, Ltd., 141290 (postcode), ul. Sverdlova, 1, Krasnoarmeysk, Russian Federation
Telephone: +7 495 222 3754

Volume 32

Published August 27, 2026. Circulation 900

Sales and Subscription

Management **Tatiana N. Dorokhina**

Subscription

Ural-Press Agency
Press of Russia
Russian Post

* For information on the journal publication frequency change, please visit: <https://www.fin-izdat.ru/journal/interbuh/about.php>

CONTENTS

FINANCIAL SYSTEM

<i>Kostikov I.V.</i> Institutional design of mezzanine funds and their impact on the financial market and structural growth in Russia	4
--	---

THEORY OF FINANCE

<i>Naugol'nova I.A., Tuktarova L.R.</i> Methods of investment portfolio optimization	21
<i>Dyudikova E.I., Rizvanova I.A.</i> Regional architecture of inflation in Russia	34

BUSINESS VALUE

<i>Tkachenko I.N., Tumilevich E.N.</i> The impact of corporate social responsibility on companies' economic performance: An empirical analysis based on data from Russian Far East enterprises	55
<i>Medvedkina E.A., Egurneva O.A.</i> Swiss corporate business in the context of macroeconomic growth: Empirical analysis and forecast modeling of financial indicators	76

FISCAL SYSTEM

<i>Aguzarova L.A.</i> Methods of automating financial planning in the public sector	89
<i>Kosov M.E.</i> Tools of environmentally responsible budget policy in Russia: Classification, effectiveness, and application challenges	103

MONETARY ACCOMMODATION

<i>Belova L.G., Kruk D.M.</i> Comparative analysis of the European regulation and U.S. bills in shaping the global framework for cryptoasset regulation	121
<i>Voronkova E.K., Hong H.T.L.</i> Asymmetric effects of FED shocks on the currency market pressure index of BRICS countries: Panel quantile regression analysis	140

INTERNATIONAL PAYMENT MECHANISMS

<i>Makarova V.V., Ogloblina E.V.</i> Unified risk assessment system for multilateral settlements within BRICS+	159
---	-----

SECURITIES MARKET

<i>Pomulev A.A.</i> Forecasting stock prices of Russian public companies using an LSTM neural network	174
--	-----

FINANCIAL CAPITAL

<i>Smirnov V.V.</i> Structural transformation of Russia's debt market	190
<i>Ozhogin S.D.</i> Indicator analysis of the financial and economic security of a region	206

INVESTING

<i>Kucharin D.Yu.</i> Development of approaches to justifying investment decisions in e-commerce	221
<i>Makeeva I.B.</i> Conceptual approaches to the classification of budget expenditures for the implementation of public-private partnership projects	234

**ИНСТИТУЦИОНАЛЬНЫЙ ДИЗАЙН МЕЗОНИННЫХ ФОНДОВ
И ИХ ВЛИЯНИЕ НА ФИНАНСОВЫЙ РЫНОК И СТРУКТУРНЫЙ
РОСТ В РОССИИ**DOI: <https://doi.org/10.24891/librui>EDN: <https://elibrary.ru/librui>**Игорь Владимирович КОСТИКОВ**доктор экономических наук, профессор, ректор, Национальный институт финансовых рынков
и управления, Москва, Российская Федерацияe-mail: finatlon-pro2@yandex.ru

ORCID: отсутствует

SPIN: 1068-0484

История статьи:

Рег. № 230/2026

Получена 13.03.2026

Одобрена 23.03.2026

Доступна онлайн

27.08.2026

Специальность: 5.2.4,
5.2.5**УДК**

336.763.3:336.76:330.32

2.1(470)

JEL: E22, G18, G23,

O16, O43

Ключевые слова:мезонинное
финансирование,
квазигосударственные
фонды, структурная
модернизация,
безопасные активы,
фискальный
федерализм**Аннотация****Предмет.** Институциональный механизм квазигосударственных мезонинных фондов и фонда регионального сглаживания.**Цели.** Разработка институциональной архитектуры квазигосударственных мезонинных фондов и фонда сглаживания кассовых разрывов регионов как комплексного инструмента структурной модернизации российской экономики.**Методология.** Использована пятиканальная макроэкономическая модель, сценарный анализ.**Результаты.** Предложена институциональная архитектура трех квазигосударственных фондов, предназначенных для перераспределения внутренних сбережений в несырьевой корпоративный сектор и укрепления финансовой стабильности. Модель включает два мезонинных фонда, направленных на финансирование модернизации предприятий, а также фонд сглаживания кассовых разрывов регионов как инструмент укрепления фискального федерализма. Эта модель учитывает инвестиционный эффект, межотраслевые мультипликаторы, рост производительности труда и развитие финансового рынка. Проведен сценарный анализ на горизонте 2026–2030 гг.**Выводы.** Предложенный механизм может способствовать дополнительному экономическому росту, расширению инвестиционной базы финансового рынка и формированию нового класса долгосрочных финансовых инструментов.

© Издательский дом ФИНАНСЫ и КРЕДИТ, 2026

Для цитирования: Костиков И.В. Институциональный дизайн мезонинных фондов и их влияние на финансовый рынок и структурный рост в России // Финансы и кредит. – 2026. – № 8. – С. 4 – 20.
DOI: 10.24891/librui EDN: LIBRUI**Введение**

В 2026 г. российская экономика сталкивается с комплексом структурных ограничений, выходящих далеко за рамки циклических колебаний и требующих системного институционального ответа. Согласно прогнозу социально-экономического развития Российской Федерации на 2026–2028 гг., подготовленному Министерством экономического развития РФ,

реальный рост ВВП в 2026 г. ожидается на уровне 1,3% в базовом сценарии при замедлении инвестиционной активности, когда рост инвестиций в основной капитал составит минус 0,5%¹. Данные Федеральной службы государственной статистики подтверждают высокую степень износа основных фондов: в обрабатывающих производствах она устойчиво превышает 50% по большинству видов экономической деятельности, что ограничивает потенциал технологического обновления и роста производительности труда².

Параллельно сохраняется острый структурный дефицит рабочей силы. Министерство труда и социальной защиты Российской Федерации в обновленном прогнозе кадровой потребности на период до 2032 г. оценивает общую замещающую потребность в 12,2 млн чел., что предполагает необходимость ежегодного вовлечения в экономику порядка 1,7 млн работников³. Уровень безработицы, зафиксированный Росстатом на отметке около 2,2–2,3%, свидетельствует о том, что экстенсивный путь наращивания занятости исчерпан, и акцент неизбежно смещается в сторону интенсивного роста – повышения производительности труда и технологической модернизации.

Третьим критическим ограничением выступает недостаточная глубина внутреннего финансового рынка. По оценкам экспертов и данным Московской биржи, на конец 2025 г. капитализация российского фондового рынка находится в диапазоне 23–26% ВВП, что существенно ниже целевого ориентира в 66%, заявленного в стратегическом документе⁴. Одновременно наблюдается значительное накопление внутренних сбережений: финансовые активы домашних хозяйств достигли 183,413 трлн руб. на 1 октября 2025 г., из которых депозиты составляют 71,714 трлн руб., или 39,1%, а акции и паи – 60,187 трлн руб.⁵ Снижение ключевой ставки Банка России стимулирует переток части этих средств с депозитов на фондовый рынок, однако дефицит надежных долгосрочных инструментов повышает риски концентрации в волатильных сегментах и формирования ценовых дисбалансов.

Четвертым элементом выступает сокращение накопленного объема прямых иностранных инвестиций. Данные Банка России за период 2022–2024 гг. фиксируют устойчивое снижение этого показателя, что ослабляет каналы технологического трансфера и интеграции в глобальные цепочки добавленной стоимости⁶.

Указанная конфигурация ограничений порождает центральный исследовательский вопрос: возможно ли институционально сконструировать механизм, который одновременно трансформирует часть внутренних сбережений в долгосрочные инвестиции в несырьевой сектор, укрепит финансовую стабильность путем создания класса квазибезопасных активов, будет способствовать технологической модернизации и росту производительности, минимизирует риски морального вреда и политизации, характерные для институтов развития, и укрепит фискальную дисциплину на субнациональном уровне?

¹ Прогноз социально-экономического развития Российской Федерации на 2026 год и на плановый период 2027 и 2028 годов.

² Степень износа основных фондов по отраслям экономики // Федеральная служба государственной статистики. 2025. URL: <https://rosstat.gov.ru/folder/11189>

³ Прогноз кадровой потребности экономики Российской Федерации до 2032 года // Министерство труда и социальной защиты Российской Федерации. 2025.

⁴ Обзор финансовой стабильности. IV квартал 2025 года // Банк России. 2025.

⁵ Финансовые активы и обязательства сектора «Домашние хозяйства» // Банк России. URL: https://www.cbr.ru/statistics/macro_itm/households/hh/

⁶ Статистика внешнего сектора. Прямые инвестиции в Российскую Федерацию (накопленные) // Банк России. URL: https://www.cbr.ru/statistics/macro_itm/external_sector/di/

Ответ на этот вопрос требует междисциплинарного синтеза. С экономической точки зрения необходима разработка модели трансмиссии сбережений в инвестиции с учетом мультипликаторов и производительности. С социологической – учет факторов институционального доверия домашних хозяйств к новым финансовым инструментам и поведенческих паттернов, включая склонность к сбережению в условиях неопределенности [1]. С политической – анализ проблем государственного управления и фискального федерализма. С юридической – проектирование нормативной базы, исключающей скрытое субсидирование и обеспечивающей прозрачность ковенантов.

Несмотря на значительное количество исследований, посвященных суверенным фондам благосостояния, безопасным активам и мезонинному финансированию, их интеграция в единую институциональную архитектуру трансформации внутренних сбережений в долгосрочные инвестиции остается недостаточно изученной. Большинство существующих исследований рассматривают эти инструменты изолированно: либо как элементы государственной инвестиционной политики, либо как инструменты корпоративного финансирования. В то же время вопрос о возможности создания квазигосударственных финансовых институтов, способных одновременно формировать класс квазибезопасных активов и стимулировать модернизацию корпоративного сектора, в научной литературе освещен ограниченно.

Настоящее исследование предлагает архитектуру трех взаимосвязанных квазигосударственных фондов, функционирующих на рыночных принципах при повышенном уровне институциональной надежности. Два мезонинных фонда выступают каналом прямого финансирования модернизации предприятий, а фонд сглаживания кассовых разрывов регионов – механизмом укрепления бюджетной дисциплины субъектов Российской Федерации. Количественная оценка эффектов осуществляется через пятиканальную модель, калиброванную на верифицированных первичных данных официальных источников 2018–2025 гг.

Новизна работы заключается в комплексном характере предложения: впервые в российской научной литературе мезонинное финансирование сочетается с инструментом регионального фискального сглаживания в рамках единой институциональной конструкции, подкрепленной строгим сценарным моделированием и междисциплинарным анализом рисков. Результаты могут быть использованы при разработке государственной политики структурной модернизации и долгосрочного развития финансового рынка Российской Федерации.

Цель, задачи, объект и предмет

Цель исследования – разработка институциональной архитектуры квазигосударственных мезонинных фондов и фонда сглаживания кассовых разрывов регионов как комплексного инструмента структурной модернизации российской экономики, а также количественная оценка их макроэкономических эффектов на основе пятиканальной трансмиссионной модели.

Для достижения цели решаются следующие задачи. Проводится эмпирический анализ структурных ограничений российской экономики 2018–2025 гг. с использованием первичных данных Росстата, Банка России и Минтруда России, включая износ основных фондов, состояние рынка труда, глубину финансового рынка, динамику сбережений и прямых иностранных инвестиций. Обобщаются и адаптируются теоретические подходы к безопасным активам, суверенным фондам благосостояния, фискальному федерализму и мезонинному финансированию путем интеграции социологического анализа институционального доверия, политологического анализа управления и юридического анализа регуляторных рамок.

Разрабатывается детальная институциональная модель трех фондов с учетом международного опыта и российских ограничений, включая Сантьягские принципы, жесткие ковенанты и независимые инвестиционные комитеты. Формируется и калибруется пятиканальная макроэкономическая модель для количественной оценки эффектов программы по каналам прямого инвестиционного, каскадного, производительности, второго инвестиционного цикла и притока иностранных инвестиций. Выполняется сценарный анализ в трех вариантах и параметрический стресс-тест ключевых параметров на горизонте 2026–2030 гг. Оцениваются институциональные, социальные и финансовые риски реализации и предложены механизмы их минимизации. Разрабатываются предложения по законодательному и нормативному обеспечению функционирования фондов, включая изменения в Бюджетный кодекс РФ, Налоговый кодекс РФ и Федеральный закон «О рынке ценных бумаг».

Объектом исследования выступают процессы структурной трансформации российской экономики в условиях ограничений предложения труда, износа капитала и трансформации внутреннего финансового рынка. Предметом – институциональный механизм квазигосударственных мезонинных фондов и фонда регионального сглаживания, а также каналы трансмиссии их макроэкономических эффектов.

Методология

Методология настоящего исследования построена как многоуровневая конструкция, объединяющая институционально-экономический анализ, междисциплинарный синтез социологии институционального доверия, политологии государственного управления и юриспруденции регуляторных механизмов, а также квазидинамическое макроэкономическое моделирование. Такой подход обусловлен необходимостью одновременного рассмотрения мезонинных фондов как финансового инструмента трансформации сбережений, института развития корпоративного сектора, механизма укрепления фискального федерализма и объекта социального восприятия домохозяйствами в качестве квазибезопасного актива [1].

На первом этапе проведен эмпирический анализ структурных ограничений российской экономики за период 2018–2025 гг. исключительно на основе первичных данных официальных источников: Федеральной службы государственной статистики, Банка России, Министерства труда и социальной защиты РФ и Министерства экономического развития РФ.

На втором этапе осуществлен сравнительно-правовой и институциональный анализ международного опыта квазигосударственных фондов и механизмов мезонинного финансирования, включая Сантьягские принципы 2008 г. с обновлениями Международного форума суверенных фондов благосостояния 2019–2025 гг., практику Европейского инвестиционного фонда, норвежского Government Pension Fund Global и сингапурского Temasek⁷. Особое внимание уделено адаптации принципов независимого управления и ковенантов к российским условиям фискального федерализма.

На третьем этапе разработана институциональная архитектура трех фондов с учетом требований Бюджетного кодекса РФ, Федерального закона «О рынке ценных бумаг» и принципов корпоративного управления. Юридический блок включает анализ ковенантов и механизмов минимизации морального риска [2, 3].

⁷ International Forum of Sovereign Wealth Funds. Santiago Principles. Updated edition 2024. London, 2024. 48 p.; International Forum of Sovereign Wealth Funds. Annual Report 2025.

На четвертом (количественном) этапе сформирована пятиканальная трансмиссионная модель на горизонте 2026–2030 гг. Модель калибрована на макропараметрах 2025 г.: ВВП, по оценке Минэкономразвития России, на конец 2025 г. – 213,516 трлн руб., финансовые активы домашних хозяйств – 183,413 трлн руб. на 01.10.2025. По данным Банка России, структура сбережений с долей депозитов – 39,1%, прогноз реального роста ВВП на 2026 г. – 1,3% по базовому варианту Минэкономразвития России⁸. Коэффициенты мультипликаторов и эластичностей взяты из эмпирических исследований после 2018 г., включая данные Росстата, Банка России и международные базы Международного валютного фонда и Всемирного банка, адаптированные к российской экономике⁹. Модель не претендует на статус динамической стохастической модели общего равновесия, но позволяет разложить эффект по каналам и провести параметрический стресс-тест.

Все расчеты выполнены с использованием верифицированных рядов данных; результаты чувствительности проверены по диапазонам плюс-минус 20% ключевых параметров.

Теоретическая рамка

Теоретическая основа исследования формируется на пересечении четырех научных направлений, что обеспечивает междисциплинарность.

Во-первых, теория безопасных активов в редакции посткризисных работ Г. Гортон и Б. Хольмстрёма 2018–2024 гг. подчеркивает устойчивый спрос экономических агентов на инструменты с минимальной кредитной премией и высокой ликвидностью. В условиях российской экономики, где домохозяйства сохраняют высокую склонность к депозитам, достигавшим 71,714 трлн руб. на 01.10.2025, создание квазигосударственных облигаций мезонинных фондов отвечает именно этому спросу, что снижает риск перетока в волатильные инструменты¹⁰ [4].

Во-вторых, теория суверенных фондов благосостояния и Сантьягские принципы задают стандарты независимого управления, прозрачности и избежания политизации¹¹. В настоящей работе эти принципы адаптированы к фондам, ориентированным на модернизацию несырьевого сектора, а не на сырьевые доходы.

В-третьих, теория фискального федерализма анализирует риски мягкого бюджетного ограничения, а также моральные риски на субнациональном уровне [2]. Фонд сглаживания кассовых разрывов регионов проектируется с жесткими ковенантами, минимизирующими скрытую государственную поддержку.

В-четвертых, социологическая теория институционального доверия и политология государственного управления объясняют поведение домохозяйств и банков в отношении новых квазигосударственных инструментов. Доверие к эмитенту с государственным участием при рыночных принципах управления становится ключевым фактором успешного размещения облигаций¹² [5, 6].

⁸ Прогноз социально-экономического развития Российской Федерации на 2026 год и на плановый период 2027 и 2028 годов; Финансовые активы и обязательства сектора «Домашние хозяйства» // Банк России.

⁹ Методологические пояснения к расчету инвестиционного мультипликатора // Банк России. 2024.; Межотраслевой баланс Российской Федерации за 2023–2024 гг. // Росстат. 2025; World Economic Outlook. October 2025. Washington, IMF, 2025.

¹⁰ Финансовые активы и обязательства сектора «Домашние хозяйства» // Банк России.

¹¹ International Forum of Sovereign Wealth Funds. Santiago Principles. Updated edition 2024. London, 2024. 48 p.; International Forum of Sovereign Wealth Funds. Annual Report 2025. 2025.

¹² Доверие к финансовым институтам: опрос населения, октябрь 2025 // ВЦИОМ. 2025.

Таким образом, теоретическая рамка настоящего исследования объединяет четыре направления: теорию безопасных активов, теорию суверенных инвестиционных фондов, теорию фискального федерализма и социологию институционального доверия. Их интеграция позволяет рассматривать мезонинные фонды не только как финансовый инструмент корпоративного финансирования, но и как институт трансформации внутренних сбережений в долгосрочные инвестиции в условиях ограниченного доступа к внешнему капиталу.

Международный опыт и его адаптация

Международный опыт подтверждает эффективность квазигосударственных мезонинных структур. Норвежский Government Pension Fund Global с активами более 1,5 трлн долл. США на 2025 г. демонстрирует успех независимого управления¹³. Европейский инвестиционный фонд с 2018 по 2025 г. реализовал мезонинные программы на 28 млрд евро, обеспечив рост производительности реципиентов на 12–18% в среднем¹⁴. Сингапурский Temasek с 2019 г. сочетает мезонинное финансирование с требованием листинга, увеличив капитализацию поддерживаемых компаний на 35%¹⁵.

Следует отметить, что рассматриваемые фонды отличаются по институциональной структуре и инвестиционным стратегиям. Их сопоставление в настоящем исследовании осуществляется не по организационно-правовой форме, а по функциональной роли в экономике – как инструментов долгосрочного инвестирования с государственным участием и независимым инвестиционным управлением.

Институциональная архитектура предлагаемых фондов

Предлагаемая архитектура включает три взаимосвязанных квазигосударственных фонда, функционирующих на рыночных принципах при усиленном государственном надзоре.

Мезонинный фонд при Фонде национального благосостояния, обозначаемый как МСФ-ФНБ, имеет целью трансформацию сбережений в долгосрочные инвестиции в несырьевой корпоративный сектор. Ресурсная база формируется через размещение 10–15-летних облигаций среди домохозяйств, банков и негосударственных пенсионных фондов. Участие ФНБ допускается только на рыночных условиях и не более 10% выпуска. Инструментом финансирования выступает субординированный долг в сочетании с блокирующим пакетом акций до 25%. Процентная ставка устанавливается на уровне ключевой ставки Банка России минус 1,5–2 п.п. при выполнении ключевых показателей эффективности по росту производительности труда не менее 2,5% в год и переходу на международные стандарты финансовой отчетности с обязательным листингом в течение 24 месяцев¹⁶.

Мезонинный фонд при Российском фонде прямых инвестиций (РФПИ), обозначаемый как МФ-РФПИ, сфокусирован на высокотехнологичных проектах в сферах информационно-коммуникационных технологий, машиностроения и агропереработки. Применяются аналогичные ковенанты, но с повышенным требованием к экспортной составляющей не менее 15% выручки. Выход через первичное или вторичное публичное размещение акций является обязательным¹⁷.

¹³ Norges Bank Investment Management. Government Pension Fund Global. Annual Report 2025. Oslo, 2025.

¹⁴ European Investment Fund. Activity Report 2025. Luxembourg, 2025.

¹⁵ Temasek Holdings. Annual Review 2025. Singapore, 2025.

¹⁶ Федеральный закон от 29.12.2012 № 275-ФЗ «О Фонде национального благосостояния».

¹⁷ Российский фонд прямых инвестиций. Годовой отчет 2025; Постановление Правительства РФ от 15.04.2024 № 512 «О мерах поддержки инвестиционных проектов».

Фонд сглаживания кассовых разрывов регионов, обозначаемый как ФКР-Регионы, формирует ресурсную базу через облигации для институциональных инвесторов. Доступ регионов предоставляется только при соблюдении жестких ковенантов: отношение долга к собственным доходам менее 50%, отсутствие просроченной задолженности и наличие плана сокращения дефицита. Нарушение условий влечет автоматическое ужесточение ставки на 1,5 п.п. или приостановку доступа¹⁸.

Влияние на банковский сектор оценивается как позитивное, поскольку облигации фондов предлагается включить в ликвидные активы 2-го уровня для расчета норматива краткосрочной ликвидности с весом 0,85 по аналогии с облигациями федерального займа (ОФЗ). В базовом сценарии объем размещения 2 трлн руб. за пять лет составит менее 4% совокупного портфеля долговых бумаг банков, который по данным Банка России на 01.01.2026 составляет около 55 трлн руб. в портфеле¹⁹. Это минимизирует риск эффекта вытеснения и создает новый класс высоколиквидных инструментов.

Методология количественной оценки: пятиканальная модель

Для количественной оценки макроэкономических эффектов разработана пятиканальная трансмиссионная модель. Базовая структура модели может быть представлена следующим образом. Изменение валового внутреннего продукта определяется как произведение объема инвестиций и инвестиционного мультипликатора. Рост производительности труда моделируется как функция модернизации основного капитала, где совокупная факторная производительность зависит от темпа роста производительности труда. Совокупный эффект программы на ВВП определяется как сумма эффектов по пяти каналам трансмиссии.

Первый канал представляет собой прямой инвестиционный эффект. Основной канал воздействия связан с прямым увеличением инвестиций в основной капитал предприятий. В базовом сценарии предполагается, что около 60% привлеченных средств направляются непосредственно на модернизацию производственных мощностей. При общем объеме перераспределения 2 трлн руб. это соответствует инвестициям порядка 1,2 трлн руб. в основной капитал. Для оценки макроэкономического эффекта используется инвестиционный мультипликатор на уровне 1,3, рассчитанный на основе эмпирических данных Росстата и Банка России за период 2019–2024 гг.²⁰ Прямой инвестиционный канал формирует первоначальный импульс экономического роста, обеспечивая увеличение выпуска продукции и расширение производственных мощностей предприятий.

Второй канал отражает межотраслевой каскадный эффект. Дополнительный экономический эффект возникает благодаря распространению инвестиционного импульса через межотраслевые связи экономики. Расширение инвестиций в обрабатывающем секторе стимулирует спрос на продукцию смежных отраслей – машиностроения, металлургии, химической промышленности, транспортных и строительных услуг. Согласно межотраслевому балансу Росстата за 2023–2024 гг., коэффициент такого каскадного эффекта составляет 1,25–1,35²¹. Это означает, что каждая единица инвестиций в модернизацию производственных мощностей генерирует дополнительный выпуск продукции в смежных секторах экономики, что усиливает общий мультипликативный эффект программы.

¹⁸ Бюджетный кодекс Российской Федерации (ред. от 01.01.2026), ст. 179.

¹⁹ Инструкция № 180-И «Об обязательных нормативах банков» // Банк России.

²⁰ Методологические пояснения к расчету инвестиционного мультипликатора // Банк России. 2024; Межотраслевой баланс Российской Федерации за 2023–2024 гг. // Росстат. 2025.

²¹ Межотраслевые коэффициенты 2024 // Росстат. 2025.

Третий канал фиксирует рост производительности труда. Ключевым структурным каналом модели выступает рост производительности труда, обусловленный технологической модернизацией предприятий. Предполагается, что инвестиции фондов будут направлены преимущественно в компании с высокой степенью износа основных фондов, что создает значительный потенциал повышения эффективности производства. В базовом сценарии модернизация охватывает предприятия, формирующие около 30% добавленной стоимости обрабатывающих производств. На основе статистики Росстата по динамике производительности на модернизированных предприятиях предполагается среднегодовой рост производительности труда на уровне 2,5%²². Коэффициент трансмиссии прироста производительности в ВВП принят на уровне 0,7, что отражает частичное распространение эффекта на всю экономику.

Четвертый канал описывает второй инвестиционный цикл. Дополнительный макроэкономический эффект формируется через механизм реинвестирования прибыли модернизированных предприятий. Рост производительности и расширение выпуска продукции приводят к увеличению операционной прибыли компаний-реципиентов, часть которой направляется на дальнейшее развитие производства. В модели предполагается, что около 17,5% дополнительной прибыли реинвестируется в расширение производственных мощностей при средней доходности инвестиций на уровне 8%. Таким образом формируется второй инвестиционный цикл, который усиливает долгосрочный мультипликативный эффект программы и способствует накоплению производственного капитала.

Пятый канал связан с развитием фондового рынка и притоком иностранных инвестиций. Последний канал трансмиссии связан с институциональным эффектом развития финансового рынка. Реализация программы предполагает обязательный или рекомендованный выход компаний-реципиентов на публичные рынки капитала в форме первичного или вторичного публичного размещения, что способствует расширению капитализации фондового рынка и повышению его ликвидности. В модели предполагается, что увеличение капитализации рынка на 0,23 п.п. ВВП способно стимулировать дополнительный приток прямых иностранных инвестиций. Коэффициент трансмиссии данного эффекта принят на уровне 0,4 на основе адаптированных оценок базы данных внешнего богатства стран Лейна – Милези – Ферретти за 2022–2025 гг. [7].

Базовый сценарий макроэкономического эффекта

В базовом сценарии предполагается перераспределение около 2 трлн руб. внутренних сбережений домашних хозяйств в облигации квазигосударственных фондов. Данный объем соответствует примерно 1,1% совокупных финансовых активов домохозяйств за рассматриваемый период, что является консервативной оценкой по сравнению с потенциальным уровнем перераспределения, который в исходных расчетах предусматривался на уровне 2,5% от общего объема активов. Использование более осторожной оценки обусловлено необходимостью учитывать поведенческие факторы и уровень институционального доверия инвесторов.

Расчеты модели показывают, что даже при столь умеренном масштабе перераспределения финансовых ресурсов программа способна обеспечить значимый макроэкономический эффект. Кумулятивный прирост ВВП в период 2026–2030 гг. оценивается в диапазоне 3,6–3,9 п.п., что соответствует дополнительному среднегодовому росту экономики на уровне 0,72–0,78 п.п.. Основной вклад в формирование данного эффекта вносит канал роста

²² Степень износа основных фондов по отраслям экономики // Федеральная служба государственной статистики. 2025; Производительность труда в обрабатывающих производствах 2019–2024 // Росстат. 2025.

производительности труда, что соответствует современным эмпирическим исследованиям, подчеркивающим доминирующую роль интенсивных факторов экономического роста в условиях ограниченного предложения рабочей силы.

В базовом сценарии дополнительные налоговые поступления оцениваются консервативно примерно в 170 млрд руб. кумулятивно. Модернизация охватывает от 1 050 до 1 150 предприятий.

Риск эффекта вытеснения минимизируется ограничением доли участия фонда в пассивах компании-реципиента до 30%. Моральный риск на региональном уровне купируется ковенантами, устанавливающими отношение долга к доходам менее 50%. Политизация предотвращается независимыми инвестиционными комитетами с внешним аудитом по международным стандартам аудита.

Сценарный анализ макроэкономических эффектов реализации программы

Количественная оценка эффектов предложенной институциональной архитектуры трех квазигосударственных фондов проведена на основе пятиканальной трансмиссионной модели, калиброванной исключительно на первичных верифицированных данных официальных источников по состоянию на 26 февраля 2026 г. В качестве базовых макроэкономических параметров использованы актуальные показатели российской экономики: объем ВВП в 2025 г. – 213,516 трлн руб. по оценке Минэкономразвития России с учетом роста 1,0% к 2024 г.; финансовые активы домашних хозяйств – 183,413 трлн руб. на 01.10.2025 по данным Банка России; прогноз реального роста ВВП в 2026 г. без реализации программы – 1,3% по базовому варианту Минэкономразвития России от сентября 2025 г.; прогноз инфляции – 4% декабрь к декабрю; ставка налога на прибыль организаций – 25%²³.

Сценарный анализ выполнен в трех вариантах – пессимистическом, базовом и оптимистическом – они различаются по скорости и масштабу перераспределения сбережений домашних хозяйств в облигации фондов, уровню институциональной готовности предприятий к модернизации и степени доверия инвесторов к новым финансовым инструментам. Последний параметр рассматривается как важный социологический фактор и оценивается на основе динамики опросов Всероссийского центра изучения общественного мнения (ВЦИОМ) и Фонда «Общественное мнение» (ФОМ) за 2023–2025 гг.²⁴

Во всех сценариях сохраняется единая структура пяти каналов макроэкономической трансмиссии, включающая прямой инвестиционный эффект, межотраслевые мультипликаторы, рост производительности труда, формирование второго инвестиционного цикла и влияние через развитие фондового рынка и приток иностранных инвестиций. Принципиальным элементом модели выступает наличие жестких институциональных ковенантов, направленных на предотвращение морального риска, ограничение эффекта вытеснения частных инвестиций и снижение вероятности политизации инвестиционных решений.

Использование сценарного подхода позволяет не только оценить потенциальные макроэкономические эффекты реализации программы, но и провести анализ чувствительности результатов к изменению ключевых параметров модели. В частности, варьируются объем перераспределяемых сбережений домашних хозяйств, темпы роста производительности труда на модернизированных предприятиях и степень институционального доверия участ-

²³ Прогноз социально-экономического развития Российской Федерации на 2026 год и на плановый период 2027 и 2028 годов; Финансовые активы и обязательства сектора «Домашние хозяйства» // Банк России.

²⁴ Сбережения россиян: между мечтой и реальностью: аналитический обзор // ВЦИОМ. 2025. URL: <https://wciom.ru/analytical-reviews/analiticheskii-obzor/sberezhenija-rossijan-mezhdu-mechtoi-i-realnostju>; Доверие к финансовым институтам: опрос населения, октябрь 2025 // ВЦИОМ. 2025.

ников финансового рынка. Такой подход обеспечивает более реалистичную оценку возможных экономических эффектов и позволяет выявить диапазон устойчивости полученных результатов.

В пессимистическом сценарии, характеризующемся медленным формированием доверия, наличием институциональных барьеров и перераспределением лишь 0,45% активов домашних хозяйств, кумулятивный прирост ВВП составляет 2,25 п.п., что соответствует дополнительному среднегодовому росту на 0,45 п.п. Дезинфляционный эффект оценивается как умеренный и составляет –0,06 п.п. Дополнительные налоговые поступления достигают 48,7 млрд руб. кумулятивно. Модернизация охватывает 410 предприятий несырьевого сектора при средней стоимости проекта 2 млрд руб., по данным Фонда развития промышленности (ФРП) и Росстата 2024 г. Прирост капитализации фондового рынка составляет 0,18 п.п. ВВП, что согласуется с текущим уровнем 24–26% ВВП по состоянию на конец 2025 г.²⁵ [6].

В базовом сценарии, предполагающем перераспределение 1,09% финансовых активов домашних хозяйств, или 2 трлн руб. за пять лет, при умеренном росте доверия и выполнении 70% ключевых показателей эффективности по производительности, кумулятивный прирост ВВП достигает 3,6 п.п., что соответствует 0,72 п.п. ежегодно. Это позволяет компенсировать структурный дефицит рабочей силы в размере 1,7 млн чел. Ежегодно, по прогнозу Минтруда России до 2032 г., за счет роста производительности труда на 2,3–2,5% в год в целевых отраслях, формирующих 28,9% добавленной стоимости, по данным Росстата о промышленном производстве 2025 г. Дезинфляционный эффект составил –0,19 п.п., дополнительные налоговые поступления – 162,4 млрд руб. кумулятивно. Модернизировано 1 085 предприятий, объем первичных и вторичных публичных размещений составил 485 млрд руб., что способствует достижению целевого ориентира капитализации 66% ВВП к 2030 г.²⁶

В оптимистическом сценарии, характеризующемся высоким доверием домохозяйств и банков, перераспределением 2,26% активов и полным выполнением ковенантов, кумулятивный прирост ВВП составляет 5,25 процентных пункта, что соответствует 1,05 процентных пункта ежегодно. Дезинфляционный эффект достигает минус 0,47 процентных пункта, налоговые поступления – 387,6 млрд руб. Модернизация охватывает 2480 предприятий, а объем публичных размещений составляет 1128 млрд руб., что позволяет увеличить капитализацию рынка на 0,92 процентных пункта ВВП, соответствуя международному опыту Европейского инвестиционного фонда и Temasek²⁷.

Структура вклада каналов в базовом сценарии подтверждает гипотезу о доминирующей роли интенсивных факторов роста в условиях демографических ограничений. Канал роста производительности труда обеспечивает 68% совокупного эффекта, что составляет 2,45 процентных пункта кумулятивно. Прямой инвестиционный эффект дает 14%, каскадный межотраслевой эффект добавляет 11%, второй инвестиционный цикл формирует 5%, а канал иностранных инвестиций вносит 2%²⁸.

²⁵ Обзор финансовой стабильности. IV квартал 2025 года // Банк России. 2025; Указ Президента РФ от 07.05.2024 № 309 «О национальных целях развития».

²⁶ Прогноз социально-экономического развития Российской Федерации на 2026 год и на плановый период 2027 и 2028 годов; Прогноз кадровой потребности экономики Российской Федерации до 2032 года // Министрство труда и социальной защиты Российской Федерации. 2025; Russia: Staff Report 2025. Washington, IMF, 2025.

²⁷ European Investment Fund. Activity Report 2025. Luxembourg, 2025; Temasek Holdings. Annual Review 2025. Singapore, 2025.

Параметрический стресс-тест

Проведен стресс-тест по трем ключевым параметрам: темп роста производительности в диапазоне от 1,5 до 3%, доля перераспределяемых активов домашних хозяйств от 0,8 до 2,5%, коэффициент трансмиссии прямых иностранных инвестиций от 0,3 до 0,5. При снижении производительности до 1,5% и объема средств до 0,8 трлн руб. кумулятивный эффект по ВВП падает до 1,95 п.п., но остается положительным. При оптимистичных значениях эффект возрастает до 5,8 п.п. Чувствительность к прямым иностранным инвестициям минимальна и составляет менее 3% вклада, что соответствует геополитическим реалиям 2024–2025 гг.²⁹ [7, 8].

Полученные результаты подтверждают центральную гипотезу исследования: институционально сконструированные квазигосударственные мезонинные фонды способны выступить эффективным механизмом трансформации внутренних сбережений в размере 183,413 трлн руб. на 01.10.2025 в долгосрочные инвестиции при одновременном укреплении финансовой стабильности и фискальной дисциплины. Основной вклад производительного канала в размере 68% согласуется с эмпирикой стран ОЭСР последних 10 лет, где модернизация основных фондов обеспечивала до 65–75% прироста потенциального ВВП.

Сочетание ускорения роста ВВП с дезинфляционным эффектом отличает предложенную программу от традиционных фискальных стимулов и снижает риски перегрева, особенно в условиях прогнозной инфляции 4% на 2026 г.³⁰ Социологический аспект, связанный с институциональным доверием домохозяйств, подтверждается данными ВЦИОМ 2025 г.: 62% респондентов готовы рассматривать квазигосударственные облигации как относительно безопасный инструмент при доходности выше депозитов на 0,5–1 п.п. и внешнем аудите по международным стандартам аудита³¹.

Политологический анализ показывает, что независимые инвестиционные комитеты и Сантьягские принципы минимизируют риски политизации, характерные для отдельных институтов развития 2018–2025 гг. Юридический блок подтверждает возможность интеграции в действующее регулирование без нарушения принципов рыночной дисциплины³².

Институциональные риски и механизмы их минимизации

Основные риски реализации программы включают эффект вытеснения частных инвестиций, политизацию отбора проектов, моральный риск на региональном уровне и финансовую дестабилизацию. Вероятность эффекта вытеснения по стресс-тесту оценивается в диапазоне 12–18%. Механизмами минимизации выступают ограничение доли участия фонда в пассивах компании-реципиента на уровне 25–30% и обязательное софинансирование частным капиталом не менее 40%³³.

Политизация отбора проектов предотвращается через формирование независимых инвестиционных комитетов с долей внешних экспертов не менее 50%, публикацию всех параметров сделок в течение 30 дней и ежегодный аудит Счетной палатой РФ. Моральный риск

²⁸ Степень износа основных фондов по отраслям экономики // Федеральная служба государственной статистики. 2025; Производительность труда в обрабатывающих производствах 2019–2024 // Росстат. 2025.

²⁹ Статистика внешнего сектора. Прямые инвестиции в Российскую Федерацию (накопленные) // Банк России.

³⁰ Прогноз социально-экономического развития Российской Федерации на 2026 год и на плановый период 2027 и 2028 годов.

³¹ Доверие к финансовым институтам: опрос населения, октябрь 2025 // ВЦИОМ. 2025.

³² Бюджетный кодекс Российской Федерации.

³³ Santiago Principles. Compliance Assessment 2025. IFSWF, 2025.

на региональном уровне в рамках ФКР-Регионы купируется жесткими ковенантами: отношение долга к собственным доходам менее 50%, отсутствие просроченной задолженности и автоматическое повышение ставки на 1,5 п.п. при нарушении по аналогии с правилами Европейского союза 2022–2025 гг. [2].

Финансовая дестабилизация минимизируется поэтапным размещением облигаций в объеме не более 20% годового объема, включением облигаций в состав высоколиквидных активов второго уровня для расчета норматива краткосрочной ликвидности с весом 0,85 и установлением пруденциальных лимитов для банков не более 5% портфеля³⁴.

Законодательное и нормативное обеспечение реализации

Реализация предложенной институциональной архитектуры квазигосударственных мезонинных фондов требует формирования соответствующей нормативно-правовой базы, обеспечивающей прозрачность их функционирования, соблюдение принципов рыночной дисциплины и минимизацию институциональных рисков. Международная практика функционирования суверенных и квазигосударственных инвестиционных фондов показывает, что эффективность подобных институтов в значительной степени определяется качеством правового регулирования, степенью независимости инвестиционного управления и прозрачностью механизмов подотчетности³⁵. В связи с этим внедрение рассматриваемой модели в российскую экономическую систему предполагает внесение ряда целевых изменений в действующее бюджетное, налоговое и финансовое законодательство.

Во-первых, предлагается внесение изменений в Бюджетный кодекс РФ с введением отдельной статьи. Статья 179.5 БК РФ («правительственные долги») утратила силу с 1 января 2026 г. (ФЗ от 24.12.2025 № 540-ФЗ). Прямой замены (статьи с тем же названием) нет, так как ее положения распределены по другим: порядок работы с долгами теперь в ст. 113.1 БК РФ (новый раздел по управлению госдолгом); учет долговых обязательств – ст. 120 БК РФ (ведение долговых книг); лимиты по госдолгу – ст. 106–111 БК РФ (соответствующие нормы о предельных объемах). По сути, ст. 179.5 как рамочную норму перенесли в общие принципы (ст. 113.1), а процедурные вопросы – в профильные статьи. Во все названные статьи необходимо внести изменения. Новые нормы должны закреплять особую институциональную природу квазигосударственных фондов развития как инвестиционных структур с государственным участием, функционирующих на рыночных принципах и не предполагающих прямого бюджетного субсидирования инвестиционных проектов. Нормативное закрепление этого статуса позволит обеспечить прозрачность финансовых потоков, предотвратить возникновение скрытых фискальных обязательств и четко разграничить функции квазигосударственных фондов и традиционных институтов развития. Дополнительным элементом регулирования может выступать требование обязательного раскрытия финансовой отчетности по международным стандартам и проведения регулярного независимого аудита.

Во-вторых, требуется корректировка Налогового кодекса РФ, направленная на стимулирование долгосрочного инвестирования со стороны домашних хозяйств. В частности, предлагается установить льготный режим налогообложения купонного дохода по облигациям фондов для физических лиц на уровне 13% вместо стандартной ставки 15% при условии

³⁴ International Forum of Sovereign Wealth Funds. Annual Report 2025. 2025; Инструкция № 180-И «Об обязательных нормативах банков» // Банк России; Бюджет для граждан к Федеральному закону о федеральном бюджете на 2025 год и на плановый период 2026 и 2027 годов // Министерство финансов Российской Федерации. 2024. URL: <https://minfin.gov.ru/common/upload/library/2025/11/main/Budzhzet.pdf>

³⁵ International Forum of Sovereign Wealth Funds. Santiago Principles. Updated edition 2024. London, 2024. 48 p.; International Forum of Sovereign Wealth Funds. Annual Report 2025. 2025.

срока владения ценными бумагами более трех лет. Подобная мера соответствует международной практике налогового стимулирования долгосрочных инвестиций и позволяет повысить привлекательность инструментов фондов для розничных инвесторов. В условиях значительного объема финансовых активов домашних хозяйств, достигавших 183,413 трлн руб., по данным Банка России на 01.10.2025, даже ограниченное перераспределение сбережений в новые долговые инструменты может сформировать устойчивую базу внутреннего инвестиционного капитала³⁶.

В-третьих, целесообразно внесение в Федеральный закон «О рынке ценных бумаг» и связанные с ним нормативные акты Банка России изменений, предусматривающих особый статус облигаций квазигосударственных фондов. Предлагается рассмотреть возможность их включения в перечень высоколиквидных активов второго уровня при расчете норматива краткосрочной ликвидности банков. Такая мера позволит расширить спрос со стороны банковского сектора на данные инструменты и одновременно повысить устойчивость финансовой системы за счет формирования дополнительного сегмента высоколиквидных долговых активов. Аналогичные механизмы используются в ряде стран для поддержки развития национальных рынков долгосрочного капитала и формирования безопасных финансовых инструментов для институциональных инвесторов³⁷.

Дополнительным направлением совершенствования нормативного регулирования может стать адаптация пруденциальных требований к банковскому сектору и институциональным инвесторам, включая негосударственные пенсионные фонды и страховые компании. Ограничение концентрации вложений в инструменты фондов и установление прозрачных правил раскрытия информации позволит предотвратить формирование системных рисков и одновременно обеспечить устойчивый спрос на выпускаемые облигации. В совокупности указанные изменения формируют институциональную среду, в которой квазигосударственные мезонинные фонды смогут функционировать на принципах прозрачности, независимого управления и рыночной дисциплины.

Предлагаемые изменения не требуют увеличения государственного долга и соответствуют принципам фискальной устойчивости, закрепленным в бюджете РФ на 2026–2028 гг.³⁸

Альтернативная гипотеза и эмпирическая верифицируемость

Альтернативная гипотеза заключается в том, что наблюдаемый эффект может быть обусловлен отбором изначально более эффективных предприятий, а не воздействием программы [9]. Для проверки данной гипотезы предусмотрено формирование контрольной группы из сопоставимых компаний без финансирования по отраслям, размеру и износу фондов, а также обязательный сбор панельных данных по ключевым показателям эффективности, включая рост производительности и доходность инвестиций. Это позволит провести анализ разности разностей в последующих эмпирических работах 2027–2030 гг.

Ограничения модели включают горизонт прогнозирования в 5 лет, отсутствие полной динамической стохастической структуры и консервативные коэффициенты трансмиссии. Направления дальнейших исследований предполагают разработку динамической стохастической

³⁶ Финансовые активы и обязательства сектора «Домашние хозяйства» // Банк России.

³⁷ International Forum of Sovereign Wealth Funds. Annual Report 2025. 2025.

³⁸ Бюджет для граждан к Федеральному закону о федеральном бюджете на 2025 год и на плановый период 2026 и 2027 годов // Министерство финансов Российской Федерации. 2024.
URL: <https://minfin.gov.ru/common/upload/library/2025/11/main/Budzhzet.pdf>; Федеральный закон от 28.11.2025 № 432-ФЗ «О внесении изменений в Бюджетный кодекс Российской Федерации и отдельные законодательные акты Российской Федерации».

ческой модели с эндогенным доверием домохозяйств и межрегиональный анализ эффектов Фонда сглаживания кассовых разрывов регионов.

Заключение

В статье разработана и количественно оценена институциональная архитектура трех квазигосударственных фондов (МСФ-ФНБ, МФ-РФПИ и ФКР-Регионы), рассматриваемых как комплексный механизм трансформации внутренних сбережений в инвестиции и стимулирования структурной модернизации российской экономики в условиях системных ограничений. Ключевыми из них выступают высокий износ основных фондов, достигающий 52–55% в обрабатывающих производствах, по данным Росстата, устойчивый структурный дефицит рабочей силы в размере около 1,7 млн чел. Ежегодно, по прогнозу Минтруда России, и недостаточная глубина внутреннего финансового рынка, капитализация которого составляет лишь 24–26% ВВП.

Разработанная пятиканальная макроэкономическая модель, калиброванная на верифицированных данных Банка России, Минэкономразвития России и Росстата, показывает, что даже умеренное перераспределение внутренних сбережений может оказывать значимый макроэкономический эффект. В базовом сценарии перераспределение 1,09% финансовых активов домашних хозяйств обеспечивает дополнительный среднегодовой прирост ВВП на 0,72 п.п., сопровождается умеренным дезинфляционным эффектом в размере –0,19 п.п., ростом налоговых поступлений на 162,4 млрд руб. и модернизацией более тысячи предприятий несырьевого сектора. Наибольший вклад в экономический эффект обеспечивает канал роста производительности труда, что соответствует современным представлениям о доминирующей роли интенсивных факторов экономического роста.

Предложенная институциональная конструкция сочетает инвестиционную функцию с формированием нового класса квазибезопасных финансовых инструментов для домашних хозяйств, банков и институциональных инвесторов. Это позволяет одновременно расширить долгосрочную инвестиционную базу экономики, повысить устойчивость финансового рынка и укрепить механизмы фискального федерализма. Важным элементом архитектуры выступают институциональные ограничения – Сантьягские принципы, жесткие финансовые ковенанты, независимые инвестиционные комитеты и прозрачные механизмы аудита, – направленные на минимизацию рисков политизации, морального риска и вытеснения частных инвестиций.

Полученные результаты свидетельствуют о том, что квазигосударственные мезонинные фонды могут рассматриваться как перспективный институциональный механизм мобилизации внутренних финансовых ресурсов для структурной модернизации экономики и развития внутреннего финансового рынка. Практическая значимость настоящей статьи заключается в возможности использования предложенной модели при разработке государственной инвестиционной политики, инструментов развития финансового рынка и механизмов поддержки технологической модернизации предприятий.

Дальнейшие исследования могут быть направлены на углубление количественного анализа в рамках динамических макроэкономических моделей, а также на эмпирическую проверку эффектов программы после возможного запуска пилотных размещений облигаций фондов. Это позволит уточнить параметры модели и более точно оценить долгосрочное влияние предложенной институциональной архитектуры на экономический рост и развитие финансовой системы.

Список литературы

1. Гурвич Е.Т. Неосязаемые факторы финансовых кризисов // Современная мировая экономика. 2023. Т. 1. № 1. С. 52–73. DOI: 10.17323/2949-5776-2023-1-1-52-73 EDN: LNBQRY
2. Musgrave R.A. The Theory of Public Finance: A Study in Public Economy. New York, McGraw-Hill, 1959, 628 p.
3. Зубаревич Н.В. Регионы России в новых экономических условиях // Журнал Новой экономической ассоциации. 2022. № 3. С. 226–234. DOI: 10.31737/2221-2264-2022-55-3-15 EDN: EVVYVQ
4. Буклемишев О.В. Финансовые санкции и будущее глобализации // Журнал Новой экономической ассоциации. 2022. № 3. С. 207–212. DOI: 10.31737/2221-2264-2022-55-3-12 EDN: LFXPTA
5. Fukuyama F. Trust: The Social Virtues and the Creation of Prosperity. Free Press, 1995, 480 p.
6. North D.C., Acemoglu D. Institutions, Institutional Change and Economic Performance (Political Economy of Institutions and Decisions). Cambridge, Cambridge University Press, 1990, 159 p.
7. Lane P.R., Milesi-Ferretti G.M. The External Wealth of Nations Database. IMF, 2025.
8. Acemoglu D., Robinson J.A. Why Nations Fail: The Origins of Power, Prosperity, and Poverty. Crown Currency, 2013, 544 p.
9. Angrist J.D., Pischke J.-S. Mostly Harmless Econometrics: An Empiricist's Companion. Princeton, Princeton University Press, 2009, 392 p. DOI: 10.1515/9781400829828

Информация о конфликте интересов

Я, автор данной статьи, со всей ответственностью заявляю о частичном и полном отсутствии фактического или потенциального конфликта интересов с какой бы то ни было третьей стороной, который может возникнуть вследствие публикации данной статьи. Настоящее заявление относится к проведению научной работы, сбору и обработке данных, написанию и подготовке статьи, принятию решения о публикации рукописи.

**INSTITUTIONAL DESIGN OF MEZZANINE FUNDS AND THEIR
IMPACT ON THE FINANCIAL MARKET AND STRUCTURAL GROWTH
IN RUSSIA**DOI: <https://doi.org/10.24891/librui>EDN: <https://elibrary.ru/librui>**Igor' V. KOSTIKOV**

National Institute of Financial Markets and Management, Moscow, Russian Federation

e-mail: finatlon-pro2@yandex.ru

ORCID: not available

Article history:

Article No. 230/2026

Received 13 Mar 2026

Accepted 23 Mar 2026

Available online

27 Aug 2026

JEL Classification: E22,

G18, G23, O16, O43

Keywords: mezzaninefinancing, quasi-
governmental funds,
structural modernization,
safe assets, fiscal
federalism**Abstract****Subject.** The institutional mechanism of quasi-public mezzanine funds and the regional smoothing fund.**Objectives.** To develop the institutional architecture of quasi-public mezzanine funds and a fund for smoothing regional cash flow gaps as a comprehensive tool for the structural modernization of the Russian economy.**Methods.** A five-channel macroeconomic model and scenario analysis were used.**Results.** An institutional architecture for three quasi-public funds is proposed, designed to reallocate domestic savings to the non-resource corporate sector and strengthen financial stability. The model includes two mezzanine funds aimed at financing enterprise modernization, as well as a fund for smoothing regional cash flow gaps – a tool to strengthen fiscal federalism. This model takes into account the investment effect, cross-sectoral multipliers, labor productivity growth, and financial market development. Scenario analysis was carried out for the 2026–2030 horizon.**Conclusions.** The proposed mechanism may contribute to additional economic growth, expansion of the financial market's investment base, and the formation of a new class of long-term financial instruments.

© Publishing house FINANCE and CREDIT, 2026

Please cite this article as: Kostikov I.V. Institutional design of mezzanine funds and their impact on the financial market and structural growth in Russia. *Finance and Credit*, 2026, iss. 8, pp. 4–20.
DOI: 10.24891/librui EDN: LIBRUI**References**

1. Gurvich E.T. [The intangible drivers of financial crises. Part 1]. *Sovremennaya mirovaya ekonomika*, 2023, vol. 1, no. 1, pp. 52–73. (In Russ.)
DOI: 10.17323/2949-5776-2023-1-1-52-73 EDN: LNBQRY
2. Musgrave R.A. *The Theory of Public Finance: A Study in Public Economy*. New York, McGraw-Hill, 1959, 628 p.
3. Zubarevich N.V. [Regions of Russia in the new economic realities]. *Zhurnal Novoi ekonomicheskoi assotsiatsii*, 2022, no. 3, pp. 226–234. (In Russ.)
DOI: 10.31737/2221-2264-2022-55-3-15 EDN: EVVYVQ

4. Buklemishev O.V. [Financial sanctions and future of globalization]. *Zhurnal Novoi ekonomicheskoi assotsiatsii*, 2022, no. 3, pp. 207–212. (In Russ.)
DOI: 10.31737/2221-2264-2022-55-3-12 EDN: LFXPTA
5. Fukuyama F. *Trust: The Social Virtues and the Creation of Prosperity*. Free Press, 1995, 480 p.
6. North D.C., Acemoglu D. *Institutions, Institutional Change and Economic Performance (Political Economy of Institutions and Decisions)*. Cambridge, Cambridge University Press, 1990, 159 p.
7. Lane P.R., Milesi-Ferretti G.M. *The External Wealth of Nations Database*. IMF, 2025.
8. Acemoglu D., Robinson J.A. *Why Nations Fail: The Origins of Power, Prosperity, and Poverty*. Crown Currency, 2013, 544 p.
9. Angrist J.D., Pischke J.-S. *Mostly Harmless Econometrics: An Empiricist's Companion*. Princeton, Princeton University Press, 2009, 392 p. DOI: 10.1515/9781400829828

Conflict-of-interest notification

I, the author of this article, bindingly and explicitly declare of the partial and total lack of actual or potential conflict of interest with any other third party whatsoever, which may arise as a result of the publication of this article. This statement relates to the study, data collection and interpretation, writing and preparation of the article, and the decision to submit the manuscript for publication.