Джумов Александр Михайлович. Портфельные инвестиции в системе финансовых отношений развивающихся рынков (На примере интеграции России и Беларуси) : Дис. ... канд. экон. наук : 08.00.10 : СПб., 2004 183 c. РГБ ОД, 61:04-8/4828

**Содержание к диссертации**

Введение

ГЛАВА 1. ПОРТФЕЛЬНЫЕ ИНВЕСТИЦИИ НА РАЗВИВАЮЩИХСЯ РЫНКАХ 11

1.1. Состояние и проблемы портфельного инвестирования на зарубежных развивающихся рынках 11

1.2. Проблемы и тенденции развития российского рынка ценных бумаг как развивающегося рынка 28

1.3. Анализ теоретических и методических подходов к исследованию проблем портфельного инвестирования и интеграционных процессов на российском рынке ценных бумаг 41

ГЛАВА 2. ФИНАНСОВЫЕ ИНСТРУМЕНТЫ И МОДЕЛИ ПОРТФЕЛЬНОГО ИНВЕСТИРОВАНИЯ НА РАЗВИВАЮЩИХСЯ РЫНКАХ 60

2.1. Финансовые инструменты портфельных инвестиций в условиях развивающихся рынков: виды, сущность, особенности 60

2.2. Портфельное инвестирование: генезис и модели 79

ГЛАВА 3. РАЗРАБОТКА КОНЦЕПТУАЛЬНЫХ ОСНОВ УГЛУБЛЕНИЯ ИНТЕГРАЦИИ РЫНКОВ ЦЕННЫХ БУМАГ РОССИИ И БЕЛАРУСИ 91

3.1. Особенности и тенденции развития рынка ценных бумаг Беларуси 91

3.2. Направления интеграции рынков ценных бумаг России и Беларуси 114

3.3. Концепция создания единой инфраструктуры интегрируемых рынков ценных бумаг России и Беларуси 132

ЗАКЛЮЧЕНИЕ 159

СПИСОК ЛИТЕРАТУРЫ 170

**Введение к работе**

**Актуальность темы исследования.**Одной из центральных проблем, которые стоят перед Россией на современном этапе ее развития, является кардинальная структурная перестройка экономики. Вместе с тем, несмотря на положительную динамику основных макроэкономических показателей развития экономики России в период 1999-2003 гг., по-прежнему остается недостаточной инвестиционная составляющая финансовой политики государства.

Эффективным рыночным механизмом перераспределения инвестиционных ресурсов и активизации на этой основе инвестиционных процессов является рынок ценных бумаг, который переживает в России период подъема, опередив по основным показателям докризисный 1998 г. уровень.

Несмотря на положительную динамику (рост уровня капитализации, развитие сектора корпоративных облигаций, создание развитой инфраструктуры, повышение уровня и качества регулирования) российскому рынку, как развивающемуся рынку, свойственен ряд диспропорций и противоречий, которые необходимо учитывать на федеральном и региональных уровнях при формировании экономической политики на среднесрочную и долгосрочную перспективу. При этом перспективы развития российского рынка ценных бумаг необходимо рассматривать в контексте интеграционных процессов, происходящих не только в системе мировых рынков ценных бумаг и Европейского Экономического Союза, но и в финансово-экономических отношениях предприятий России и других стран-членов СНГ, опосредованных процессами портфельного и прямого инвестирования.

Вместе с тем, вопросы особенностей портфельных инвестиций в системе финансовых отношений российского рынка ценных бумаг как развивающегося рынка, путей и перспектив интеграции российского рынка

ценных бумаг и рынков СНГ и, в первую очередь, интеграции рынков ценных бумаг России и Беларуси, которая является крупнейшим потребителем российских иностранных инвестиций, практически не изучены, что определяет актуальность темы диссертационного исследования.

**Состояние изученности проблемы.**Вопросам портфельного инвестирования посвящен широкий круг работ зарубежных авторов, среди которых наиболее известны труды Шарпа У., Александера Г., БэЙли Дж., Тьюлза Р.Дж., Тьюлза Э.С., Бригхема Ю. и др. Вместе с тем, как показывает опыт, представляется невозможным автоматическое перенесение зарубежного опыта и хорошо разработанной зарубежной инвестиционной теории на почву национальных экономик.

Теория портфельного инвестирования на развивающихся рынках является достаточно новым направлением в финансовой науке. Особенностям развития российского рынка ценных бумаг и его отдельных сегментов посвящены работы Миркина Я.М., Никифоровой В. Д., Островской В.Ю., Торкановского B.C., Лялина СВ., Кессельмана Г.М., Иголкина А.А. и др. Современным тенденциям развития мировых фондовых рынков в целом и, в частности, развивающихся рынков посвящены труды Б.Б. Рубцова. Отдельные вопросы интеграции России и Беларуси освещены в работах Мясниковича М.В., Бурмистровой Е.А., Котовой В.А., Семенова А.Ю., Галова А.Ф., Шухно В.М., Тихоновых Р.Ю. и Ю.Р. Тем не менее, на наш взгляд, в сфере исследований проблем портфельного инвестирования преобладает юридический подход. Экономическое содержание финансовых инструментов портфельного инвестирования в условиях российского рынка ценных бумаг как развивающегося рынка изучены недостаточно. Следствием подобного подхода является отсутствие четкого видения перспектив и путей интеграции рынков ценных бумаг России и Беларуси.

Портфельные инвестиции в системе финансовых отношений развивающихся рынков, их роль в процессах экономической интеграции

России и Беларуси представляют собой актуальную проблему, требующую тщательного теоретического осмысления и выработки на этой основе приоритетных направлений становления интегрируемых фондовых рынков, основных целей, задач, принципов и этапов создания их оптимальной инфраструктуры. Отсутствие теоретических и практических разработок по данной проблеме предопределило выбор цели и задач диссертационной работы.

**Цель и задачи диссертационного исследования.**Целью диссертационного исследования является разработка концептуальных основ углубления интеграции рынков ценных бумаг России и Беларуси. Для реализации указанной цели были поставлены и решены следующие задачи:

проведен анализ состояния развивающихся рынков зарубежных стран в целях определения их количественных и качественных параметров, роли в осуществляемых трансформационных процессах; проведен анализ состояния и развития российского рынка ценных бумаг в период после 1998 г. в сравнении с основными показателями развивающихся рынков Бразилии, Турции, Венгрии, Чехии, Польши;

проанализированы теоретические и методические подходы к исследованию проблем развития российского рынка ценных бумаг как развивающегося рынка и путей интеграции российского рынка **с**другими развивающимися рынками;

уточнена сущность финансовых инструментов портфельного инвестирования **с**учетом особенностей развития российского рынка; определены особенности национальных моделей рынков ценных бумаг;

выявлены тенденции развития рынка ценных бумаг Беларуси и особенности интеграционных процессов рынков ценных бумаг России и Беларуси;

разработан концептуальный подход к созданию единой

инфраструктуры интегрируемых рынков ценных бумаг России и Беларуси.

**Предметом исследования**является система финансовых отношений, формирующихся на развивающихся рынках.

**Объектом исследования**являются портфельные инвестиции в аспекте интеграционных процессов на развивающихся рынках.

**Теоретическую и методологическую основу**диссертации составили труды зарубежных и отечественных специалистов по теории инвестиций, рынка ценных бумаг, переходной экономики. Для решения поставленных в работе задач применялись методы анализа и синтеза, индукции и дедукции, абстракции и обобщения, структурно-функциональный метод системных исследований, диалектический подход.

Информационную базу составили нормативно-правовые и инструктивные материалы по проблемам регулирования рынка ценных бумаг, аналитические материалы Министерства финансов Российской Федерации и Департаментов Министерства финансов Республики Беларусь, Министерства экономического развития и торговли Российской Федерации и Министерства экономики Республики Беларусь, Федеральной комиссии по рынку ценных бумаг Российской Федерации, Комитета по ценным бумагам при Совете Министров Республики Беларусь, Центрального банка Российской Федерации и Департаментов ценных бумаг Национального банка Республики Беларусь, ежегодные обзоры Международного Валютного Фонда и «International Capital Markets: Developments, Prospects, and Key Policy Issues», World Economic Outlook, ежегодные обзоры Международной Финансовой Корпорации «Emerging Stock Markets Factbook», материалы Представительства ООН в Республике Беларусь.

**Научная новизна**результатов исследования заключается в следующем:

уточнена совокупность финансовых инструментов портфельного инвестирования, характерных для фондового рынка России, включающая в себя: акции, облигации, векселя; систематизированы их генетические, сущностные и функциональные характеристики, что позволяет повысить

эффективность инвестиционного процесса на основе оптимизации состава финансовых инструментов портфельного инвестирования;

предложена трактовка понятия портфельных инвестиций как  
совокупности финансовых отношений, формируемой в процессах  
взаимодействия между потребителями капитала, финансовыми  
посредниками и инвесторами с целью предоставления инвесторам

возможностей трансформации сбережений в инвестиции на условиях критерия инвестиционной привлекательности - оптимального сочетания доходности и надежности вложений;

определена модель инвестиционного поведения населения России, формирующая структуру финансового сектора с опосредующей ее совокупностью финансовых отношений, что формирует методическую базу и позволяет разрабатывать методические положения по развитию портфельного инвестирования с целью активизации процесса вовлечения свободных финансовых ресурсов в инвестиционную сферу;

выявлены основные тенденции становления и функционирования рынков ценных бумаг России и Беларуси; определены перспективы формирования интегрируемых рынков ценных бумаг Беларуси и России на основе анализа складывающейся практики и целевых установок;

разработана концепция создания единой инфраструктуры интегрируемых рынков ценных бумаг России и Беларуси, включающая в себя определение цели, задач, приоритетов, принципов, структуры, этапов построения единой инфраструктуры интегрируемых рынков. Реализация концепции будет способствовать становлению системы финансовых отношений, обеспечивающей равенство условий для максимальной реализации потенциальных возможностей эмитентов и инвесторов на территории двух государств по осуществлению ими внутренних и внешних портфельных инвестиций в целях стимулирования экономического роста.

Научная значимость полученных результатов исследования состоит в том, что они дополняют недостающие звенья в научных представлениях о

формальном и сущностном аспектах портфельных инвестиций, основных тенденциях становления развивающихся рынков, являются основой для дальнейших теоретических разработок в области инвестиционной портфельной теории, приоритетов инвестирования, направленных на стимулирование фондовых рынков, являющихся источниками инвестиционных ресурсов в интегрируемых экономиках России и Беларуси.

**Практическая значимость результатов**диссертационного исследования заключается в том, что разработанные автором концептуальные подходы к формированию инфраструктуры интегрируемых рынков ценных бумаг Беларуси и России и их возможная реализация могут способствовать обеспечению равных условий для всех участников на территории обеих стран, позволяющих оптимизировать инвестиционные портфели домохозяйств, фирм и государственных организаций в целях удовлетворения их потребностей в получении дополнительных доходов и снижении уровня рисков.

**Апробация работы.**Наиболее важные теоретические и практические положения диссертации докладывались на международных научных, научно-практических и научно-методических конференциях, на научно-методологических семинарах в 1999-2003 тт.

Основные положения и результаты работы апробированы при разработке Программы реализации Концепции формирования расчетно-клиринговой системы и формирования интегрируемых рынков ценных бумаг Республики Беларусь и Российской Федерации, а также в рамках проекта по созданию совместного ежемесячного журнала «Экономическое обозрение Союзного государства Беларуси и России» - издания Постоянного Комитета Союзного государства.

**Структура диссертации.**Диссертация состоит из введения, трех глав, заключения, списка литературы, приложения.

Во *Введении*обоснована актуальность темы диссертационного исследования, определены цель и задачи исследования, его предмет и объект,

методологическая и информационная база, научная новизна и практическая значимость.

В первой главе диссертации - *«Портфельные инвестиции на развивающихся рынках" -*обобщены особенности и отличия процессов портфельного инвестирования на зарубежных развивающихся рынках; выявлены тенденции развития российского рынка ценных бумаг; проведен анализ теоретических и методических подходов к исследованию процессов портфельного инвестирования на развивающихся рынках и их интеграции.

Во второй главе — *"Финансовые инструменты и модели портфельного инвестирования на развивающихся рынках" -*систематизированы финансовые инструменты портфельных инвестиций в условиях развивающихся рынков, определена их сущность, выявлены особенности в условиях российского рынка ценных бумаг; проанализированы модели портфельного инвестирования и определены основные черты российской модели портфельного инвестирования,

В третьей главе — *«Разработка концепции интеграции рынков ценных бумаг России и Беларуси"*- проанализировано состояние и выявлены особенности развития рынка ценных бумаг Беларуси; исследованы процессы интеграции рынок ценных бумаг Беларуси и России, разработана концепция углубления интеграции фондовых рынков России и Беларуси.

В *Заключении*изложены основные результаты диссертационного исследования.

Публикации. Основные положения диссертации опубликованы в 9 научных работах.

## Состояние и проблемы портфельного инвестирования на зарубежных развивающихся рынках

Современный этап развития мировой финансовой системы свидетельствует о существенных изменениях, происходящих ней. Так, в 80-е годы 20-го века значительные макроэкономические изменения затронули страны Африки, Азии и Латинской Америки; в 90-е годы кардинальные социально-экономические изменения произошли в странах Восточной Европы и бывшего СССР. Приватизация, либерализация импорта, сокращение вмешательства государства в экономику, либерализация процентных ставок, сокращение бюджетного кредитования, формирование финансовых рынков привели к формированию нового финансового явления, определяемого как развивающиеся рынки (emerging markets).

При том, что в научной и практической терминологии понятие "развивающийся рынок" используется достаточно широко, тем не менее четкое определение этого понятия в специальной литературе отсутствует.

Так, согласно определению Международной финансовой корпорации (МФК) к группе "стран с развивающимися рынками" относятся страны с валовым национальным продуктом (ВНП) на душу населения менее 8626 долл. США (1993 г.), однако некоторые руководители крупнейших инвестиционных институтов, работающих на зарубежных рынках, склонны рассматривать рынки всех стран, не входящих в "Группу 15" или в члены ОЭСР, как развивающиеся рынки. В группу развивающихся рынков, по классификации МФК, входят практически все страны, которые ООН относит к группе развивающихся, за исключением Гонконга и Сингапура, имеющих развитые рынки; сюда же относятся и рынки стран с переходной экономикой Восточной Европы и бывшего СССР — всего 169 независимых государств и территорий. К группе стран с развивающимися рынками отнесены также Греция, Португалия и Южно-Африканская Республика, которые, по классификации ООН считаются развитыми государствами [39. С. 223]. Таким образом, понятия "развивающаяся страна" и "страна с развивающимся рынком" не идентичны.

Совокупность развивающихся рынков аккумулирует как рынки, имеющие более чем 100-летнюю историю (рынки стран Латинской Америки, Индии), так и совсем молодые, появившиеся лишь в 90-е п\ (страны Восточной Европы и бывшего СССР); рынки с капитализацией, превышающей капитализацию крупных европейских стран (Мексика, Бразилия, Корея, Малайзия, Тайвань, Таиланд), и совсем крохотные (Маврикий, Кипр).

## Финансовые инструменты портфельных инвестиций в условиях развивающихся рынков: виды, сущность, особенности

Изучение экономической литературы по проблематике портфельных инвестиций свидетельствует о наличии широкого спектра трактовок понятия «инвестиции». Такая ситуация вполне оправдана, поскольку данное понятие обладает множеством граней, преломление которых в различных разделах финансовой и экономической науки и областях практической деятельности позволяет выделить свои характерные особенности.

С макроэкономической точки зрения, инвестиции - это часть валового внутреннего продукта, не потребленная в текущем периоде, и обеспечивающая поддержание или рост капитала в экономике.

Инвестиции также рассматриваются как совокупность затрат, реализуемых в форме долгосрочных вложений капитала [62. Т. 1. С. 454].

Между категориями «капитал» и «инвестиции» существует неразрывная взаимосвязь. Различия состоят в том, что инвестиции выступают в качестве переменной потока, а капитал - переменной запаса, формируемой данным потоком.

Поскольку термин «инвестиции» в литературе достаточно четко определен и классифицирован, дадим лишь краткую характеристику основных видов с целью последующего выделения нашего предмета исследования.

Потребительские инвестиции (consumer investments) в строгом смысле не являются инвестициями вообще. Они означают покупку товаров длительного пользования (durable goods) или недвижимости (real estate), что по сути дела представляет собой сбережение денег, а не их инвестирование, так как под залог указанных вещей можно получить деньги или купить ценные бумаги.

Инвестиции в бизнес (экономические инвестиции — business investments) имеют главным своим мотивом извлечение прибыли и означают приобретение для этих целей производственных активов. Экономическое инвестирование предполагает любое вложение средств в реальные активы, связанное с производством товаров и услуг для извлечения прибыли при «нормальном» риске.

Финансовые инвестиции (инвестиции в ценные бумаги — financial investments) рассматриваются в широком и узком смысле. Так, в узком смысле - финансовые инвестиции — это вложения в средств в различные финансовые инструменты (активы): ценные бумаги акционерных обществ, государственные и муниципальные ценные бумаги, ипотечные ценные бумаги, производные ценные бумаги [63. С. 355]. В широком смысле финансовые инвестиции определяются как вложения в акции, облигации, выпущенные частными компаниями и государством, а также в объекты тезаврации и банковские депозиты [62. Т. 1. С. 454].

Портфельные инвестиции, в свою очередь, определяются как вложение средств юридического или физического лица в одну, несколько или множество видов ценных бумаг и других финансовых инструментов, образующих единую совокупность для данного лица - портфель ценных бумаг [63. С. 357-358]. Таким образом, понятие портфельных инвестиций аналогично понятию финансовых вложений в узком смысле. В целях проведения более глубокого анализа выделим финансовые инструменты, преобладающие в практике портфельного инвестирования в условиях российского рынка ценных бумаг как развивающегося рынка и определим их особенности. Наиболее распространенными среди них являются: акции, облигации и векселя.

Поскольку, как показал проведенный анализ, экономические свойства и характеристики портфельных инвестиций в условиях развивающихся рынков изучены недостаточно, поэтому представляется важным исследовать сущность ценных бумаг, проанализировать совокупность заложенных в них финансовых отношений и на этой основе дать формулировку портфельных инвестиций как экономического понятия.

## Особенности и тенденции развития рынка ценных бумаг Беларуси

При разработке проблем интеграции развивающегося рынка России нами была выбрана из республик СНГ Беларусь, поскольку именно с этой республикой разрабатываются концепция формирования единого экономического пространства, и одним из необходимых условий формирования единого экономического пространства является интеграция рынков ценных бумаг, в том числе той его части, которая опосредуется портфельными инвестициями.

Поскольку основным источником капитала является валовой внутренний продукт, частично перераспределяемый финансовым рынком, именно размеры ВВП детерминируют потенциально возможные объемы портфельных инвестиций, формирующих национальные фондовые рынки.

По данным статистической службы ООН, реальный ВВП после распада СССР в обеих странах стал снижаться: в Беларуси - по 1995 год включительно, в России - по 1997 год включительно. При этом среднегодовой темп спада ВВП в России в 1991 - 1995 годах был незначительно выше, чем в Беларуси - на 0,7%. Характерной особенностью анализируемого периода является преодоление кризисных явлений, порождаемых трансформационными процессами во вновь образованных суверенных государствах, что выразилось в росте ВВП.

Как показывает анализ, динамика макроэкономических индикаторов Республики Беларусь в период 1996-2001 гг. были противоречивы (табл. 3.1).

Представленные данные свидетельствуют о том, что в рассматриваемый период была достигнута положительная динамика ряда основных макроэкономических показателей, выразившихся в ежегодном приросте ВВП, увеличении объемов промышленного производства, стабилизации внутреннего потребительского рынка. После принятия мер, направленных на ликвидацию множественности валютных курсов и переход на усредненный курс рубля на всех сегментах валютного рынка, снижение эмиссионного кредитования строительства жилья и агропромышленного комплекса, был обеспечен выход большинства отраслей народного хозяйства на предкризисный уровень 1990 года.

Тем не менее, несмотря на положительные достижения последних лет, в развитии экономики имеют место негативные тенденции.

Жесткая денежно-кредитная политика, с одной стороны, ряд факторов, влияющих на формирование условий производства и реализации продукции (работ, услуг) при росте ВВП на 4% в 2001 г., с другой стороны, вызвали определенные трудности в функционировании промышленности. Число убыточных организаций увеличилось до 34,2% в 2001 г. при 18,8 % в 2000 г., значительно возросли объемы дебиторской и кредиторской задолженности. В расчетах организаций большой удельный вес продолжали занимать бартерные операции и взаимозачеты.