Кадырова, Гульназ Маннуровна. Инвестиционный процесс как фактор развития финансового рынка России : диссертация ... доктора экономических наук : 08.00.10 / Кадырова Гульназ Маннуровна; [Место защиты: Российская академия предпринимательства].- Москва, 2012.- 328 с.: ил.

**Содержание к диссертации**

Введение

**Глава 1. Инвестиции в системе денежно-кредитного регулирования**

1.1. Роль и значение инвестиций в мировой экономике 15

1.2. Инвестиционная политика как неотъемлемая часть денежно-кредитного регулирования 36

1.3. Теория анализа инвестиционного процесса 60

**Глава 2. Значение инвестиционного процесса в развитии финансового рынка РФ**

2.1. Целевые ориентиры развития финансового рынка России в условиях глобальной конкуренции 84

2.2. Структурные преобразования финансового рынка как необходимое условие роста инвестиционного процесса РФ 118

2.3. Влияние инвестиций в модернизации финансового рынка РФ 137

**Глава 3. Рейтинговая оценка инвестиционного процесса как необходимый элемент развития финансового рынка РФ**

3.1. Методология создания национальной рейтинговой оценки инвестиционного процесса финансового рынка РФ 160

3.2. Факторы макро- и микроэкономической стабильности и их влияние на развитие финансового рынка России 186

3.3. Инвестиционный процесс и его роль в движении международного капитала в России 219

**Глава 4. Стратегия развития инвестиционного процесса РФ в условиях прогнозируемых рисков мировой экономики**

4.1. Анализ развития инвестиционного процесса в России на перспективу 232

4.2. Глобальные инвесторы: прогнозируемые воздействия на финансовый рынок и денежно-кредитную политику России 257

4.3. Формы развития инвестиционного процесса финансового рынка РФ с учетом рисков мировой экономики 282

Заключение 303

Список литературы 315

* [Инвестиционная политика как неотъемлемая часть денежно-кредитного регулирования](http://www.dslib.net/finansy/investicionnyj-process-kak-faktor-razvitija-finansovogo-rynka-rossii.html#5154701)
* [Структурные преобразования финансового рынка как необходимое условие роста инвестиционного процесса РФ](http://www.dslib.net/finansy/investicionnyj-process-kak-faktor-razvitija-finansovogo-rynka-rossii.html#5154702)
* [Факторы макро- и микроэкономической стабильности и их влияние на развитие финансового рынка России](http://www.dslib.net/finansy/investicionnyj-process-kak-faktor-razvitija-finansovogo-rynka-rossii.html#5154703)
* [Глобальные инвесторы: прогнозируемые воздействия на финансовый рынок и денежно-кредитную политику России](http://www.dslib.net/finansy/investicionnyj-process-kak-faktor-razvitija-finansovogo-rynka-rossii.html#5154704)

**Введение к работе**

Актуальность темы исследования. На сегодняшний день движущие силы современной мировой экономики связаны с механизмом финансового рынка. Они аккумулируют неиспользуемые или неэффективно используемые финансовые ресурсы, превращают их в инвестиции и направляют в сферы наиболее экономически выгодного применения. Эти силы вынуждают всех участников финансового рынка применять и распространять найденные наиболее эффективные комбинации и методы использования ресурсов, трансформируя финансовую инфраструктуру в соответствии с изменяющейся системой общественных потребностей.

Как показал экономический кризис, одновременное взаимовлияние таких факторов, как отсутствие соответствующего объема денежной массы и высокая зависимость от внешнего денежного спроса, принимающего форму иностранных инвестиций (в капитал, долговых, прямых и портфельных инвестиций), способно сформировать высокорисковую и неэффективную модель финансового рынка. Именно такая модель финансового рынка была создана в России, сформировавшись не столько в результате кризисных явлений в мировой экономике, сколько под влиянием инвестиционной политики, проводимой в последние годы нашим государством. Основной курс инвестиционной политики РФ прошедшего десятилетия был направлен не на накопление внутренних инвестиций, а на заимствование внешних (иностранных) инвестиций, служивших стабильным источником денежной базы и внутренних кредитных ресурсов для экономики, что обусловило высокую волатильность финансового рынка.

Статистические исследования достаточно убедительно показывают, что инвестиции в РФ находятся на недопустимо низком уровне, несмотря на наметившийся их незначительный рост в последнее время. Так, доля инвестиций в основной капитал по итогам 2011 г. в России составила 20% от объема ВВП (в Китае в 2010 г. этот показатель достиг почти 50%). При этом в 2010 г. чистый отток капитала из России составил 38 млрд. долл., по итогам 2011 г. - более 80 млрд. долларов, а за первый квартал 2012 г. - более 35 млрд. долл. И главная причина такой ситуации заключается в сложившемся инвестиционном процессе в России, в его характеристиках, которые не стимулируют финансовый рынок направлять свои ресурсы в реальный сектор экономики.

Учитывая изложенное выше, можно сказать, что актуальность данного исследования обусловлена необходимостью качественной оценки инвестиционного процесса в России, охватывающего все фундаментальные и научные аспекты развития финансового рынка с учетом посткризисных изменений в финансовой архитектуре мира.

Инвестиционный процесс в рамках задач развития финансового рынка объединяет несколько целевых ориентиров для экономики России: во - первых, рост долгосрочных инвестиций в реальный сектор, в модернизацию, в обеспечение устойчивого экономического роста; во-вторых, диверсификацию собственности в российской экономике, переход к массовой модели инвестирования в процессе формирования среднего класса; в-третьих, рост конкурентоспособности российского финансового рынка в целях снижения уровня оттока торговой активности эмитентов и инвесторов за рубеж.

Практическая реализация целевых ориентиров инвестиционного процесса может быть обеспечена за счет решения основных задач, сконцентрированных на следующих основных направлениях, среди которых:

переход от неэффективной модели финансового рынка к модели, ориентированной на финансовую модернизацию российской экономики;

опережающий рост прямых иностранных инвестиций перед увеличением портфельных вложений нерезидентов, прежде всего в спекулятивной компоненте, обеспечение накопленных запасов внутренних инвестиций в экономике страны с учетом реализации заградительных

барьеров для их вывода в зарубежные, преимущественно оффшорные, зоны;

расширение участия в акционерных капиталах институциональных инвесторов, представляющих инвестиционные и суверенные фонды, фонды целевого капитала, страховых компаний, коммерческих банков и пр., с целью повышения финансовой глубины отечественной экономики;

обеспечение роста внутреннего спроса на долгосрочные вложения в финансовые инструменты, прежде всего за счет сбережений населения, и сокращение зависимости внутренних финансовых рынков от неэффективной компоненты иностранных портфельных инвестиций;

рост капитализации российского финансового рынка, повышение его ликвидности и «прозрачности», переход к более совершенной модели, соответствующей развивающимся рынкам новых индустриальных экономик, с учетом снижения системных рисков.

В условиях наступающего европейского долгового кризиса значимость проблем и задач, связанных с совершенствованием инвестиционного процесса как фактора развития финансового рынка в России, существенно возросла, собственно как возросла и потребность поиска нового методологического инструментария, направленного на оценку самого инвестиционного процесса с учетом системных рисков мировой экономики. Поэтому теоретическое и практическое решение вышеназванных проблем нашло отражение в актуальности темы исследования, его цели и основных концептуальных задачах.

Степень разработанности научной проблемы. При осуществлении анализа инвестиционного процесса с точки зрения его стимулирующего воздействия на финансовый рынок особую актуальность приобретают проблемы недостаточности методологического и прикладного аппарата, адаптированного к условиям отечественной системы денежно-кредитного регулирования.

С учетом обозначенных проблем представляется важным не только

структурирование уже существующего методологического аппарата оценки

инвестиционного процесса, но и проработка инновационных подходов

анализа факторов макро- и микроэкономической стабильности с учетом их влияния на развитие финансового рынка России, внедрения национальной рейтинговой оценки инвестиционного процесса на основе зарубежного опыта и передовой мировой практики.

Теоретические и прикладные проблемы развития оценки инвестиций и инвестиционного процесса финансового рынка были исследованы в работах таких зарубежных, авторов как: Александер Г., Бастос Ф., Бивер В., Блэнчерд О., Брэдли Э., Бэкер М., Гантинис С., Герк В., Гибсон Р., Гудман Дж., Джексон Х., Долан Э.Дж., Доунс Дж., Кригель Дж., Кэмпбелл Р., Линдсей Д., Марковиц Г., Мельтцер А., Мерфи А., Модильяне Ф., Мориссет Дж., Назир Дж., Розенберг Дж., Рубак Р., Тьюлз Р.,Фулмер Х., Харви С.,Чамли С., Шарп У., Шмидт Р. и др.

Существенный вклад в развитие исследовательской базы теории финансовых рынков и инвестиционных процессов в России и за рубежом внесли: Андрюшин С.А., Балабанов В.С., Басов А.И., Бочаров В.В., Галанов

* 1. А., Генкин А.С., Гринберг Р.С., Грязнова А.Г., Дворецкая А.Е., Дорждеев А.В., Ендовицкий Д.А., Жуков Е.Ф., Зубченко Л.А., Игонина Л.Л., Ильясов
  2. М., Казимагомедов А.А., Катасонов В.Ю., Караваева И.В., Красавина Л.Н., Лаврушин О.И., Миркин Я.М., Моисеев С.Р., Новиков А.Н., Подшиваленко Г.П., Савинский Ю.П., Сенчагов В.К., Слепов В.А., Сменковский В.Н., Соколов Ю.А., Рубцов Б.Б., Русанов Ю.Ю., Шенаев В.Н., Шеремет В.В., Юлдашев Р.Т., и др.

Вместе с тем в большинстве отечественных научно-экономических источников, посвященных исследованию стимулирующих функций инвестиционного процесса для развития финансового рынка, преобладает теоретический подход. Современные отечественные исследования, посвященные данной проблеме, носят недостаточно прикладной характер, мало внимания уделяется методическим разработкам по вопросам применения инвестиционного рейтинга и обоснования его роли в движении

международного капитала и привлечении иностранных инвестиций в

Россию. В настоящее время отсутствует комплексная стратегия развития инвестиционного процесса РФ в условиях системных рисков мировой экономики, что обуславливает необходимость тщательной проработки вопросов, связанных с анализом перспективных направлений развития финансового рынка.

Цель диссертационного исследования состоит в совершенствовании механизма инвестиционного процесса как эффективного инструмента стимулирования и развития финансового рынка РФ в условиях системных рисков мировой экономики, с учетом ее адаптации к лучшим зарубежным практикам наряду с либерализацией денежно-кредитной политики России, регулирующей отношения всех участников финансового рынка.

В соответствии с поставленной целью исследования в работе решались следующие задачи:

конкретизированы роль и место инвестиционного процесса в системе денежно-кредитного регулирования;

систематизирован научно-теоретический аппарат инвестиционного процесса;

обоснованы целевые ориентиры диверсификации инвестиционного процесса с учетом структурных преобразований финансового рынка как необходимое условие его роста и развития в России;

сформирован базовый методологический аппарат по созданию национальной рейтинговой оценки инвестиционного процесса с целью развития финансового рынка РФ;

разработан контурный алгоритм построения национальной рейтинговой оценки с учетом обоснования его качественной и количественной оценки и разностороннего исследования;

обоснована роль инвестиционного процесса в движении международного капитала и характерных особенностей, присущих российской модели экспорта и импорта инвестиций;

создана комплексная стратегия развития инвестиционного процесса РФ с учетом прогнозируемого воздействия на финансовый рынок и денежно- кредитную политику России;

обоснована наиболее перспективная форма развития инвестиционного процесса в условиях реформирования финансового рынка РФ с учетом рисков мировой экономики.

Объект исследования - инвестиционный процесс как фактор развития финансового рынка РФ; сущность, формы и способы управления им, а также проблемы его эффективного развития в условиях системных рисков мировой экономики.

Предмет исследования - экономические связи, формы и модели инвестиционного процесса с учетом выявления его стимулирующих функций, оказывающих влияние на финансовый рынок РФ, в современных условиях.

Теоретическая и методологическая база исследования - труды зарубежных и отечественных ученых, посвященные проблемам оценки и прогнозирования инвестиционного процесса с учетом его аккумулирующего воздействия на финансовый рынок; данные исследовательских центров; материалы научных конференций по исследуемой проблематике. Теоретическую основу диссертации составили положения экономической теории, инвестиционного менеджмента, а также методологические аспекты денежно-кредитного регулирования. Методологической базой исследования послужили общенаучные положения системного подхода, методы ситуационного и сравнительного анализа, методы финансового, экономического, статистического анализа.

Информационная база исследования - Послания Президента РФ,

федеральные законы и нормативные акты, регулирующие сферу финансовых

и денежно-кредитных отношений, статистические данные Федеральной

службы государственной статистики, отраслевой статистики (Росстат),

Центрального банка Российской Федерации (Банка России), Министерства

финансов Российской Федерации, Министерства экономического развития Российской Федерации, Федеральной службы по финансовым рынкам (ФСФР), других министерств и ведомств Российской Федерации, информация периодических изданий, ресурсов глобальной информационной сети Интернет, материалы исследований независимых и зарубежных аналитических организаций, собственные прикладные исследования.

В процессе работы над темой автор руководствовалась основными принципами объективности, научного подхода, а также практическим опытом работы в сфере экономического и денежно-кредитного регулирования.

Работа выполнена в соответствии с паспортом специальности ВАК 08.00.10 - «Финансы, денежное обращение и кредит». Область исследования соответствует специальности 08.00.10 «Финансы, денежное обращение и кредит», п. 11.4 «Интеграция денежно-кредитной системы российской экономики в мировую рыночную систему, п. 11.9 «Исследование влияния денежно-кредитного регулирования на инновационные и инвестиционные процессы в экономике» и п. 11.8 «Государственное регулирование кредитно-финансовых институтов» Паспорта специальностей ВАК России (отрасль науки: экономические науки).

Научная новизна диссертационной работы заключается в концептуальном обосновании предложений по развитию инвестиционного процесса через инструменты денежно-кредитного регулирования, оказывающие стимулирующее воздействие на финансовый рынок в России с учетом определения ключевых и перспективных направлений его совершенствования в рамках системных рисков мировой экономики.

Наиболее существенные результаты, содержащие научную новизну диссертационного исследования, заключаются в следующем: 1. Установлено, что инвестиционная политика - составная часть денежно- кредитной политики, реализуемой посредством трансмиссионного

(передаточного) механизма. Структура трансмиссионного механизма состоит

из каналов, которые представляют собой своеобразные цепочки макроэкономических переменных, по которым передается импульс изменений, генерируемый финансовой системой.

Конкретизировано теоретическое значение инвестиционного процесса как вектора модернизации и глобализации экономики, реализуемого посредством непрерывного движения капитала с целью его выхода на международные финансовые рынки. Преобладающее вложение финансовых средств в реальные инвестиции наиболее характерно для активно развивающихся экономик. И хотя инвестиции, безусловно, важны для всех стран, включая и Россию, российской экономике важно учитывать системные риски в рамках развития инвестиционного процесса и определения объекта инвестирования за рубежом. Одновременно с этим необходимо развивать и совершенствовать финансовое инвестирование в части его институтов и информационного обеспечения.

Раскрыты целевые ориентиры диверсификации инвестиционного процесса с учетом структурных преобразований финансового рынка с целью роста его капитализации и качества управления рисками в условиях нестабильной экономической среды: формирование новой модели и инфраструктуры развития финансового рынка, системных мер по стимулированию реальных инвестиций в Россию и снижению системных рисков при интеграции международного капитала.

В рамках конкретизации методологического аппарата обоснована необходимость формирования национальной рейтинговой оценки, заключающейся в независимой экспертизе инвестиционного процесса в стране, характеризуемого возможностью поступления в экономику реальных инвестиций с учетом рисков, сконцентрированных на уровне финансового рынка.

Раскрыты основы построения контурного алгоритма формирования

национальной рейтинговой оценки инвестиционного процесса с учетом

встроенных в него факторов макро- и микроэкономической стабильности, а

также дополнительной матрицы симптоматики риск-факторов, прогнозирующих макроэкономические показатели финансовой системы. Доказано, что его практическое использование будет обосновано в рамках объединения методологической платформы для полноценной реализации инвестиционного процесса в России, его качественной и количественной оценки и разностороннего исследования, а также формирования системы средне- и долгосрочного прогнозирования системных рисков в рамках реализации стратегии развития финансового сектора, корректирующей его деформации и повышающей его способность устойчиво развивать инвестиционный процесс в РФ.

Обоснована роль инвестиционного процесса в движении международного капитала, заключающаяся: в формировании векторов общественной стабильности (политической, государственной, межгосударственной, правовой и социальной); в трансформации экономической модели (либерализации цен, приватизации собственности, развитии инфраструктуры финансового рынка); в обеспечении сбалансированных макроэкономических показателей (темпов экономического роста, инфляции, торгово-платежного баланса); в развитии открытой модели финансового рынка (демонополизация внешнеэкономических связей, свобода движения капиталов, льготы для зарубежных инвесторов). Доказано, что формирование такой модели развития инвестиционного процесса в России обеспечит возможность соблюдения баланса, стимулируя прямые инвестиции в экономику России и сокращая вывод капитала за рубеж, преимущественно в оффшорные зоны.

Доказана необходимость формирования стратегии развития инвестиционного процесса в РФ, заключающаяся в определении основных приоритетов денежно-кредитной и инвестиционной политики государства и выявлении потенциальных направлений совершенствования роли и места финансового рынка в инвестиционном процессе в России с учетом

существующих перспектив реформирования его модели и инфраструктуры.

8. Выделены наиболее перспективные формы стимулирования инвестиционного процесса, такие, как: гармонизация международного сотрудничества, формирование институтов развития и диверсификации собственности в национальной экономике. Доказано, что их практическое внедрение будет способствовать увеличению доли внутренних инвестиций в экономику, снижению зависимости России от внешнего денежного спроса и нивелированию неэффективных компонентов в финансовом секторе страны.

Практическая значимость работы заключаются в разработке положений, которые могут быть использованы для дальнейших исследований в области инвестиционного анализа финансового рынка, системы денежно-кредитного регулирования инвестиционного процесса в России. В частности, они могут быть использованы с целью повышения эффективности функционирования финансового рынка в России, например, при поиске резервов для роста долгосрочных инвестиций в экономику России, предупреждения ухода торговой активности эмитентов и инвесторов за рубеж. Результаты работы представляют собой методологические основы для создания национальной рейтинговой оценки инвестиционного процесса с точки зрения перспективы развития финансового рынка России с учетом западного инструментария.

Разработанные в диссертации выводы и рекомендации могут быть использованы регулятивными органами для дальнейшего их применения при решении задач развития инвестиционного процесса как на региональном уровне, так и в государственном масштабе. Они могут быть использованы с целью совершенствования образовательного процесса в высших учебных заведениях по таким учебным курсам, как: «Инвестиционный менеджмент», «Организация работы финансового рынка», «Инвестиционный процесс в России», «Инвестиционные риски», «Денежно-кредитное регулирование» и др.

Апробация и внедрение результатов исследования. Выводы и

рекомендации диссертации по вопросам совершенствования оценки инвестиционного процесса финансового рынка России используются в практической деятельности Федеральной службы по финансовым рынкам (ФСФР России), Минэкономразвития России, ООО «Русская Инвестиционная Компания» (РусИнвестКом), ОАО АКБ «Лесбанк», АНО МИИР и др., что подтверждено соответствующими справками о внедрении.

Результаты диссертационного исследования в настоящее время используются в преподавании профильных дисциплин на кафедре «Финансы, кредит и страхование» Российской академии предпринимательства.

Основные положения диссертации докладывались на 6 различных конференциях.

Публикации результатов исследования. Положения и рекомендации диссертационного исследования изложены в 31 печатной работе общим объемом 47,9 п.л. (авторских 47,7 п.л.), в том числе 5 монографий и 26 научных статей, из них 16 статей опубликованы в ведущих научных изданиях, рекомендованных ВАК РФ.

Структура диссертационного исследования обусловлена целью, задачами и логикой изложения работы. Диссертационное исследование состоит из введения, четырех глав, которые включают в себя 12 параграфов, заключения, в котором сформулированы выводы и рекомендации по теме исследования, списка использованной литературы. Работа иллюстрирована таблицами и рисунками.

В первой главе диссертации раскрыты теоретические основы роли и значения инвестиций в мировой экономике и экономике России. Определены основные направления развития инвестиционной политики в системе денежно-кредитного регулирования. Структурирована теория анализа инвестиционного процесса и проведена конкретизация научного аппарата.

Во второй главе диссертации определено значение инвестиционного

процесса в развитии финансового рынка РФ с учетом классификации его

целевых ориентиров в условиях глобальной конкуренции, дифференцирования необходимых структурных преобразований финансового рынка с точки зрения роста инвестиционного процесса РФ, а также обоснования влияния инвестиций в сфере модернизации финансового рынка РФ.

В третьей главе диссертации обоснованы подходы к построению системы национальной рейтинговой оценки инвестиционного процесса в целях развития финансового рынка с учетом формирования комплексной методологии, определяющей основные направления его совершенствования, а также базовые факторы макро- и микроэкономической стабильности и их влияние на реформирование инфраструктуры финансового рынка России.

В четвертой главе диссертации сформулирована комплексная стратегия развития инвестиционного процесса РФ с учетом анализа инвестиционного процесса России на перспективу, прогнозируемого воздействия на финансовый рынок и денежно-кредитную политику России, а также наиболее перспективных форм реализации инвестиционного процесса финансового рынка РФ с учетом рисков мировой экономики.

## Инвестиционная политика как неотъемлемая часть денежно-кредитного регулирования

Объединяющим звеном инвестиционной деятельности любого государства является стратегическая модель развития экономики. Однако такая модель развития должна быть идеологически определена, т.е. сконцентрированы цели и задачи, предопределяющие приоритетные направления инвестиционной деятельности. И в российской и общемировой практике основные направления развития инвестиционной деятельности -определяет инвестиционная политика государства, которая в свою очередь является системным звеном денежно-кредитной политики. Для того чтобы дифференцировать ключевые задачи инвестиционной политики, прежде всего связанные с движением капитала на национальном и наднациональном уровне, рассмотрим более подробно, какую роль и место она занимает в системе денежно-кредитной политики. Во-первых, государство само может проводить активную инвестиционную политику, формируя предложение и спрос на инвестиции. Государство самостоятельно или в партнерстве с частными инвесторами может финансировать строительство транспортной и производственной инфраструктуры, закупать и устанавливать промышленное оборудование. Это финансирование может осуществляться за счет текущих доходов государственного бюджета или за счет увеличения государственного долга (внутреннего и внешнего). При таком инвестиционном механизме сбережения частного сектора могут быть задействованы для финансирования инвестиций через посредничество государства и финансовых институтов. А высокие расходы на инвестиции со стороны государства могут не только полностью «поглощать» внутренние сбережения частного сектора, но и стимулировать чистый ввоз капитала из-за границы, например, через импорт машин и оборудования. Во-вторых, например, падение мировых цен на традиционные сырьевые товары российского экспорта неизбежно повлияет и на счет текущих операций платежного баланса, и на объем инвестиций в основные средства, и на уровень конечного потребления и сбережений, и на состояние государственного бюджета. Положительное сальдо счета текущих операций будет уменьшаться и может стать отрицательным, реальные доходы населения могут сократиться вместе с расходами и нормой сбережений, а бюджетный дефицит и государственный долг будут расти. Чистый вывоз капитала из частного сектора может смениться его чистым ввозом не из-за улучшения инвестиционного климата в России, а из-за необходимости привлекать внешнее финансирование для поддержания текущего уровня конечного потребления. В-третьих, не всякий приток иностранных капиталов приводит к инвестициям в основные средства. Даже прямые иностранные инвестиции не обязательно в полном объеме используются для целей капитального строительства и развития экономики. А краткосрочные капиталы в виде портфельных инвестиций и кредитов в преобладающей своей части и вовсе обслуживают в основном спекулятивные финансовые сделки или (в лучшем случае) используются для увеличения конечного потребления, но не для инвестиций в основные средства.

При сохранении существующей государственной политики в области инвестиций, построенной в основном на ожидании инвестиционной активности со стороны частного сектора (российского и иностранного), сколько-нибудь заметного сокращения технического и экономического отставания от стран-лидеров в обозримом будущем не произойдет. Даже если процессы совершенствования политического и государственного строя, укрепления правопорядка и общественных институтов будут поступательно развиваться в правильном направлении, улучшая инвестиционный климат для частного сектора, Россия все равно не догонит лидеров. Накопленное отставание слишком велико, а конкуренты не будут стоять на месте. Теория и практика показывает, что «отстающие», «догоняющие» экономики совершали модернизационный рывок и догоняли мировых лидеров исключительно благодаря активной роли государства в т.ч. и через инструменты денежно-кредитной политики стимулирующей накопление инвестиций в экономике.

Денежно-кредитная политика как система денежно-кредитных инструментов выполняет роль регулятора экономики страны, направленного на решение ее современных экономических проблем, таких, как инфляция, безработица, возможность экономического спада, и способствует улучшению экономической ситуации в обществе [186, С. 445-446]; [135, С. 127].

Денежно-кредитная политика - одно из направлений экономической (макроэкономической) политики государства [29, С. 147]. Тем самым, с одной стороны, подчеркивается особая роль государства в реализации этой политики, а с другой - становится очевидным, что конкретное содержание денежно-кредитной политики и денежно-кредитного регулирования зависит от торжествующей в настоящее время концепции вмешательства государства в экономику.

Формулирование теорий государственного регулирования экономики (вмешательства государства в экономику) - достаточно важное и богатое идеями направление экономической мысли. От содержания, основной идеи теории, на которой базируется вся экономическая политика государства, зависит содержание этой политики. Сказанное относится и к денежно-кредитной политике как части экономической политики государства. Иначе говоря, официальная концепция государственного регулирования экономики в стране по общему правилу определяет не только набор методов и инструментов денежно-кредитной политики, но и ее цели и задачи.

Таким образом, денежно-кредитная политика - это политика государства в сфере «денежного обращения и кредита» [29]. Определив, таким образом, сферу реализации денежно-кредитной политики, экономическая наука отмечает, что она взаимосвязана не только с деньгами и кредитом, но и с такой экономической категорией, как расчеты (платежная система), банковская система [146], инвестиционная политика [33] и т.д.

При этом прямая взаимосвязь денежного обращения (денег) и кредита для современной экономической науки уже является неоспоримым фактом. Другой вопрос - характер такой взаимосвязи и пути из взаимовлияния, а также воздействие государства на соответствующие отношения - это уже актуальные проблемы для современной экономики [191, С. 25-27].

Однако с нашей точки зрения, взаимосвязь денежного обращения и кредита значительно шире и включает в себя основные элементы инвестиционной политики. Считаем, что денежно-кредитная политика - это синергетически необходимая и обоснованная взаимосвязь политики Центрального Банка РФ в области управления ликвидностью (денежная масса, монетизация, денежная политика), кредитом (внутренний и внешний кредит, кредит государству, экономике, домашним хозяйствам, кредитная политика), процентом (процентная политика), валютным курсом (валютная политика), движением средств по счету капитала (инвестиционная политика).

В качестве основных целей денежно-кредитной политики российская экономическая наука выделяет [60]: стабильность уровня цен; высокий уровень занятости; равновесие внешнеторгового баланса; экономический рост.

## Структурные преобразования финансового рынка как необходимое условие роста инвестиционного процесса РФ

Как показали результаты исследования, проведенные нами в предыдущем параграфе, совершенствование инвестиционного процесса в России, в первую очередь связано с проблемами выбора модели развития финансового сектора и ограничениями его спекулятивной компоненты.

В 1990-е гг. была сделана попытка переноса в Россию «системы финансирования на базе рынка», свойственную англо-саксонским экономикам, однако более диверсифицированную, чем в странах континентальной Европы.

Англо-саксонская модель финансирования основана на фрагментарной (распыленной) собственности акционеров, независимости инвесторов и менеджмента. Финансирование корпорации осуществляется в основном не за счет банковского кредитования, а путем привлечения средств индивидуальных и институциональных инвесторов. Акционерный капитал распылен между независимыми индивидуальными и институциональными инвесторами, не связанными с корпорацией отношениями, помимо так называемых отношений участия [252, 259].

Для индустриальных стран Азии характерна иная модель финансового сектора, основанная на контрольных владениях в капиталах и долговом финансировании при подчинении роли рынка акций, деривативов, розничных инвестиций в долевые инструменты [252].

Общие черты правового регулирования участия институциональных инвесторов в корпорациях в Великобритании и США состоят в том, что правопорядки указанных стран в качестве условий участия институциональных инвесторов называют следующие: - существование хорошо развитого финансового рынка; - возможность распыленной собственности акционеров [261]; - важность роли институциональных инвесторов, которые предпочитают свободную продажу своих акций на финансовом рынке [282]. В то же время в Великобритании, например, право преимущественного приобретения акций может ограничиваться согласием институциональных инвесторов из-за опасности дробления капитала.

В данной модели наиболее детально разработаны правила обеспечения инвесторов наиболее полной информацией и создания сравнительно равного положения инвесторов в части доступа к ней, делается акцент на защите миноритарных акционеров [64, С. 100-106]. При инсайдерской модели финансового рынка корпоративный контроль становится следствием концентрации капитала либо у одного инвестора [243], либо у определенной группы лиц. Инсайдерская модель предполагает увеличение доли участия в капитале компании, посредством которой достигается внутренний корпоративный контроль.

В качестве институциональных инвесторов выступают банки. В отдельных странах, в которых менее развит финансовый рынок, кредитующие корпорацию банки зачастую относятся к числу самых влиятельных акционеров и участников корпорации. Банки являются одновременно акционерами, кредиторами общества и доверенными лицами других акционеров, занимаются размещением вновь выпускаемых ценных бумаг, предоставлением брокерских и консультационных услуг при получении корпорациями небанковских, иностранных и правительственных ссуд [64].

Таким образом, мировая гармонизация общей структуры финансового рынка продолжает постоянно развиваться, оказывая давление на институциональных инвесторов. Как результат, континентально-европейские финансовые рынки изменяются от более банко-ориентированного корпоративного управления в сторону рыночно-ориентированной системы корпоративного управления. Институциональные инвесторы играют здесь важную роль, используя капитал наилучшим образом, однако не в корпоративном управлении. В банкоориентированной системе, распространенной в континентальной Европе, в частности популярной в Германии, банки занимают центральную позицию в корпоративных финансах и контроле [246, С. 362-363].

Как показала практика, для России перенос англо-саксонской модели финансового рынка оказался не удачным. Результатом такого внедрения явилось дублирование и фрагментальность развития инфраструктуры финансового рынка РФ, а также конфликтность в его регулировании. Данные тенденции мы уже отчасти просматривали в рамках предыдущего параграфа.

Однако в целом, как отмечают Хабриева Т.Я. и Доронина Н.Г. [192, С. 5-17], российский финансовый рынок, начав историю своего становления с торговли приватизационными чеками (ваучерами), пройдя затем этап формирования рынка ценных бумаг, подошел к появлению срочного рынка (рынка срочных инструментов). Насыщенность рынка разного рода финансовыми инструментами не отличалась стабильностью. Особенно сложным было положение после кризиса 1998 г., когда прекратили свое существование государственные краткосрочные обязательства и на рынке просто нечем стало торговать. Рынок привлекателен для инвестора, когда на нем обращается множество разнообразных товаров.

Для современного финансового рынка это означает присутствие разного рода финансовых инструментов. Новое понятие «финансовый инструмент», которым российское законодательство оперирует с 2010 г., значительно расширило круг возможностей для инвесторов на финансовом рынке. Неисчерпаемый потенциал содержится и в увеличении числа акций российских эмитентов, обращающихся на рынке, и прежде всего эмитентов, чье производство находится в регионах. К сожалению, власти на местах в недостаточной мере используют потенциал финансового рынка при принятии региональных целевых программ. Им проще пользоваться средствами бюджета, чем выпускать на рынок долговые финансовые инструменты облигации. Для привлечения инвесторов необходимо не только расширять товарную номенклатуру финансового рынка, но и четко определять правовой статус тех товаров, которые являются предметом купли-продажи на финансовом рынке. Однако действующее российское законодательство в этой части несовершенно, что безусловно отражается на ликвидности небанковской части финансового рынка (или рынка капитала в целом) в нашей стране.

Высокий уровень ликвидности небанковской части финансового рынка или рынка капитала в целом подразумевает наличие на нем широкого перечня финансовых инструментов с разнообразными характеристиками, обладающих достаточным уровнем ликвидности, и сопоставимым по масштабам с другими финансовыми рынками. Ликвидность рынка проявляется в его емкости и способности амортизировать внезапные изменения в спросе и предложении без соответствующего значительного колебания цен. Каждая отдельная сделка, заключаемая на высоколиквидном рынке, сама по себе не способна оказать существенного влияния на рыночную цену товара.

## Факторы макро- и микроэкономической стабильности и их влияние на развитие финансового рынка России

Как показали результаты прошедшего кризиса и нынешнего долгового кризиса, российский финансовый рынок сегодня находится в условиях повышенных рисков, причиной которых служит существующая модель рынка, а также высокая зависимость от внутреннего денежного спроса и низком внутреннем. Инвестиционные рейтинги свидетельствуют о том, что пока в глазах западных инвесторов Россия представляет собой достаточно закрытую финансово-экономическую систему с характерным вертикальным режимом управления и высоким полем политической неопределенности, что с нашей точки зрения, только усугубляет приток иностранных инвестиций и затрудняет его поступление в реальный сектор экономики. Данная система управления свойственна не только российскому финансовому рынку, она затрагивает деятельность и внешних инвесторов, в свою очередь внутренние инвесторы охотнее размещают финансовые средства за рубежом и преимущественно в офшорных зонах, обладающих льготных режимом налогообложения и оптимальным инвестиционным климатом. Однако как мы уже успели отметить ранее, только создание национальной рейтинговой оценки не способно решить задачу по «реабилитации» отечественного финансового рынка, агрегирующего основные финансовые потоки в экономику, необходимо более осмысленное изучение факторов макро- и микроэкономической стабильности, служащих своего рода индикаторами финансового положения нашей страны.

Стабильность и устойчивость экономики, традиционно воспринимаются инвесторами как гарантия защиты собственных вложений и перспектив успешного завершения инвестиционных проектов. Однако в последние пять лет, включая кризисный период, усиливающийся отток капитала из России заставляет инвесторов более осмотрительно анализировать проблемы долговой устойчивости российской экономики. В целом можно выделить 2 основных методологических принципа, применяемых при проведении анализа долговой устойчивости: суверенного государства и бюджетный.

С позиции долгового бремени суверенного государства оцениваются соотношения долговых параметров всех секторов экономики с макроэкономическими показателями страны. При бюджетном подходе оцениваются соотношения государственного долга и показателей, характеризующих состояние государственного бюджета.

К числу наиболее часто и широко используемых в мировой практике долговых показателей (коэффициентов) относятся следующие соотношения [276, 222]: - соотношение объема внешнего долга страны и объема ВВП. Коэффициент «внешний долг/ВВП» - показатель нормы накопленной задолженности, позволяющий оценить уровень долговой нагрузки на экономику страны и отражающий ее потенциальные возможности погашения долга с точки зрения развития инвестиционного процесса. Условной, предельной границей принято считать превышение объемом долга 50-60% объема ВВП (в частности, ограничение объема долга 60% ВВП для стран членов Европейского союза установлено Маастрихтскими соглашениями); соотношение объема государственного долга и доходов государственного бюджета. Поддержание страной-заемщиком уровня ниже 250% является подтверждением факта ее долговой устойчивости; - соотношение объема внешнего долга и годового объема экспорта товаров и нефакторных услуг. Критическим уровнем считается превышение суммой долга 220% экспорта, умеренным - менее 220%, но выше 132%, небольшим - менее 132%; - показатель «платежи по внешнему долгу/экспорт» - «коэффициент (норма) обслуживания долга» - является одним из индикаторов потенциальных проблем страны в области выполнения долговых обязательств перед иностранными кредиторами. Критическим считается коэффициент, если расчетная сумма годовых платежей превышает 25%экспорта; соотношение годовой суммы платежей по погашению и обслуживанию государственного долга и доходов государственного бюджета. Показатель «платежи по государственному долгу/государственные доходы» можно рассматривать как критерий ликвидности правительства страны. Уровень данного соотношения, равный 10%, принято считать предельным; - показатель «резервы/платежи». Соотношение объема накопленных золотовалютных резервов и годовой суммы платежей по обслуживанию внешнего долга страны. Критическим значением является уровень в 100%.

С нашей точки зрения, более подробного рассмотрения заслуживают Маастрихские критерии, которые сегодня являются основным индикатором состояния экономик стран еврозоны.

Напомним, что согласно Маастрихтскому договору (Treaty on European Union) 1992 года, каждая страна, входящая в Евросоюз (ЕС), должна удовлетворять следующим основным экономическим параметрам: - уровень инфляции в стране не может превышать этот показатель для трёх самых стабильных стран ЕС более чем на 1,5%; - процентные ставки по банковским кредитам не могут превышать эти показатели для трёх самых стабильных стран ЕС более чем на 2%; - государственный долг не может превышать 60% ВВП; - дефицит госбюджета не может превышать 3% ВВП.

Как показал текущий долговой европейский кризис, не каждой стране ЕС удаётся удерживать эти финансово-экономические показатели в установленных договором рамках. Например, по итогам 2010 года, в норматив по госдолгу уложились менее половины стран ЕС [239]. Более наглядно структура долга в рамках требований Маастрихтского договора представлена на рисунке 8 [285].

Еще в 2010 году 14 государств-членов еврозоны сообщили о превышении долга к ВВП по сравнению с контрольным уровнем в 60%. В Греции был зафиксирован один из самых высоких коэффициентов задолженности - в 144,9%, далее следовала Италия с коэффициентом задолженности на уровне 118,4%.

С учетом сложившейся ситуации в еврозоне, возникает закономерный вопрос а насколько оптимальны данные критерии, гарантирующие, по мнению европейских чиновников макро- и микроэкономическую стабильность экономик. Безусловно, европейская модель экономики и финансового рынка в частности значительно отличается от российской модели, однако с позиции западных исследователей все экономические кризисы обусловлены недостаточностью или неэффективностью инструментов для их раннего устранения.

## Глобальные инвесторы: прогнозируемые воздействия на финансовый рынок и денежно-кредитную политику России

Как показали результаты предыдущего параграфа исследования, процессы включения России в глобальный финансовый рынок предполагает обострение конкуренции, прежде всего со стороны более развитых экономик. Постепенная либерализация национальных стандартов инвестиционного процесса с одновременным сближением экономик развивающихся стран имеет реальную перспективу создания вполне конкурентоспособного экономического блока, прежде всего состоящего из стран ЕврАзЕС, СНГ и неформального объединения стран БРИКС. Однако наряду с опережающим ростом экономических показателей данных стран с учетом текущих и прогнозных оценок, их также как и Россию объединяют общие социально-экономические проблемы, такие как низкий уровень доходов населения по отношению к размеру ВВП, достаточно низкий уровень развития человеческого потенциала, все еще высокий уровень коррупционной составляющей во всех сферах финансовой деятельности, отсутствие децентрализованной системы государственного управления финансовым рынком, неконкурентоспособность финансовых институтов (включая стоимость и сроки финансирования, развитие финансовой инфраструктуры, нормативно-законодательные вопросы) и т.д. Кроме того обращает на себя внимание очень низкий уровень развития фондового рынка и банковской системы в финансовой архитектуре стран бывшего постсоветского пространства за исключением Казахстана, что в целом не способствует институциональному развитию инвестиционного процесса между данными странами и Россией. Очевидно, что экономический альянс со странами БРИКС имеет большую жизнеспособность. Однако в условиях формирования в России международного финансового центра именно страны ЕврАзЕС могут оказаться наиболее надежными партнерами нашей страны, и этот вывод уже лежит не столько в плоскости формального соответствия объединенных на одной площадке участников финансового рынка, сколько в вопросах политической интеграции. Показательным является уже только тот факт, что именно на территории постсоветских государствах сегодня возможно проведение расчетов в российских рублях, тогда как со странами БРИКС только ведутся переговоры на уровне неформальных встреч. Кроме того, в процессы интеграции России в экономики стран ЕврАзЕС вполне закономерно вписывается соглашение о создании единого таможенного союза [317], в который на сегодняшний день входят только Казахстан, Россия и Белоруссия.

Однако как показывает позитивная международная практика процесс интеграции финансовых рынков в мировое пространство и последующие за ним инвестиционные потоки, предполагает в первую очередь, наличие достаточной финансовой глубины отечественной финансовой системы. При этом под финансовой глубиной мы понимаем, прежде всего, наличие в экономике широкой денежной массы, увеличение банковских пассивов, привлекаемых от частных и корпоративных инвесторов, а также более высокой капитализации фондового рынка. В соответствии с указанными нами прогнозными оценками МВФ, финансовая глубина экономики будет расти, прежде всего, за счет значительного притока иностранного капитала (преимущественно высоко спекулятивных портфельных инвестиций) и возобновления прямых инвестиций в размерах сопоставимых с 2007 годом. При этом механизм эмиссии рублей будет, как и в 2000-е гг., привязан исключительно к валютным поступлениям. Одновременно с этим частично сохранится механизм рефинансирования банков (кредитной эмиссией рублей под рост внутреннего оборота), воссозданный Банком России в период глобального экономического кризиса 2008-2009 гг.

Важно отметить, что рост капитализации рынка акций может быть увеличен за счет долговых ценных бумаг при одновременном наращивании операций с деривативами. Данные тенденции будут происходить на фоне краткосрочных потоков спекулятивного капитала нерезидентов и отчасти за счет роста монетизации экономики России, увеличения внутреннего спроса домохозяйств и институциональных инвесторов. Таким образом считаем, что Россия будет продолжать иметь относительно низкую монетизацию экономики (50% в 2009 году и не многим больше 55-60% в 2015 году), находясь в срединном положении среди стран развивающегося мира и в существенной мере отставая по этому параметру от индустриальных стран, прежде всего, стран БРИК. Экономики Китая, Индии и Бразилии имеющие более развитые финансовые рынки, даже и сегодня находятся в более привилегированном положении по сравнению с Россией, будучи в более полной мере насыщены денежными ресурсами. В результате Россия на фоне стран БРИК будет относительно проигрывать в отношении внутреннего финансового потенциала для экономического роста, прежде всего за счет более заниженной капитализации рынка акций и не насыщенности кредитами экономики, а также более высокой стоимости денег на внутреннем рынке.

Одна из черт интернационализации мировых финансов - развитие глобальных инвесторов, под которыми мы, прежде всего, понимаем институциональную архитектуру финансового рынка (включая инвестиционные и пенсионные фонды, хеджевые фонды и другие институты альтернативных инвестиций. Действующие одновременно на многих формирующихся рынках, превосходящие по ресурсам местные финансовые институты, глобальные инвесторы способны как внести значительный финансовый вклад в модернизацию переходных и развивающихся экономик, так и дестабилизировать ситуацию в них.

При этом, как мы уже неоднократно подчеркивали в исследовании, особенностью России высокая зависимость от иностранных портфельных инвестиций, которые на открытом рынке носят преимущественно краткосрочный и спекулятивный характер и как правило, концентрируются вокруг группы институциональных инвесторов, осуществляющих операции с высоким кредитным рычагом (т.е. высоким отношением заемных средств к собственному капиталу. В глобальных финансах еще в 1993 году активы мировых хедж-фондов составляли 53 млрд. долл. США, в 2003 - уже около 600 млрд. долл. США, а к 2009 в мире действовали почти 10 тысяч хедж-фондов с активами примерно 2 трлн. долл. США [258, С. 1-2].

Вместе с тем нужно отчетливо понимать, что, несмотря на все попытки России заявить о себе как о международном финансовом центре, ядро индустрии глобальных инвесторов находится в США, Великобритании, и только во вторую очередь, в других индустриальных странах, формируя так называемую олигополию глобального финансового пространства. Доминирование активов глобальных инвесторов создает потенциал прямого воздействия на динамику относительно небольших по мировым масштабам формирующихся рынков, включая и Россию, за счет использования с этой целью инструментов манипулирования рынком и спекулятивных атак. В этой многие зарубежные специалисты полагают, что глобальные инвесторы имеют возможности принимать на себя объемные короткие позиции в слабой валюте, используя рынки сделок спот, форвард и валютных опционов, а также быстрорастущие рынки структурированных финансовых продуктов [224]. Зарубежные исследования также подтверждают, что факты занятия глобальными фондами значительных коротких позиций по валюте, например, в преддверии валютного кризиса (Таиланд в 1997 г.) [229]. Как отмечается в других исследованиях, «время от времени финансовые институты с высоким кредитным рычагом могут занимать объемные и концентрированные позиции на финансовых рынках среднего размера. В этом случае они могут материально влиять на динамику рынка... Выражается озабоченность возможным эффектом на рыночную динамику агрессивных атак, использованных ... в 1998 г.» [277, С. 125-126].