Амирова Азалия Адовна. «Финансовые инструменты привлечения сбережений населения для инвестиционного обеспечения расширенного воспроизводства»: диссертация ... кандидата Экономических наук: 08.00.10 / Амирова Азалия Адовна;[Место защиты: ФГБОУ ВПО Северо-Осетинский государственный университет им. Коста Левановича Хетагурова], 2017.- 224 с.

**Содержание к диссертации**

Введение

**Глава I. Воспроизводственные и финансовые императивы развития национальной экономики**

1.1. Изменение условий расширенного воспроизводства как основа кризиса современной экономики 19

1.2. Дефицит финансовых инструментов и инвестиционных ресурсов как фактор замедления расширенного воспроизводства 46

**Глава II. Проблемы привлечения финансовых ресурсов для развития и модернизации национального воспроизводства 74**

2.1. Противоречия использования инструментов фиктивного капитала в финансировании реального сектора экономики

2.2. Особенности функционирования рыночных финансовых институтов и инструментов, участвующих в перераспределении свободной денежной массы

**Глава III. Трансформация сбережений населения в ресурсы инвестиционного финансирования расширенного воспроизводства 136**

3.1. Потенциал сбережений населения и проблемы его использования посредством инструментов заемного фондирования реального сектора экономики 136

3.2. Развитие приоритетных финансовых инструментов трансформации сбережений населения в реальные инвестиции 157

Заключение 188

Список литературы 199

* [Изменение условий расширенного воспроизводства как основа кризиса современной экономики](http://www.dslib.net/finansy/finansovye-instrumenty-privlechenija-sberezhenij-naselenija-dlja-investicionnogo.html#7663811)
* [Дефицит финансовых инструментов и инвестиционных ресурсов как фактор замедления расширенного воспроизводства](http://www.dslib.net/finansy/finansovye-instrumenty-privlechenija-sberezhenij-naselenija-dlja-investicionnogo.html#7663812)
* [Особенности функционирования рыночных финансовых институтов и инструментов, участвующих в перераспределении свободной денежной массы](http://www.dslib.net/finansy/finansovye-instrumenty-privlechenija-sberezhenij-naselenija-dlja-investicionnogo.html#7663813)
* [Развитие приоритетных финансовых инструментов трансформации сбережений населения в реальные инвестиции](http://www.dslib.net/finansy/finansovye-instrumenty-privlechenija-sberezhenij-naselenija-dlja-investicionnogo.html#7663814)

**Введение к работе**

**Актуальность темы исследования**. В последние годы российская  
экономика находится под негативным давлением со стороны многих системных  
факторов. В результате отчетливо стало прослеживаться замедление темпов  
роста национального хозяйства, а по некоторым позициям – сокращение. В  
прошлом остались постоянно растущий приток нефтяных доходов,  
увеличивающийся профицит бюджета, невысокие процентные ставки и  
стимулирующий расширение производства потребительский бум.

Национальная экономика по многим признакам вступила в крайне неблагоприятную и, по распространенному мнению, достаточно длительную полосу развития. В научных кругах заговорили о возникновении в России очередной рецессии.

С одной стороны, специалистами отмечается, что в настоящее время экономика страны переживает достаточно сложный период, преимущественно по финансовым причинам – нехватка собственных средств и недоступность заемных ресурсов, которые являются основными факторами, ограничивающими инвестиционную деятельность.

С другой стороны, есть достаточное количество аргументов того, что данная проблема не ограничена исключительно национальным форматом и имеет глобальные причины. Последние определили мировой финансовый кризис 2008-2009 годов, актуализировавший дискуссию о состоянии и перспективах фундаментальных основ мировой экономической системы. В частности, на прошедших в середине 2010 года слушаниях в Комитете Конгресса США по науке и технологиям многие ведущие специалисты были вынуждены признать, что в целом у представителей макроэкономической мысли нет соображений по поводу сущности произошедшего кризиса, а состояние мировой экономики и глобальной финансовой системы вызывает опасения.

В данном контексте необходимо обратить внимание на постановку рядом российских ученых вопроса более широко – о смене парадигмы экономического развития вообще. В связи с этим представляется, что отправной точкой развития кризисного состояния, как национальной экономики в частности, так и глобальной в целом, является изменение параметров расширенного воспроизводства и структуры финансовой системы. Именно при таком подходе возможна эффективная интеграция всех имеющихся в настоящее время научных доктрин.

Поскольку самым узким местом экономического развития нашей страны является сокращение инвестиционного компонента, то принципиальным воспроизводственным источником финансирования становятся средства населения. Прежде всего потому, что непосредственный прирост активов населения, представленных валютой, наличными деньгами и сбережениями, согласно статистическим данным, в настоящее время сопоставим с совокупным

объемом инвестиций в основной капитал. А если проводить сопоставление с финансовым дефицитом инвестиционного сектора, то получится многократное превышение. То есть, в стране имеются достаточные финансовые ресурсы для обеспечения эффективного экономического роста.

Поэтому, учитывая все вызовы новой экономической реальности, необходимо формировать такие инструменты финансирования экономического роста и модернизации, которые непосредственно ориентированы на активное привлечение сбережений населения как важнейшего внутреннего источника инвестиций.

**Степень разработанности проблемы**. Вопросы организации финансового обеспечения экономического развития находились в центре экономической науки практически с момента ее возникновения. Поэтому существует огромное количество мировых и отечественных научных исследований по широкому спектру финансовых проблем. При этом в последнее время произошла существенная активизация научных исследований в связи с трансформацией мировой и национальной экономики в постиндустриальных условиях, когда финансовые процессы стали играть определяющую роль в воспроизводственных отношениях.

В частности, российские ученые сосредоточили свое внимание на вопросах расширенного воспроизводства, особенно в части финансовых отношений, развитии отдельных секторов национальной экономики, изменениях в международных тенденциях финансирования инвестиций, особенностях современного состояния российской экономики, денежно-кредитной и финансовой политики, функционировании институциональных инвесторов и направлениях структурной модернизации финансовой системы. Здесь следует отметить работы таких ученых, как А. Абрамов, А.Г. Аганбегян, Л.А. Агузарова, H. Акиндинова, В.Г. Алексахина, А.Г. Алтунян, А. Апокин, Ю. Афонченкова, П.В. Бадасен, П.В. Барская, К.Б. Бахтараева, Д. Белоусов, А.А. Бисултанова, И.С. Большухина, И.Ю. Борисова, А. Ведев, П.С. Вердиева, Н.А. Волгина, А.Н. Герасин, С. Глазьев, И. Голощапова, Е.В. Гордеева, К.А. Гореликов, А.А. Горохов, М.В. Грачева, Л. Григорьев, Н.В. Грызунова, Е. Гурвич, Ю. Данилов, М.Н. Дудин, Б.А. Замараев, И.С. Иванченко, О.В. Игнатова, И. Ипатова, А.В. Исаков, И.Г. Козлова, В.В. Комаров, В.И. Корняков, В.А. Королев, Т.Г. Косенко, А.С. Кравченко, Я. Кузьминов, Н.И. Литвина, Н. Масленников, Е.В. Малышев, С. Моисеев, А.Г. Назарова, В.Ю. Наливайский, Л.В. Носолева, И.А. Погосов, И.В. Прилепский, О.В. Равчеева, А. Радыгин, С.Г. Резник, А. Саватюгин, В.В. Самарцев, О. Солнцев, Е.Ю. Суханов, Т.И. Токаева, Е.А. Федорова, В.Ю. Чернова, М. Чернова, А.А. Хазанов, Б.А. Хейфец, С.С. Шульга, К. Юдаева, E. Ясин и др.

Большое внимание уделяется проблемам формирования и использования  
средств государственного бюджета, его функциональной роли в системе  
государственного финансирования инвестиций, организации прямых

инвестиций как финансового института развития экономики, развития

фондового рынка, спекулятивного и фиктивного капитала, внутренних сбережений, чему посвятили свои исследования П.Н. Аброськин, К.Л. Астапов, Р.В. Баташев, Е.Н. Богданова, В.М. Вазагов, И.В. Вякина, С.С. Галазова, Г.Н. Гужина, Е.В. Дегтярева, М.Р. Дзагоева, Н.П. Залывский, А.Н. Зеленюк, А.А. Коваль, Н.С. Козырь, В.О. Крамная, Л.Н. Красавина, А.В. Кузнецов, Н.И. Куликов, Г.М. Кожабатчина, Н.А. Лисова, С. Лушин, Г.Г. Мазаев, М.Ю. Маковецкий, С.Е. Максименко, В.Е. Маневич, А.А. Маркова, Я.М. Миркин, П. Митрофанов, А.Г. Мовсесян, А.Н. Могилат, И.А. Моисеенко, Б.Т. Моргоев, М.В. Мягкова, В.Ф. Новикова, Н.Н. Новоселова, О.В. Орусова, В.В. Панин, С.А. Панова, А.И. Попов, С.В. Попова, И.И. Сайфуллина, К.Р. Салиев, Н.Ф. Сарбулатова, А.Г. Селиванова, Г.Н. Скиданов, А. Скурихина, Р.А. Сычев, А. Таранникова, А.А. Татуев, Е.П. Терновская, Т.Ш. Тиникашвили, Н.Х. Токаев, А. Трифонов, Н.С. Толстов, Д. Тулин, И.Н. Урусова, А.Ю. Фадеева, Е.А. Федулова, Е.И. Ханина, Т.Л. Харионовская, В.А. Царьков, Р.Ю. Черкашнев, Д.С. Шведов, С.В. Щурина, П.Г. Янова и др.

Различным аспектам финансового поведения российского населения,  
тенденциям и закономерностям формирования и использования сбережений  
населения, инструментарию привлечения сбережений населения на

инвестиционный рынок, организации выпуска облигаций, дисбалансам сбережений и инвестиций, проблемам финансовой грамотности населения, доверию финансовым институтам посвятили свои исследования П.В. Акинин, О.А. Александрова, М.В. Аликаева, Б.Д. Бабаев, Т.В. Бахтуразова, И.Н. Бирюков, Н.С. Богачева, М. Божко, А.В. Большакова, Э.Ф. Валишина, А.К. Вахрушев, Э.Р. Газизова, В.А. Галанов, А.Ш. Галимова, Л. Григорьев, С.Н. Диго, А. Закиров, Д.Х. Ибрагимова, А. Иващенко, Ю.И. Кашин, З.А. Кондратьева, А.А. Корев, Т.М. Корягина, А. Кошкаров, О.Е. Кузина, Г.Н. Куцури, Ю.В. Лахно, А.И. Леонидова, Р.В. Луконин, Л.Н. Майорова, И.В. Максимовских, М.О. Малиева, Т.М. Мальцагова, Н.П. Назарчук, Т.В. Никитина, З.А. Ниценко, З.А. Оздоева, Е.А. Пиглицева, Е.Г. Подойникова, Ю.Г. Притула, К.А. Пугина, Е.А. Разумовская, Д.Ю. Разумовский, А.Ю. Роднина, К.М. Савватеева, М.Ю. Сазыкина, Б.С. Сайфидинов, Ю.А. Суховерхова, Х.В. Тайсумова, А.В. Тодосийчук, М.В. Толстоухова, Г.Ф. Фейгин, Г.В. Хетагуров, В.И. Чугунов, Н.И. Щукина, Р.С. Юшаева, Э.У. Ярасханова и др.

Вместе с тем, непосредственно новые финансовые инструменты привлечения сбережений населения для инвестиционного обеспечения расширенного воспроизводства, адаптированные к требованиям современного рынка и адекватные вызовам постиндустриальной экономики, рассмотрены пока недостаточно полно.

**Цель и задачи исследования**. Цель диссертационного исследования заключается в определении и разработке приоритетных финансовых инструментов привлечения сбережений населения в реальные инвестиции с учетом требований национального рынка и состояния трансформационных процессов в воспроизводстве.

Реализация главной цели исследования потребовала постановки и решения ряда теоретических и практических задач:

раскрыть необходимость создания новых форм и инструментов осуществления финансовых накоплений в условиях изменения условий расширенного воспроизводства и кризиса современной экономики;

уточнить содержание понятия финансовых инструментов применительно к развитию национального воспроизводства и инвестиционных процессов;

выявить основные проблемы валового сбережения и валового накопления в контексте дефицита инвестиционных ресурсов как фактора замедления расширенного воспроизводства;

показать проблемы привлечения финансовых ресурсов и ограниченности использования инструментов фиктивного капитала в финансировании реального сектора экономики;

дать характеристику российского финансового рынка и финансовых институтов, участвующих в перераспределении свободных денежных средств;

определить воспроизводственный потенциал сбережений населения и уточнить возможности его использования;

разработать приоритетные финансовые инструменты трансформации сбережений населения в реальные инвестиции.

**Объектом исследования** являются взаимосвязи и взаимозависимости финансовых потоков, возникающие и развивающиеся в процессе функционирования и взаимодействия инвестиционных компонентов финансовой и воспроизводственной систем, а также тенденции и противоречия развития соответствующих финансовых инструментов.

**Предметом исследования** выступают финансовые отношения, формируемые между населением и участниками рынка инвестиционных ресурсов для развития реального сектора по поводу привлечения сбережений в расширенное воспроизводство.

**Соответствие темы диссертации требованиям Паспорта специальностей ВАК (по экономическим наукам).** Диссертационное исследование выполнено в рамках Паспорта научной специальности 08.00.10 – Финансы, денежное обращение и кредит: п. 1.9 «Финансовое обеспечение потребностей расширенного воспроизводства», п. 4.6 «Оценка сберегательного потенциала домашних хозяйств» и п. 4.7 «Механизм инвестиционной стратегии сбережений населения».

**Теоретико-методологическая база** исследования представлена научными разработками отечественных и зарубежных ученых и специалистов в области финансового обеспечения расширенного воспроизводства в условиях трансформации экономической системы. Наряду с этим широко использовались многие научные исследования и практические разработки по вопросам формирования и использования сбережений населения с учетом мотивов рыночного поведения.

**Информационно-эмпирическую базу исследования** составили офици  
альные данные Федеральной службы государственной статистики Российской  
Федерации, Центрального банка Российской Федерации, Международного  
валютного фонда, Всемирного банка, рейтингового агентства «Эксперт РА»,  
Национального агентства финансовых исследований «НАФИ», Российского  
фонда прямых инвестиций, Агентства стратегических инициатив,

международной группы консалтинговых компаний «PricewaterhouseCoopers» и некоторых других общественных и финансовых организаций.

В диссертационном исследовании широко использовались федеральные законы, постановления и распоряжения российского правительства и других органов государственной власти.

**Инструментарно-методический аппарат исследования** представлен  
ключевыми методологическими принципами системного подхода, которые  
использовались в строгом соответствии с требованиями достаточной  
достоверности применительно к научным выводам и практическим  
предложениям. Наряду с этими принципами активно применялись многие  
базовые приемы научного исследования – теоретические обобщения,  
эмпирический анализ, статистические группировки, сравнительно-

сопоставительный анализ, экспертный метод, структурно-функциональный анализ, аналитическая графическая визуализация.

**Рабочая гипотеза исследования** заключается в научном предположении  
о признании причинами кризиса современной экономики факторов, связанных  
с изменениями условий национального воспроизводства при неэффективности  
используемого финансового инструментария обеспечения реальных

инвестиций в расширенное воспроизводство при трансформации структурных параметров российской экономики. При этом существенно увеличилась доля сбережений населения в общих финансовых потоках по причинам роста уровня доходов, совокупный годовой объем которых стал сопоставимым с объемом вводимых основных фондов. Однако данный вид сбережений пока практически не взаимосвязан с финансовыми инвестиционными потоками в силу отсутствия адекватных современным мотивам населения и рыночным требованиям финансовых инструментов их вовлечения в расширенное национальное воспроизводство. Таким образом, при дефиците реальных инвестиций в экономике страны существует значительный потенциал практически неиспользуемых в воспроизводстве финансовых ресурсов, что является одним из наиболее острых противоречий современного развития, требующего своего эффективного разрешения посредством создания новых финансовых инструментов.

**Основные положения, выносимые на защиту**:

1. Стагнация и рецессия российской экономики в значительной мере связаны с изменениями условий расширенного воспроизводства. На фоне активизации конъюнктурных процессов отраслевая структура российской экономики не позволяет обеспечивать необходимую динамику производства

прибавочного продукта и способствует сокращению фонда накопления в  
пользу фонда потребления. Это, в свою очередь, объективно ведет к  
трансформации расширенного воспроизводства в так называемое суженное  
воспроизводство, которое и вовсе характеризуется сокращением объемов  
производства совокупного общественного продукта со всеми вытекающими  
отсюда последствиями. Соответственно возрастает системная и функциональ  
ная роль финансовых компонентов и инструментов в современных  
воспроизводственных процессах. При этом финансовые инструменты  
необходимо рассматривать через призму формирования и развития финансовых  
отношений, материализующихся в инвестиционном взаимодействии

участников национального воспроизводства.

2. Реализация приоритетной роли финансовых отношений в обеспечении  
расширенного воспроизводства в современных условиях требует опережающе  
го и перманентного инвестирования фондов накопления и развития  
соответствующих финансовых инструментов. Сформировавшийся за годы  
рыночных реформ в России дефицит ликвидности, нивелированный в нулевые  
годы в значительной мере за счет притока иностранных инвестиций, в  
настоящее время привел к резкому сокращению инвестиционных программ.  
Это при выраженном инерционном характере национальной экономики и  
макроэкономических тенденций последних лет становится фактором  
устойчивого сокращения объемов финансовых и инвестиционных ресурсов как  
минимум на краткосрочную перспективу. Поэтому для восстановления и  
поддержания расширенного воспроизводства требуется активизировать усилия  
на повышение интенсивности инвестиционных процессов и их финансовой  
обеспеченности.

3. Инвестиционные процессы в производственной сфере национальной  
экономики развиваются преимущественно в направлении наращивания  
спекулятивной прибыли от финансовых вложений, в то время как инвестиции  
для обеспечения целей расширенного воспроизводства, на общем фоне,  
характеризуются застоем. Основными причинами этого являются нехватка  
собственных средств и недоступность заемных ресурсов, особенно по линии  
соответствующих финансовых институтов (кредиты банков, займы других  
организаций, средства от эмиссии ценных бумаг, средства от долевого участия  
в строительстве и пр.). Таким образом, в российской экономике наблюдаются  
общие мировые тенденции, связанные с опережающим ростом доходности  
инструментов фиктивного капитала и его отделением от реального сектора с  
соответствующей переориентацией целей с финансирования потребностей  
расширенного воспроизводства на извлечение спекулятивной прибыли.  
Современная свобода финансового рынка вступает в явные противоречия с  
общественными интересами. Поэтому для обеспечения расширенного  
воспроизводства первостепенной важностью обладает именно развитие сферы  
финансирования реальных инвестиций.

4. Основной причиной ограниченной доступности заемного финансиро  
вания для реального сектора экономики и, как следствие, снижения уровня  
деловой активности в целом, является неразвитость национального  
финансового рынка, особенно в части инструментов финансирования  
инвестиций в реальную экономику. При этом сложившаяся в России  
финансовая система во многом является следствием достаточно низкой  
активности населения на финансовом рынке. В целом это отрицательно  
сказывается на инвестиционных процессах и выступает ключевым фактором  
замедления расширенного воспроизводства. Кроме того, в условиях высокой  
стоимости привлечения заемного фондирования инвестиционный спрос  
смещается в сторону высокорентабельных проектов, прежде всего в сторону  
инструментов финансовых спекуляций. Поэтому высокой актуальностью  
отличается задача по поиску и развитию новых источников и инструментов  
заемного финансирования инвестиций в реальную экономику, использование  
которых поможет решить проблему доступности заемных средств для  
осуществления вложений в нефинансовые активы.

1. Сбережения населения отличаются высоким потенциалом как источника заемного финансирования инвестиций в расширенное воспроизводство, поскольку две трети российского населения обладают ресурсами, которые можно использовать для финансирования реальных инвестиций и кратно их увеличить. При этом реальный сектор национальной экономики испытывает острую нехватку внешних инвестиционных ресурсов по причинам недостаточного уровня развития российской финансовой системы в части современных инвестиционных инструментов, позволяющих обеспечить эффективную трансформацию сбережений населения в инвестиции для финансирования расширенного воспроизводства.
2. Российский фонд прямых инвестиций, несмотря на достаточно высокую его эффективность как инструмента привлечения воспроизводственных инвестиций в российской экономике, практически исключает привлечение сбережений населения в развитие реального сектора экономики, поскольку его деятельность ориентирована строго на работу с институциональными инвесторами. Это объясняется тем, что прямые инвестиции сопровождаются высоким уровнем риска и требуют проведения тщательного анализа инвестиционного проекта и контроля за его финансированием и реализацией. Поэтому для обеспечения доступа широких слоев населения к индустрии прямых инвестиций в российскую экономику следует произвести оптимизацию Российского фонда прямых инвестиций посредством создания в его структуре отдельного Фонда прямых инвестиций для населения.

**Научная новизна диссертационного исследования** представлена в  
определении и разработке приоритетных финансовых инструментов

трансформации сбережений граждан в реальные инвестиции посредством создания фонда прямых инвестиций для населения на основе развития теории частных финансов применительно к проблемам инвестиционного обеспечения

расширенного воспроизводства и аналитической аргументации основных характеристик функционирования рыночных финансовых институтов и потенциала сбережений населения.

Наиболее содержательные результаты диссертационного исследования, которые отражают личный вклад автора в приращение знаний по выбранной тематике и отличаются элементами научной новизны, представлены в следующих положениях:

- раскрыта, на основе теоретического анализа и научных обобщений,  
необходимость создания новых форм и инструментов осуществления  
финансовых накоплений (отсутствие которых является основной причиной  
современных кризисных явлений) на фоне наблюдаемых сокращения фонда  
накопления и изменений условий расширенного воспроизводства (снижение  
фондоемкости производств, сокращение доли капиталоемких и увеличение  
доли наукоемких отраслей, новые принципы межотраслевого перераспределе  
ния капитала, увеличение доли спекулятивного капитала), что применительно к  
условиям национальной экономики выразилось в падении инновационной  
активности, уровней рентабельности и удельного веса прибыльных  
организаций;

- уточнено, исходя из принципов воспроизводственного подхода к  
финансам, содержание понятия финансовых инструментов (представляемого  
преимущественно в качестве материальной формы хозяйственных договоров  
между двумя и более сторонами, когда происходит формирование финансовых  
активов и соответствующих финансовых обязательств с их последующей  
рыночной оценкой и появлением деривативов) в части трактовки как  
организационно-экономических форм образования, развития и реализации  
финансовых отношений и их материализации в рыночном пространстве, что  
системно интегрирует участников национального воспроизводства в  
инвестиционных процессах;

выявлено, посредством теоретического и аналитического исследования, практически троекратное уменьшение разницы между показателями валового сбережения и валового накопления, что, с одной стороны, может быть интерпретировано положительным образом, так как позволяет обеспечить более полное вовлечение ограниченных ресурсов в расширенное воспроизводство, но, с другой стороны, это является результатом сокращения нормы валового сбережения при неизменной норме валового накопления, свидетельствует о реальном сокращении объема финансовых инвестиционных ресурсов (т.е. наблюдается процесс роста экономики при сокращении инвестиционных ресурсов) и требует активного формирования новых финансовых инструментов трансформации национальных сбережений в накопление производственного капитала;

показана, посредством статистического анализа процессов финансирования инвестиций в финансовые и нефинансовые активы, динамики основных фондов и мотивов инвестирования участников рынка, невозможность

реализации приоритетной по сущности роли инструментов фиктивного капитала и финансовой системы в российской экономике по эффективной координации контрактных отношений с целью снижения трансакционных издержек и обеспечения непрерывности сделок по причинам относительно низкого уровня рентабельности, высокой капиталоемкости и больших сроков окупаемости вложений в обновление производственного капитала, что привело в период с 2005 по 2015 годы к развитию инвестиционных процессов преимущественно в направлении наращивания спекулятивной прибыли от финансовых вложений при том, что инвестиции для обеспечения целей расширенного воспроизводства претерпевали застой и в основных средствах производства стали наблюдаться отрицательные качественные изменения, которые в совокупности привели к положению, когда нехватка собственных средств и недоступность заемных ресурсов стали основными причинами, ограничивающими инвестиционную деятельность, несмотря на активное развитие инструментов инвестирования в нефинансовые активы в последние годы;

дана характеристика, на базе анализа статистических и финансовых данных по динамике кредитования реального сектора и активов фондового рынка, российского финансового рынка как обладающего достаточно низкой капитализацией и низким уровнем государственного и корпоративного долга к валовому внутреннему продукту, на котором основная доля по-прежнему принадлежит банковскому сектору, не способному выступить в качестве полноценного источника кредитования реального сектора экономики в силу особенностей регулирования рисков, высокой стоимости и малой продолжительности кредитования, притом что внутренний рынок публичного долга как инструмент привлечения денежных средств для финансирования реальных инвестиций остается практически невостребованным;

определен, на основе статистического анализа динамики объемов и состава денежных накоплений и сберегательной активности граждан, воспроизводственный потенциал сбережений населения, который может дать троекратное увеличение ежегодного объема инвестиций в основной капитал, финансируемый за счет заемных средств (с пяти до пятнадцати трлн. руб.), фактически не используемый по причинам низкого уровня доверия населения ключевым финансовым институтам и предпочтения банковских инструментов связанных сбережений (отличающихся низкой эффективностью в решении задачи финансирования реальных инвестиций в расширенное воспроизводство) и наличности в организации несвязанных форм при положительной сберегательной активности;

- разработаны, на основе конструктивных построений (с учетом высокой  
потребности создания новых финансовых инструментов трансформации  
сбережений, исключающих ориентацию на превращение капитала населения в  
очередные ресурсы для пополнения спекулятивного фиктивного капитала),  
приоритетные финансовые инструменты, представленные отдельным Фондом

прямых инвестиций для населения под управлением Управляющей компании  
Российского фонда прямых инвестиций, который должен стать одной из сторон  
прямого инвестиционного финансирования отобранных проектов с

установленной предельной долей участия, что позволит, во-первых, избирательно подойти к финансированию тех или иных проектов из фонда, содержащего сбережения населения, во-вторых, обеспечить выплату как инвестиционного дохода на внесенные гражданами денежные средства, так и непосредственно возврат самих внесенных денежных средств при принятии соответствующего решения.

**Теоретическая значимость исследования** заключается в возможном использовании полученных результатов в дальнейших научных исследованиях проблем финансирования инвестиций воспроизводственного значения в рамках теории частных финансов, в частности в вопросах интеграции спроса на инвестиции со стороны реального сектора национальной экономики и выраженной заинтересованности граждан в сохранении и приумножении своих сбережений. В этом направлении возможны разработки предпосылок повышения финансовой эффективности для всех без исключения участников воспроизводственных процессов и граждан посредством реализации права выбора и принятия решений об использовании собственных сбережений и привлеченных средств.

**Практическая значимость работы** определяется тем, что разработанные и достаточно аргументированные предложения о создании отдельного Фонда прямых инвестиций для населения под управлением Управляющей компании Российского фонда прямых инвестиций могут существенно расширить финансирование инвестиций в реальном секторе экономики, что особенно важно в условиях трансформации социально-экономической системы в условиях постиндустриального развития.

Кроме того, определенная часть теоретических разработок и практических предложений диссертационного исследования могут быть использованы в высших профессиональных учебных заведениях при преподавании дисциплин, связанных с развитием финансовых отношений в воспроизводственных процессах и домашних хозяйствах.

**Апробация и внедрение результатов исследования**. Научная новизна и  
практические предложения диссертационного исследования были

представлены автором к обсуждению на ежегодных методологических  
семинарах, проводимых в Грозненском государственном нефтяном

техническом университете имени академика М.Д. Миллионщикова,

докладывались на международных и всероссийских научных и научно-практических конференциях в 2016-2017 годах: Москва, Санкт-Петербург, North Charleston (USA), Budapest (Hungary), Белгород, Казань, Новосибирск, Пермь, Уфа и др.

Практические предложения, полученные в ходе диссертационного исследования, представлены автором в Министерство экономического, территориального развития и торговли Чеченской Республики.

Ряд теоретических и практических результатов научного исследования используются в учебных программах в Грозненском государственном нефтяном техническом университете имени академика М.Д. Миллионщикова.

**Публикации и структура работы**. По теме диссертации опубликовано 17 научных работ (в том числе 6 – в изданиях, рекомендованных ВАК Министерства образования и науки Российской Федерации), содержащих основные положения и выводы диссертационного исследования, общим объемом – 10,3 п.л.

Диссертация состоит из введения, трех глав, заключения и библиографического списка.

## Изменение условий расширенного воспроизводства как основа кризиса современной экономики

В последние годы отечественная экономика находится под давлением со стороны различных социально-экономических факторов: снижение цен на основную номенклатуру российского экспорта, прежде всего на нефть и черные металлы; введение экономико-финансовых санкций западными странами, ограничивших внешние заимствования и повысивших их стоимость; ответное введение продуктового эмбарго; обвальное падение курса национальной валюты, спровоцировавшее двузначную инфляцию; усилившийся отток капитала из страны. В результате отчетливо стало прослеживаться замедление темпов роста национального хозяйства, а по некоторым позициям – и вовсе сокращение. Помимо этого отменились ранее наметившиеся тенденции к увеличению нефтяных доходов, профицита бюджета, потребительского спроса и снижению процентных ставок1. Данные признаки свидетельствуют о вступлении российской экономики в длительную неблагоприятную полосу развития и начале очередной рецессии2.

Тем не менее, проблема не обладает исключительно национальным форматом. Ее характер определил мировой финансово-экономический кризис 2008-2009 годов, актуализировавший дискуссию о состоянии и перспективах фундаментальных основ мировой экономической системы. В частности, на прошедших в середине 2010 года слушаниях в Комитете Конгресса США по науке и технологиям, лауреат Нобелевской премии Р.Солоу и профессор университета Миннесоты В.Чери были вынуждены признать, что у ведущих представителей макроэкономической мысли нет соображений по поводу сущности произошедшего кризиса, а состояние мировой экономики вызывает опасения3. В связи с этим, представляется, что отправной точкой развития кризисного состояния как национальной экономики в частности, так и глобальной в целом является изменение параметров расширенного воспроизводства.

Жизнедеятельность современного общества сопровождается непрерывным потреблением экономических благ. Это обстоятельство требует постоянного возобновления производства данных благ. Для этого необходимо возобновление производства потребных ресурсов – предметов труда (сырья и материалов), средств труда (машин и оборудования, зданий и сооружений) и рабочей силы. Кроме того, нужно возобновление и соответствующих форм экономических, производственных отношений. Всецело данные процессы в рамках четырех ключевых стадий (производство, распределение, обмен и потребление) охватываются процессом воспроизводства общественных благ.

Принято считать, что первое научно обоснованное воззрение (с позиции социально-экономических процессов) на проблему воспроизводства общественных благ было представлено физиократом Ф.Кене. В своем труде «Экономическая таблица» (1758 год) он изложил идею сбалансированной экономической системы, с пропорциональными связями между натурально-вещественными и стоимостными элементами национального производства4. Альтернативных взглядов на проблему воспроизводства общественных благ придерживался А.Смит. В своем труде «Исследование о природе и причинах богатства народов» (1776 год) он сформулировал положения, согласно которым годовой общественный продукт приравнивался к сумме доходов всех членов общества, а источниками доходов членов общества являлись труд, капитал, земля. Впоследствии вышло и множество других трудов, как альтернативных или посвященных критике, так и продолживших развитие ранее озвученных положений по рассматриваемой проблеме5. Однако наибольшую популярность, по мнению многих ученых-экономистов, приобрела работа К.Маркса. Так, во втором томе «Капитала» (1885 год) К.Марксом были подробно описаны два типа воспроизводства общественных благ: простое и расширенное. Простое воспроизводство заключалось в постоянном возобновлении производства в неизменном масштабе. В отличие от этого, расширенное воспроизводство характеризовалось постепенным возрастанием масштабов производства6.

Для детального анализа воспроизводственных процессов в экономике, К.Маркс произвел выделение двух крупных подразделений на основе критерия выпускаемой продукции. К первому подразделению были отнесены производства и отрасли, занятые выпуском средств производства – продукции производственного назначения, используемой в последующих процессах хозяйственной деятельности. Ко второму подразделению были отнесены производства и отрасли, занятые выпуском предметов потребления – продукции, предназначенной для конечного потребления, служащей для удовлетворения индивидуальных и общественных потребностей населения. В совокупности же оба подразделения охватывали всю сферу общественного производства.

## Дефицит финансовых инструментов и инвестиционных ресурсов как фактор замедления расширенного воспроизводства

Исходно роль инвестиций заключалась в обеспечении перераспределения финансовых ресурсов в реальном секторе экономики. Однако к настоящему времени их участие в воспроизводственном процессе изменилось. Отражая баланс между текущим потреблением и накоплением ресурсов, инвестиции подразделяются на две ключевые категории, оказывающие разное влияние на параметры общественного воспроизводства: фиктивные и реальные66. И хотя, как утверждал А.Смит, финансовые инвестиции обладают естественным характером и для их участия в воспроизводстве необходим свободный поток капитала между финансовым и реальным секторами экономики. Данное обстоятельство вызывает серьезные споры, поскольку диспропорциональное развитие сектора финансовых инвестиций без соответствующего развития реального сектора экономики в значительной степени нарушает воспроизводственный процесс.

Период времени с конца XX и по начало XXI века ознаменовался интенсивным развитием финансовой сферы: увеличились масштабы и усложнились структуры кредитного и валютного рынков, фондового рынка, возник рынок деривативов. Уровень развития финансового рынка стал определяющей характеристикой современного государства, поскольку между уровнем развития финансового рынка и уровнем развития экономики стала прослеживаться тесная связь. Однако именно эта связь и выступила в качестве предмета острых экономических дискуссий. Одним из первых свою точку зрения по этому поводу высказал австрийский и американский экономист, социолог и историк экономической мысли Й.Шумпетер. Он признал активное влияние финансовых инструментов и институтов, прежде всего банков, на экономику за счет «более эффективной трансформации сбережений в инвестиции»67. Нобелевский лауреат М. Миллер писал, что «мысль о том, что финансовые рынки вносят свой вклад в экономический рост, слишком очевидна, чтобы она стоила серьезного обсуждения»68. Аналогичных точек зрения придерживались и такие известные экономисты, как Е.Шоу, Р.Голдсмит, Р.Маккиннон и др. Противоположных взглядов придерживался нобелевский лауреат Р.Лукас. Он полагал, что «значение финансового сектора для экономического роста сильно переоценивается»69. Дж.Робинсон считала, что «финансовая система производна от реальной экономики», а «сам экономический рост создает спрос на финансовые услуги»70. Подобным образом и многие другие знаменитые экономисты высказывали свои точки зрения в знак согласия с отсутствием явного влияния финансовой системы на динамику экономических процессов, считая, что она лишь обслуживает потребности реального сектора. Кроме того, некоторые из них стали указывать на проявление негативных тенденций в мировой экономике, вызванных интенсивным развитием финансовой системы. Например, тот факт, что «финансизация мировой экономики и доминирование в финансовом секторе спекулятивных операций создали весьма благоприятную почву для отмывания незаконно полученных доходов и криминализации финансовых рынков»71.

Тем не менее, наличие развитого финансового рынка является необходимым условием для современной экономики. В подтверждение этого Всемирным банком был проведен ряд исследований взаимосвязи между показателями развития финансовой системы и темпами экономического роста. Исследования опирались на широкий эмпирический материал и охватывали несколько уровней экономических структур. Во внимание принимались показатели развития финансового рынка и темпы экономического роста по странам, отдельным отраслям и предприятиям. В результате было определено, что между исследованными показателями наблюдается не просто корреляция, а достаточно устойчивая причинно-следственная связь. Это позволило установить механизмы влияния финансовых институтов на экономику. При этом оказалось, что в развитых финансовых рынках в первую очередь нуждаются экономики тех стран или тех отраслей, которые испытывают потребности во внешнем финансировании, не имея достаточного объема собственных источников накопления. Итогом данного исследования стало признание того, развитие финансовой сферы способно оказать влияние не только на динамику национального хозяйства, но и на его структуру, обеспечивая возможность для ускоренного развития капиталоемких отраслей.

## Особенности функционирования рыночных финансовых институтов и инструментов, участвующих в перераспределении свободной денежной массы

В целом же совокупный объем активов рынка доверительного управления в 2015 году составил 5,9% ВВП – 4,8 трлн. руб. (рисунок 2.15). Ежегодные темпы прироста активов, в основных рыночных ценах, в значительной степени варьировались и находились в диапазоне от 4,7% (в 2014 году) до 28,6% (в 2009 году). В 2015 году рынок доверительного управления увеличился на 26,3% (на 1 трлн. руб.). Основным фактором роста стала «разморозка» пенсионных накоплений, благодаря которой негосударственные пенсионные фонды получили более 550 млрд. руб. По прогнозам аналитиков Рейтингового агентства «Эксперт РА», в 2016 году объем активов может вырасти еще на 8,3% – до 5,2 трлн. руб., в основном благодаря получению последних масштабных поступлений пенсионных средств.

Пенсионные накопления НПФ Пенсионные резервы НПФ Пенсионные накопления ПФР ЗПИФы ОПИФы и ИПИФы ИДУ корп. клиентов и фи. лиц Военная ипотека Резервы страховых компаний Рисунок 2.16. Структура российского рынка доверительного управления и коллективных инвестиций в 2015 году, % (диаграмма составлена автором на основе данных: Скурихина А., Лушин С., Таранникова А., Митрофанов П. Обзор рынка доверительного управления активами за 2015 год: пенсионный поток иссякает. – М.: Рейтинговое агентство «Эксперт РА», 2016. – С.5) В структуре отечественного рынка доверительного управления ключевое место занимают пенсионные накопления негосударственных пенсионных фондов – 34% (1,6 трлн. руб.) (рисунок 2.16). На долю пенсионных резервов НПФ приходится еще порядка 15% (720 млрд. руб.); на долю пенсионных накоплений ПФР – лишь 1% (48 млрд. руб.); на долю закрытых паевых инвестиционных фондов – 30% (1,4 трлн. руб.); на долю открытых и интервальных паевых инвестиционных фондов – 2% (100 млрд. руб.); на долю доверительного управления корпоративных клиентов и физических лиц – 11% (530 млрд. руб.); на долю военной ипотеки – 4% (190 млрд. руб.); на долю резервов страховых компаний – 3% (140 млрд. руб.).

Помимо прироста активов негосударственных пенсионных фондов, значимый вклад в увеличение капитализации отечественного рынка доверительного управления в 2015 году внес и сектор индивидуального доверительного управления. Так, объем активов индивидуального доверительного управления корпоративных клиентов увеличился на 47% (116 млрд. руб.), а объем активов индивидуального доверительного управления физических лиц – на 40% (63 млрд. руб.). Ключевыми причинами столь существенного роста стало снижение ставок по депозитам, отзывы лицензий у значительного числа банков, девальвация и санкции. Помимо индивидуального доверительного управления существенно вырос и сегмент закрытых паевых инвестиционных фондов – на 15% (132 млрд. руб.).

По мнению аналитиков Рейтингового агентства «Эксперт РА», в 2016 году рост российского рынка доверительного управления продолжится в основном за счет прироста активов негосударственных пенсионных фондов. Предполагается, что это будет последний пенсионный приток в крупных масштабах, с учетом окончания срока перехода граждан в негосударственные пенсионные фонды и «заморозкой» отчислений на накопительную часть трудовой пенсии. В остальных же сегментах рынка значимые факторы роста отсутствуют: в сегменте индивидуального доверительного управления и открытых паевых инвестиционных фондов – из-за снижения доходов населения; в сегменте закрытых паевых инвестиционных фондов – из-за ухудшения ситуации на иностранных эмитентов – 13% (620 млрд. руб.); на долю валютных депозитов – 13% (620 млрд. руб.); на долю корпоративных облигаций российских эмитентов – 12% (580 млрд. руб.); на долю драгоценных металлов – 9% (430 трлн. руб.); на долю недвижимости – 8% (380 млрд. руб.); на долю государственных и муниципальных облигаций – 6% (290 млрд. руб.); на долю ипотечных сертификатов – 3% (140 млрд. руб.).

Аналитиками Рейтингового агентства «Эксперт РА» ожидается, что в 2016 году в условиях инфляционного давления и низких ставок по депозитам структура активов рынка доверительного управления изменится в пользу более рисковых и потенциально более прибыльных инструментов. В результате, доля депозитов должна будет сократиться, а доля акций и облигаций – возрасти. Причем наиболее популярным инструментом считаются корпоративные облигации российских эмитентов, а наиболее привлекательным, в условиях нестабильной экономической ситуации, – ценные бумаги иностранных эмитентов. Также на фоне ужесточения требований Центрального банка РФ к качеству активов ожидаются существенные структурные изменения в активах пенсионных фондов в части облигаций и ипотечных сертификатов, не имеющими признаваемого Центробанком рейтинга в соответствии с 451-П и осуществленными до его вступления в силу112.

## Развитие приоритетных финансовых инструментов трансформации сбережений населения в реальные инвестиции

И это происходит даже при условии, что указанные формы не отвечают мотивам современных сберегателей – они не приносят доход (доход в расширенном понимании – инвестиционный доход, превышающий уровень инфляции). Кроме того, преобладание банков в организации связанных форм сбережений населения и наличности в организации несвязанных форм отрицательно сказывается на динамике расширенного воспроизводства общественных благ. Поскольку фактически данный капитал опосредует собой часть денежной массы, не участвующей в экономическом обороте.

Отчасти решить обозначенную проблему должен запуск

Министерством финансов РФ специализированного механизма по привлечению средств населения. Данный механизм заключается в ежегодной эмиссии облигаций федерального займа (ОФЗ) и их распространении исключительно среди населения посредством банковских организаций. Предполагается, что Министерством финансов РФ подобные эмиссии будут производиться с полугодовой периодичностью, а годовой объем займов должен составить порядка 20-30 млрд. руб. Объем первого выпуска, намеченного на апрель 2017 года, должен составить 20 млрд. руб. на срок 3 года, с полугодовой выплатой купонного дохода. Номинал облигации составит 1 тыс. руб. Ставка доходности к моменту погашения должна быть на 0,5п.п. выше аналогичных бумаг, обращающихся на открытом рынке. Купон будет возрастающий по времени – в первый год владения он будет ниже, чем у торгуемых на рынке ОФЗ, но в случае сохранения бумаги до конца ее срока, ставка окажется выше. Данные облигации не предусматривают обращения на вторичном рынке и досрочно (до момента погашения) их можно будет продать лишь банкам, участвующим в их распространении. «Это, с одной стороны, позволит сократить расходы граждан на сделки с этими бумагами за счет отсутствия необходимости открывать депозитарный счет и платить комиссию брокеру, а с другой – дополнительно отделит народные ОФЗ от обычных»133. Фактически, ограничение на оборот на открытом рынке определяет эти облигации как специализированный инструмент для народных инвестиций.

Тем не менее, эффективность данного инструмента с точки зрения решения задачи по привлечению сбережений населения в инвестиции для финансирования расширенного воспроизводства, вызывает сомнение. Во-первых, механизм эмиссии облигаций федерального займа направлен на финансирование и обслуживание дефицита государственного бюджета, что не предполагает использование привлеченных у населения средств в целях инвестиционного развития реального сектора экономики. Во-вторых, прогнозируемая Министерством финансов РФ доходность будет практически идентична доходности аналогичных бумаг, но торгуемых на открытом рынке. Следовательно, никакой выгоды по доходности народные ОФЗ не несут, и при этом обладают серьезным обременением – дисконтированной купонной ставкой и невозможностью перепродажи на открытом рынке.

В связи с этим в экспертном сообществе можно встретить мнение о том, что народные ОФЗ – «это некий государственный депозит или государственный сберегательный счет». Подобные долговые обязательства уже имели место быть в начале 1990-х годов – Центральный банк РФ предлагал купить или погасить такие облигации в своих отделениях, но объем их выпуска был небольшим. Поэтому народные ОФЗ в большей степени ориентированы на привлечение незначительной части сбережений, хранимых на депозитах, нежели на реальное изменение структуры накоплений населения. По сравнению с банковскими вкладами народные ОФЗ обладают рядом преимуществ, ключевыми среди которых являются: гарантирование государством всего объема вложений в ОФЗ, в то время как банковские депозиты граждан гарантируются лишь на сумму до 1,4 млн. руб.; более высокая ставка доходности, нежели в коммерческих банках134.

Поэтому задача по обеспечению трансформации части незанятой денежной массы, опосредованной сбережениями населения, в инвестиционные ресурсы для финансирования расширенного воспроизводства по-прежнему остается открытой. При этом важно уделить внимание развитию именно такой формы трансформации сбережений, которая не будет ориентирована на превращение капитала населения в очередные ресурсы для пополнения отрасли спекулятивного фиктивного капитала, а будет способствовать превращению капитала населения в источник фондирования реального производства. Представляется, что решение поставленной задачи можно осуществить посредством соответствующего развития института прямых инвестиций.

Институт прямых инвестиций позволяет осуществлять непосредственное фондирование реальных производственных активов в целях развития производства. Это обеспечивается не просто в рамках приобретения инвестором какой-либо доли акций с целью владения ими и извлечения спекулятивной выгоды. Как правило, приобретается довольно крупный пакет ценных бумаг, позволяющий инвестору принимать активное управление деятельностью компании для обеспечения ее развития.