Мельников Владимир Львович. Повышение эффективности формирования и механизмы использования инвестиций на этапе трансформации финансовых рынков в России : Дис. ... канд. экон. наук : 08.00.05, 08.00.10 Москва, 2006 157 с. РГБ ОД, 61:06-8/4471

**Содержание к диссертации**

Введение

ГЛАВА I. Теоретические аспекты развития финансовых рынков на этапе их трансформации в экономике современной России 11

1.1. Рынок капитала и структурные проблемы трансформации финансовых рынков 11

1.2. Рынки ценных бумаг в процессе становления российского фондового рынка 28

1.3. Перспективы наращивания акционерного капитала и инвестиционного потенциала 52

ГЛАВА II. Основные направления эффективности формирования инвестиций и механизмы их реализации в российской экономике 82

2.1. Выбор индикаторов и финансовых инструментариев качественного изменения динамики и структуры инвестиций 82

2.2. Денежно-кредитные механизмы долгосрочного притока инвестиций в экономику 97

2.3. Совершенствование институциональной базы привлечения отечественного и иностранного капитала 11^

ЗАКЛЮЧЕНИЕ 137

СПИСОК ИСПОЛЬЗОВАННОЙ ЛИТЕРАТУРЫ И ИСТОЧНИКОВ 147

**Введение к работе**

**Актуальность исследования. В**экономических исследованиях отмечается, что наиболее острыми проблемами, стоящими перед российской экономикой на данном этапе рыночной трансформации, являются активизация инвестиционной деятельности и развитие финансовых рынков, повышение эффективности инвестиций. Задача обеспечения инвестиционной активности воспроизводственного процесса является достаточно сложной из-за проявляющейся экономической и социальной нестабильности, а также неразвитых механизмов финансирования капиталопо-токов в реальном секторе экономики. Все еще высокая процентная ставка по кредитам и несовершенная налоговая система сдерживают эффективное становление инвестиционных компаний. Необходима государственная поддержка инвестиционной деятельности, в том числе предприятий высокотехнологичных отраслей и инновационной сферы производства.

В последнее время экономическая политика России характеризуется более системными мерами согласования целей трансформации макропропорций (расширение производства) и микропропорций (его ресурсно-техническое обеспечение). Вместе с тем, происходит медленное восстановление объемов инвестиций и проявляется невостребованность инновационного потенциала большинства предприятий и предпринимателей. На эти и другие негативные процессы накладывается сложная ситуация, как на финансовых рынках, так и в сфере долгосрочного привлечения инвестиционного капитала.

В этой связи объективно необходима научная разработка концепции повышения эффективности формирования и обоснования механизмов использования на этапе трансформации финансовых рынков России, реструктуризации инвестиционного процесса с учетом адекватных изменений комплексного решения социально-экономических проблем. Разработка эффективной воспроизводственной политики российской экономики свя-

зана с проблемами **ее**вхождения в мировой глобальный процесс, формированием благоприятной рыночной среды инвестирования. От этого во многом зависит эффективность воспроизводства, накопления и потребления, а также улучшение качества товаров и услуг. Это определяет актуальность исследования проблем наращивания и эффективности использования инвестиций, включая развитие финансовых рынков, их форм и методов как фактора оптимальной динамики инвестиций для перехода к качественному экономическому росту в России.

**Степень разработанности проблемы.**Проблеме инвестиционного процесса, предпринимательства и бизнеса, развития финансовых рынков по критериям социальности и инновационности экономической политики в последней четверти XX в. и в условиях формирования этапа постиндустриального воспроизводства в начале XXI столетия уделяется большое внимание как в экономической науке, так и в практике финансово-экономической, в том числе корпоративной деятельности. Фундаментальные исследования проблем "инновационного типа экономического роста", "человеческого капитала", "рыночной экономики с человеческим лицом" и других глубоко раскрыты в работах: А. Вагнера, Дж. Гэлбрейта, Дж. Кейнса, П. Самуэльсона, Р. Фостера, М. Фридмена, Й. Шумпетера и отечественных авторов: Л.И. Абалкина, А.И. Анчишкина, А.В. Бачурина, Б.К. Злобина, Н.Д. Кондратьева, В.И. Кушлина, Д.С. Львова, В.И. Маевского, В.В. Новожилова, В.К. Сенчагова, А.Т. Спицына, А.Н. Фоломьева, Ю.В. Яковца и других исследователей. Важные аспекты научного анализа стратегических проблем экономических трансформаций в России, обоснования долгосрочной воспроизводственной динамики взаимосвязаны с развитием реальной экономики на базе стратегических национальных приоритетов ее модернизации. Вопросы качественного экономического роста в условиях трансформации воспроизводственного процесса, инвестиционной сферы экономики, сбалансированности финансовой политики все

активнее разрабатываются при формировании эффективных рыночных форм и методов хозяйствования, их государственного регулирования.

**Целью диссертационной работы**является исследование проблем повышения эффективности формирования и механизмов использования инвестиций на этапе трансформации финансовых рынков в России, а также их регулирования. Возрастающее значение имеет обоснование направлений оптимальной динамики инвестиционных процессов при активном использовании научно-технологической, информационной и организационной базы воспроизводства в реальном секторе экономики России.

Поставленная цель вызвала необходимость исследования следующих задач:

раскрыть теоретические аспекты повышения эффективности формирования инвестиций и механизмов их использования в современной России на этапе трансформации финансовых рынков. Взаимодействие внутренних и внешних факторов обеспечивает рост инвестиционной активности на всех уровнях воспроизводства в целом, в том числе предприятий, фирм и корпораций;

на основе комплексного подхода обосновать структурные проблемы инвестиций, пути формирования оптимальных инвестиционных процессов, в том числе инновационного типа, раскрыть эффективные формы трансформации финансовых рынков и методы их регулирования для развития реального сектора российской экономики;

выявить совокупные факторы современного этапа формирования рынка капитала и структуризации рынка ценных бумаг, их экономического регулирования в процессе становления российского фондового рынка;

раскрыть взаимосвязь финансовых и кредитных механизмов в формировании инвестиционного потенциала и в активизации акционерной деятельности предприятий;

исследовать новые подходы использования информационных систем, особенно в инвестиционных, финансово-кредитных и других формах кругооборота капитала;

обосновать перспективы влияния денежно-кредитных механизмов на процесс долгосрочного притока капитала в российскую экономику;

определить меры по совершенствованию институциональной базы привлечения отечественных и иностранных инвестиций экономического роста.

**Объектом исследования**является процесс повышения эффективности формирования и использования инвестиций в России на этапе трансформации финансовых рынков и их экономического регулирования.

**Предметом исследования**выступают экономические и финансовые отношения, отражающие обеспечение, наращивание и оптимальную структуру инвестиций, механизмы эффективности их реализаций в российской экономике.

**Теоретическая и методологическая база исследования. В**ее основу положены теории воспроизводства и экономического роста, теория финансов, рынка капитала и фондового рынка, эволюционной трансформации экономики, ее государственного регулирования. В исследовании использованы классические труды многих ученых, методы анализа финансовых и инвестиционных рынков, статистические данные, отражающие реальные процессы в экономике, а также отчеты, программы научных институтов и организаций, в том числе конференций, включая международные.

**Научная новизна исследования**определяется тем, что на основе системного анализа и обобщения накопленного опыта в современной экономике России в диссертации раскрыта народохозяйственная проблема в части разработки методологии, методов и механизмов повышения эффек-

тивности капиталопотоков в России на этапе трансформации финансовых рынков, регулирования инвестиционного процесса в условиях влияния глобализационных тенденций мировой экономики.

К основным положениям новизны, полученным автором, относятся следующие.

По специальности 08.00.05 - экономика и управление народным хозяйством: управление инновациями и инвестиционной деятельностью.

1. Обоснована научная концепция, включающая систему мер по повышению эффективности формирования и использования инвестиций в реальном секторе экономики. Раскрыты этапы трансформации современных финансовых рынков как фактора повышения эффективности инвестиционных ресурсов на базе регулирования динамики капиталопотоков. Это способствует росту производства в российской экономике на основе рыночных механизмов хозяйствования. Они направлены на реализацию экономических функций с учетом платежеспособности субъектов рынка, использования новых инновационных технологий и информационного обеспечения воспроизводственного процесса в современных условиях экономики России.
2. На основе исследования взаимодействия внутренних и внешних факторов в инвестиционной деятельности предложен эффективный механизм повышения инвестиционной активизации хозяйствующих субъектов по критериям конкурентоспособности, инновационности и достижения устойчивого развития отечественной экономики. Раскрыты возможности финансовых и кредитных механизмов в формировании инвестирования производства как фактора наращивания инвестиционных ресурсов экономического роста, мобилизации ресурсов внебюджетных фондов и населения, собственных средств предприятий и сбережений населения. Такие механизмы необходимы для эффективного задействования в процессах

модернизации и реконструкции имеющегося производственного потенциала, вывода технологий на V и VI технологические уклады (ТУ).

По специальности 08.00.10 - финансы, денежное обращение и кредит.

1. Выявлено, что улучшение дивидендной политики ведущих корпоративных эмитентов и развитие макроэкономической ситуации в 2001-2005 гг. дали толчок интенсивному развитию инвестиционного рынка и позитивному изменению структуры фондового рынка в части увеличения доли корпоративных инструментов в общем объеме торгов, повышению эффективности капиталопотоков в реальный сектор экономики. Предложены меры по совершенствованию законодательной базы функционирования и развития инфраструктуры финансовых и фондовых рынков, обеспечению внедрения новых механизмов торговли финансовыми инструментами. Показано, что создание конкурентоспособных финансовых и инвестиционных рынков должно осуществляться путем улучшения структуры вторичного рынка акций, где превалируют ценные бумаги эмитентов энергетической, топливной и телекоммуникационной отраслей.
2. Раскрыто воздействие, которое оказывает Центральный банк России, через институциональную, денежно-кредитную и валютную полити-куна финансовые рынки. Эффективное использование различных инструментов денежно-кредитного и валютного регулирования влияет на динамику процентных ставок денежного рынка по кредитным и депозитным операциям, контролирует и регулирует изменение курса рубля в различных сегментах валютного рынка. Формирование позитивной конъюнктуры на рынке ценных бумаг воздействует на доходность по операциям с ними, повышает уровень регулирования денежным рынком. В связи с этим обоснованы рекомендации для полноценного развития рынка облигаций Банка России (ОБР) и предложены меры по качественным измене-

ниям, направленным на гибкое управление рынком однодневных межбанковских кредитов.

3. Обоснованы механизмы комплексного применения финансового портфеля акций для формирования инвестиций целевой направленности (производственный потенциал предприятий, интеллектуальные возможности, инновационный фактор развития и др.), что позволяет использовать более эффективно диверсификацию портфеля, его страхование от рисков, маневрируя сроками и доходностью на более широком поле использования капиталопотоков предприятий, фирм и корпораций.

Основные положения диссертации, выносимые на защиту:

обоснованные меры по повышению эффективности формирования и механизмов использования инвестиций на этапе трансформации финансовых рынков в российской экономике, призванные снижать дефицит и наращивать инвестиционные средства на предприятиях при уменьшении рисков, обеспечении гибкости и более доступного финансирования для кредитоспособных заемщиков;

рекомендации по качественным изменениям на фондовом рынке и рынке ценных бумаг на основе повышения конкурентоспособности национальной депозитарной системы, адаптации региональных участников рынка к изменяющейся экономической конъюнктуре, обеспечению доходности акций, росту объемов торгов и улучшению основных рыночных характеристик акций российских компаний;

предложения по совершенствованию динамики и структуры инвестиций и капиталопотоков, эффективности денежно-кредитных механизмов в условиях процесса рефинансирования коммерческих банков России, повышающегося спроса на ресурсы и спроса на кредит, их соответствия предложению инвестиционных ресурсов (и кредитов) экономического роста.

**Практическая значимость исследования**состоит в том, что обоснованные в диссертации научно-методологические положения и разработанные на их базе рекомендации апробированы в публикациях, включены в предложения по финансированию инвестиционных проектов, принятых к реализации в практике финансовых структур и коммерческих банков.

**Апробация результатов исследования.**Теоретические выводы нашли отражение в выступлениях на семинарах и научно-практических конференциях, организованных в Российской академии государственной службы при Президенте РФ, на международных конференциях и "круглых столах", использованы в практической деятельности коммерческих банков.

Диссертация состоит из введения, двух глав, заключения, списка используемой литературы и приложений.

## Рынок капитала и структурные проблемы трансформации финансовых рынков

Экономическая сущность и функции международного рынка капиталов состоят в трансформации и перераспределении ресурсов в условиях глобализации. В промышленно развитых странах мира и в государствах с формирующейся рыночной экономикой финансовые рынки имеют международные структуры. Нерезиденты имеют право покупать ценные бумаги на национальных рынках, а некоторые эмитированные в стране ценные бумаги могут быть объектом параллельных выпусков в иностранных финансовых центрах или предметом котировок на их вторичных рынках.

Новые электронные банковские технологии значительно увеличивают эти возможности в последнее время, предоставляя участникам рынка точную моментальную информацию о состоянии финансовых рынков любых стран, и позволяют обрабатывать данные очень быстро, соответствуя новым реалиям рыночной трансформации экономики. Проявляется тенденция интернационализации рынков развитых государств. Вместе с тем развитие мировой экономики в XXI веке определяется рядом новых тенденций, к которым относятся, прежде всего, информатизационная база, применение компьютеров и новых средств связи. Это привело к радикальным трансформационным изменениям в производстве и торговле, в финансовой сфере. Кроме того, переход развитых стран к рыночной экономике сопровождался эффективной приватизацией собственности, оптимальной либерализацией торговли и услуг, трансформации финансовых рынков.

В экономической литературе отмечается, что на международный финансовый рынок, в том числе на трансформацию рынка акций и облигаций, все большее значение оказывают глобализационные процессы . На иностранных биржах ежедневно котируются миллионы паев множества ведущих американских компаний. Инвесторы в США, включая взаимные фонды и прочие институты, все более активно снабжают акциями компании вне страны2. Доминирующие в настоящее время рынки будут и дальше интегрироваться в условиях глобализации. Так, цены "Дженерал Моторс" в Лондоне и Токио в большой степени станут определяться торговлей в Нью-Йорке. Однако эксперты предсказывают, что в ближайшее время цены "Хитачи" в Лондоне и Нью-Йорке будут продолжать определяться ожиданиями спроса и предложения в Токио.

За период с середины 90-х гг. на мировом рынке капиталов произошли некоторые структурные изменения, так как большинство развитых и некоторые развивающиеся страны реформировали свои рынки ценных бумаг. Более двух третьих ресурсов международного рынка капитала размещались в развивающихся странах, и главными получателями были Латинская Америка, Юго-Восточная Азия и страны-производители нефти. Сейчас основными получателями средств на международных рынках капиталов являются банки и финансовые компании стран Организации экономического сотрудничества и развития (ОЭСР), заемщиками - правительства и международные финансовые организации. Интернационализация хозяйственных связей, увеличение потребностей в капиталовложениях на новую технику способствуют оживлению рынка ценных бумаг.

## Рынки ценных бумаг в процессе становления российского фондового рынка

В дооктябрьской России рынок ценных бумаг отличался от подобного рынка промышленно развитых стран, что обуславливалось историческими причинами, хотя он и играл важную роль. В этот период в основном котировались акции торгово-промышленных компаний и облигации публично-правового характера (их эмитентами являлись государство, город, частные промышленные предприятия и другие организации). Они делились на именные и предъявительские бумаги; государственные финансовые инструменты выпускались в обеих формах.

Одно время государственная облигация не имела соперников на рынке капиталов. К началу XX века акция превратилась в надежную и выгодную ценную бумагу и получила широкое распространение. В 1906 г. вступили в силу правила о порядке выдачи именных бумаг по российским государственным займам и о способах возобновления утраченных именных бумаг, которым подчинялось большинство государственных займов. Для облигации был важен вопрос о сроках займа.

Согласно "кредитному уставу" русские государственные фонды эмитировали ценные бумаги трех видов: 1) краткосрочные (выпускались на срок от трех месяцев до одного года купюрами менее 500 рублей на общую сумму не более 50 млн руб., которая впоследствии увеличивалась несколько раз), 2) долгосрочные (в них была указана или дата погашения, или период времени, в течение которого заем должен быть погашен); 3) бессрочные (правительство принимало обязательство выплачивать ежегодно только договорной процент, таким образом, он приносил своему владельцу непрерывный доход, называемый рентой; поэтому бессрочные займы назывались также рентными; такие займы могли погашаться тиражами, если это было оговорено в условии займа)1.

Представляет интерес и вопрос о государственном долге России (внутреннем и внешнем), который был оформлен с помощью ценных бумаг. Исключительное значение среди выпускаемых правительством финансовых инструментов, котирующихся на русском и иностранном фондовых рынках, занимали облигации государственного долга. Его история началась с первого внешнего займа, полученного при Екатерине II в Голландии в 1769 г., значительная часть которого была впоследствии погашена. За ним последовал ряд займов и погашений. Нарицательный капитал этих займов составлял 93 млн руб. к 1.01.1913 г. В свою очередь, правительство Николая II обратилось с просьбой к правительству Франции о разрешении разместить облигации государственного займа России. Их покупали юридические и физические лица, но не правительственные или государственные французские учреждения. Курс этих ценных бумаг был установлен во франках по золотому паритету к рублям, фунту стерлингов и немецкой марке. Революционное правительство отказалось от долгов царской России, поэтому эти облигации все еще хранятся у потомков инвесторов, вложивших в них средства, которые могут потребовать их возвращения в долларах по цене золота (поскольку заем был золотой). За 70 с лишним лет с процентами получается около 150 млрд долл. Единичные инвестиции были проведены в Германии.

## Выбор индикаторов и финансовых инструментариев качественного изменения динамики и структуры инвестиций

Переход к рыночным методам хозяйствования немыслим без денежно-кредитного регулирования экономики. Однако теория денежно-кредитной политики и регулирования в России относится к числу наименее разработанных1. Между тем денежно-кредитная политика, как и структурная, инвестиционная и налоговая, является частью экономической политики любого общества, особенно в условиях его социально-экономической трансформации. На наш взгляд, под денежно-кредитной политикой следует понимать комплекс взаимосвязанных мер, предпринимаемых в денежно-кредитной сфере с целью регулирования воспроизводственного процесса и структурной динамики капиталопотоков. Денежно-кредитный механизм предопределяется экономической стратегией, в том числе структурно-инвестиционной и общехозяйственной ситуацией. Его функционирование ограничивается возможностями, обоснование пределов которых представляет собой сложную задачу экономической теории и практики.

В системе денежно-кредитной политики развитых стран денежно-кредитный механизм применяется наиболее активно, исторически являясь одной из первых форм регулирования экономики. Денежно-кредитная политика рассматривается как наиболее предпочтительная с различных позиций. С точки зрения теории исследование показало зависимость макроэкономических показателей от денежных переменных: изменение количества денег в обращении может затрагивать производство, обмен, потребление, общий спрос1.

Обоснование денежно-кредитной политики, определение ее стратегии и тактики требует, прежде всего, выяснения теоретических принципов и раскрытия ее внутренних механизмов, в том числе структурной динамики капиталопотоков. Как известно, в теории денежно-кредитной политики схематически различают две крупные школы - кейнсианскую и монетаристскую. Условия формирования этих концепций и их сущность обстоятельно раскрыты в экономических исследованиях2. Наш интерес к кейн-сианству и монетаризму ограничивается концептуальными принципами построения теоретических основ денежно-кредитной политики.

Большая часть известных в экономической науке США имен принадлежит к кейнсианцам, в частности П.Самуэльсон, Ф.Модильяни и Дж. Тобин. Их работы образуют фундамент официально признанного экономического учения. Основная цель их "общей теории" - показать, что любая макроэкономическая теория обязательно является денежной, отсюда чрезвычайная важность денежного феномена в макроэкономическом анализе. Вместе с тем, это учение содержало в себе ростки посткейнсианско-го денежного "нейтрализма". Другое концептуальное направление сформировалось в ответ на положение, отстаиваемое кейнсианцами. Сторонников его вначале называли "количественниками", а затем более определенно - "монетаристами", поскольку они делают упор на роль денег в объяснении колебаний экономической активности и инфляции. Идеологом этой теории является известный экономист М. Фридмен.