Подолянец Дмитрий Викторович. Управление финансовыми ресурсами инвестиционных компаний в современной России (На примере инвестиционных компаний Санкт-Петербурга) : Дис. ... канд. экон. наук : 08.00.10 : СПб., 2002 153 c. РГБ ОД, 61:03-8/2598-4

**Содержание к диссертации**

Введение

ГЛАВА 1. Методология управления финансовыми (инвестиционными) компаниями 9

1.1. Финансы негосударственных финансовых институтов, принципы формирования и управление капиталом 9

1.2. Анализ мирового опыта создания и функционирования негосударственных финансовых компаний 36

1.3. Оценка развития негосударственных финансовых институтов в России 45

Глава 2. Государство как контрагент НФИ 54

2.1. Роль государства и НФИ в повышении инвестиционного климата России 54

2.2. Анализ взаимодействия с государством как с эмитентом, гарантом и посредником в финансовых операциях 66

2.3. Контрольные функции государства на рынке ценных бумаг и в деятельности НФИ 77

Глава 3. Перспективы развития негосударственных финансовых институтов в России 93

3.1. Тенденции развития негосударственных финансовых институтов в современной России 93

3.2. Механизмы решения проблем развития негосударственных финансовых институтов в РФ ПО

ЗАКЛЮЧЕНИЕ 122

СПИСОК ЛИТЕРАТУРЫ: 126

ПРИЛОЖЕНИЯ 135

**Введение к работе**

Становление и развитие российского фондового рынка позволяет подвести некоторые итоги. Фондовый рынок, как составная часть финансового рынка РФ, занял свою нишу, в которой совершаются операции по перераспределению финансовых ресурсов страны.

Сегодняшнее состояние фондового рынка является стабильным с некоторым депрессивным уклоном. Несмотря на растущие объемы операций различных негосударственных финансовых институтов (НФИ), не решаются проблемы с развитием новых направлений их деятельности. В частности, это относится к деятельности, связанной с инвестированием в реальный сектор экономики, системы гарантирования пенсионного обеспечения, системы диверсификации финансовых вложений.

С точки зрения теории финансов и практической деятельности на финансовом рынке, негосударственные финансовые институты, призванные обслуживать денежные потоки и направления использования инвестиций, не справились со своей задачей. Основная часть инвестиционных и брокерских компаний занимались и занимаются лишь финансовым посредничеством в замкнутой системе обращения капиталов, которое приносит доходы только этим институтам - участникам данной системы, не создавая реальной инфраструктуры перетока капиталов в реальный сектор экономики.

Кризисы мировых финансовых рынков 1997-1998 и 2002 годов подтвердили неспособность отечественных инвестиционных компаний к быстрому развитию. Если на мировых финансовых рынках кризисы дают толчки к развитию новых направлений или диверсификации текущей деятельности, то в России кризис привел к уменьшению числа компаний -операторов рынка и стабилизации некоторых простейших операций и видов. Только банковские институты сумели укрепить свои позиции в Российской Федерации и интегрироваться в мировую систему финансовых рынков.

Остальные же отечественные НФИ в значительной мере утратили свои позиции даже на внутрироссийских рынках.

Негосударственные финансовые институты, являясь финансовыми посредниками, служат важным звеном рыночной экономики. Финансовое посредничество, в мировой практике способствует процессам накопления и перераспределения капитала в экономике, оптимизации расходов по финансовым сделкам, снижению рисков потерь и т.д.

В условиях роста реального сектора экономики России в современных условиях именно сейчас особенно остро встает вопрос развития НФИ как институтов финансового рынка и одного из средств аккумулирования и перераспределения ресурсов, необходимых для развития экономики страны. Современная банковская система в силу различных причин не может в полном объеме удовлетворить потребности реального сектора экономики и частных инвесторов из-за жестких законодательных ограничений. Небанковские же финансовые институты в основном лишены подобных ограничений, что может позволить им вести более результативную деятельность в целях развития реального сектора экономики.

Следует отметить, что по сравнению с зарубежными отечественные негосударственные финансовые институты молоды и находятся в не самых выгодных законодательных и экономических условиях. Это подтверждается отсутствием длительно развивавшейся бизнес-культуры, последствиями нескольких системных кризисов отечественного фондового рынка, мировых финансовых потрясений.

Среди зарубежных ученых-экономистов проблемам деятельности финансовых посредников уделяется большое внимание в трудах З.Боди, М.Делбрейли, В.Кестера, Дж.МакКоннелла, Р.Мертона, Г.Г.Ханка, М.Харриса, Дж.К. Ван Хорна и др.

Проблемы финансового регулирования деятельности субъектов финансового рынка в целом нашли отражение и в трудах российских ученых:

М.Ю.Алексеева, И.Т.Балабанова, Г.Н.Белоглазовой А.М.Бирмана, Э.А.Вознесенского, В.В.Геращенко, В.В.Ковалева, В.Е.Леонтьева, Я.М.Миркина, Е.В.Михайловой, Л.Н.Павловой, М.В.Романовского, Б.М.Сабанти, В.М.Усоскина и др.

Однако, проблемам деятельности негосударственных финансовых институтов небанковского сектора и их влиянию на современное состояние финансовой системы России в целом не уделено достаточного внимания. Недостаточно проработаны вопросы теоретического обоснования финансового посредничества в России и практики деятельности негосударственных финансовых институтов в целях совершенствования финансовой системы и подъема экономики страны.

В связи с вышеизложенным, исследование деятельности негосударственных финансовых институтов, а также вопросов регулирования этой деятельности и перспектив развития отечественных негосударственных финансовых институтов представляется важным и актуальным.

ЦЕЛИ И ЗАДАЧИ ИССЛЕДОВАНИЯ.

Целью диссертационной работы является разработка методологических основ, определяющих содержание и роль НФИ в структуре фондового рынка России, механизмов, форм и методов стимулирования активности финансовых посредников, функционирования негосударственных инвестиционных институтов в России на современном этапе.

Поставленная цель определила следующий круг задач:

-определение юридического и экономического статуса негосударственного инвестиционного института на российском финансовом рынке;

-уточнение содержания финансов НФИ и обоснование перспектив развития различных типов финансовых институтов на рынке ценных бумаг (фондовом рынке);

- выявление наиболее значимых факторов и исследование степени  
их влияния на деятельность НФИ на российском фондовом рынке;

-анализ и исследование форм и методов взаимодействия НФИ с

системой государственных финансов; -обоснование классификации НФИ и оценка перспектив их

развития на российском фондовом рынке;

- определение направлений развития системы НФИ на современном  
этапе их деятельности;

-систематизация особенностей современного состояния и развития российских НФИ и определение путей формирования их финансовой стратегии.

ПРЕДМЕТ ИССЛЕДОВАНИЯ.

Предметом исследования являются финансовые отношения и деятельность негосударственных финансовых институтов на финансовых рынках Российской Федерации на примере инвестиционных компаний г. Санкт-Петербурга, инвестиционных институтов других регионов, их взаимодействие с другими институтами финансового рынка.

ОБЪЕКТ ИССЛЕДОВАНИЯ.

Инвестиционные и брокерские компании, действующие на российском финансовом и, как составной части финансового, фондовом рынках в роли финансовых посредников (14 компаний в Санкт-Петербурге и Москве).

МЕТОДОЛОГИЯ ИССЛЕДОВАНИЯ.

В основе исследования лежит общая теория познания и диалектический метод познания, определяющие изучение экономических явлений в их развитии и взаимосвязи. Автором широко применялись системный подход, сравнительный анализ, обобщение и синтез, и т.д.

В основу теоретических и методологических разработок были положены теоретические и прикладные исследования российских и западных специалистов в области финансов, экономики, менеджмента и банковского дела.

НАУЧНАЯ НОВИЗНА.

В процессе исследования получены следующие наиболее существенные результаты, характеризующие новизну выполненного диссертационного исследования:

сформулированы принципы классификации групп НФИ, тенденции и перспективы их развития;

предложена и теоретически обоснована классификация финансовых посредников на российском финансовом рынке;

определены и охарактеризованы этапы первоначального и последующего накопления капитала отечественных НФИ;

в результате сравнительного анализа определена модель российского фондового рынка как общеевропейского (континентального), имеющего большое сходство с фондовым рынком Германии;

выявлено принципиальное сходство и особенности в деятельности и организации финансов зарубежных и отечественных НФИ;

обоснованы основные направления развития российских НФИ в существующих экономических условиях, предложены варианты и направления деятельности, для решения их текущих и стратегических проблем;

в ходе исследования определены формы внутреннего взаимодействия структуры НФИ в рамках саморегулируемых организаций, выявлены недостатки и предложены направления деятельности на финансовом рынке РФ, где создание таких организаций наиболее желательно;

на основе проведенного анализа выявлены и сформулированы проблемы управления капиталом НФИ, в том числе со стороны высшего менеджмента компаний, и предложены инструменты стратегического управления капиталом;

обоснованы и сформулированы наиболее типичные схемы текущей деятельности НФИ на финансовых рынках РФ;

систематизированы формы и выделена специфика взаимодействия отечественных НФИ с государством, выступающим в роли дебитора, кредитора, лицензирующего и контролирующего органа, эмитента, гаранта и посредника.

В диссертации содержатся также другие новые научные результаты более частного характера, отражающие личный вклад диссертанта в исследование проблемы.

ПРАКТИЧЕСКАЯ ЗНАЧИМОСТЬ ПОЛУЧЕННЫХ РЕЗУЛЬТАТОВ.

На основе полученных результатов сформулированы рекомендации по стимулированию перспективных направлений деятельности НФИ различных типов на финансовом и фондовом рынках РФ. Рекомендации могут являться базой для решения вопросов разработки стратегии деятельности НФИ в условиях существующих рисков деятельности на финансовом рынке.

В работе также определены недостатки действующего нормативно-правовой базы в области финансов, относящейся к деятельности НФИ, и даны рекомендации по приведению законодательных актов РФ в соответствие с требованиями и тенденциями развития финансовых рынков Российской Федерации.

## Финансы негосударственных финансовых институтов, принципы формирования и управление капиталом

Финансы негосударственных финансовых институтов являются неотъемлемой частью системы финансов государства в целом, а финансовые посредники (НФИ) - одним из важнейших секторов рыночной экономики. Финансы негосударственных финансовых институтов в целом относятся к финансам хозяйствующих субъектов. Финансы хозяйствующих субъектов -относительно самостоятельная сфера системы финансов государства, охватывающая широкий круг денежных отношений, связанных с формированием и использованием капитала, доходов, денежных фондов в процессе кругооборота их средств и выраженных в виде различных денежных потоков. В общем виде деятельность НФИ относится к деятельности по обслуживанию оборота денежных потоков участников финансового рынка и трансформации прямых денежных требований в косвенные .

Таким образом, Негосударственный Финансовый Институт (НФИ) - это специализированная организация, призванная служить посредником в перераспределении финансовых ресурсов государства и хозяйствующих субъектов в процессе их финансово-хозяйственной деятельности с целью поддержания денежного оборота предприятий и организаций, оптимального использования их финансовых ресурсов.

Оборот денежных средств служит для сохранения и увеличения капитала. В случае с негосударственными финансовыми институтами всеобщая формула капитала "Д - Т - ДГ (Деньги - Товар - Деньги с прибылью) модифицируется в формулу "Д - УО - ДГ (Деньги - Услуги по обороту денег - Деньги с прибылью). В данном случае услуги по обороту денег являются определенного рода товаром , который определен как:

Любой товар производственно-экономической деятельности в материально-вещественной форме;

Объект купли-продажи, рыночных отношений между продавцами и покупателями.

С нашей точки зрения, услуги по обороту денег входят в понятие «товар» в дефиниции «б».

Как уже было отмечено выше, оборот капитала служит для его (капитала) сохранения и увеличения. Однако оборот капитала в случае функционирования деятельности негосударственных финансовых институтов является также скрытой формой кредитования НФИ со стороны клиента, причем сам клиент об этом может не догадываться. Данное утверждение базируется на том, что обычно НФИ договариваются с клиентом о конкретном результате операции, но не о способах достижения этого результата. К тому же сам предмет сделки обычно уже имеется в наличии либо легко и быстро доступен, а денежные средства клиента берутся на определенный срок и определяется объем этих средств или товара при возврате в конце срока использования средств. Таким образом, налицо признаки кредитования -начальная сумма средств, срок использования этих средств, сумма средств (или стоимость инструмента) с премией для клиента при возврате ему денежных средств. НФИ самостоятельно определяет, каким образом будут использованы средства клиента в этот период. Многие НФИ используют в настоящее время данную схему для пополнения собственных оборотных средств, что ранее приводило к тому, что в определенный момент клиенту не могли быть возвращены его же денежные средства либо ценные бумаги (пусть даже и обесценившиеся).

## Роль государства и НФИ в повышении инвестиционного климата России

Негосударственные финансовые институты при работе на фондовом и финансовом рынке РФ, тесно взаимодействуют с различными секторами этих рынков. Одним из таких секторов является государственный сектор. Государство является регулирующим и контролирующим органом, а также активным оператором финансового и фондового рынков РФ.

Государство-дебитор во взаимоотношениях с НФИ представлено на фондовом и финансовом рынках как эмитент и гарант выпусков государственных ценных бумаг. Государственные ценные бумаги делятся на государственные облигации (ГКО, ОФЗ, ОБР), муниципальные облигации (МКО) и различные деривативы, основным из которых являлись казначейские налоговые освобождения (КНО).

Необходимо отметить, что функции НФИ в обслуживании государственного долга достаточно весомы. НФИ являются андеррайтерами и трейдерами государственных облигаций. Коммерческие банки являются основными игроками на этом рынке (до 95 % оборотов по торгам с ГКО и до 75 % оборотов по торгам муниципальными облигациями). Тем не менее, доля инвестиционных компаний и брокерских фирм на этом рынке тоже велика. Более того, именно инвестиционные компании взяли на себя основную часть работы по подготовке к выпуску и обслуживанию выпусков муниципальных облигаций, выступая в качестве Генеральных агентов субфедеральных займов.

В Приложении № 7 указаны статистические данные по объемам выпущенных ГКО и ОФЗ, объем рынка региональных долговых обязательств сопоставим с объемами ГКО-ОФЗ. Если учитывать среднее участие небанковских НФИ в торгах в объеме 10% от общего объема торгов, то в абсолютных цифрах (только по объемам размещения долговых обязательств государства) небанковские НФИ обслуживали и обслуживают порядка 250 млрд. деноминированных рублей государственного долга.

В настоящее время мелкие операторы рынка государственных долговых обязательств практически повсеместно уступили место крупным операторам, причем аффилированным с банковскими структурами. В приложении № 8 приводится подтверждение этому.

В Санкт-Петербурге существуют несколько инвестиционных компаний, которые берут на себя обязательства Генерального агента займа. Например, "АВК" обслуживает облигационный заем Администрации Санкт-Петербурга (МКО) с февраля 1995 года, а также облигационный заем Администрации Омской области с 19 февраля 1998 года. "Сбербанк-Капитал" обслуживает купонные облигации Администрации Санкт-Петербурга с 1997 года и облигационный заем Администрации Якутии (Саха) с 12 февраля 1998 года.

Обслуживание государственного долга позволяет Генеральным агентам достаточно быстро увеличивать свой собственный капитал, так как при огромных объемах заимствования (сотни миллионов деноминированных рублей) даже небольшие комиссионные (0,01-0,1 %% от номинального объема эмиссии) составляют суммы от нескольких десятков до нескольких сотен тысяч рублей. Эти комиссионные Генеральный агент получает в момент размещения очередного транша облигаций и использует в дальнейшем (как правило) на этом же рынке.

В случае с обслуживанием МКО Генеральный агент получил возможность совершать арбитражные сделки. Торги до середины 1997 года проходили на 3 торговых площадках, трейдеры не владели оперативной информацией о ценах на разных площадках. Разница между лучшей ценой на покупку на одной бирже и лучшей ценой на продажу на другой часто составляла 0,5-1,0 %. Генеральный агент - единственный, кто владел информацией по всем трем площадкам. Простой арбитраж между площадками позволял зарабатывать за одну торговую сессию до 15 миллионов

## Тенденции развития негосударственных финансовых институтов в современной России

В настоящее время НФИ активно интегрируются в различные объединения, как формально, так и юридически. Это позволяет им развиваться даже в непростых условиях современной российской экономики и вялотекущего кризиса фондового рынка (уже в течение нескольких месяцев суммарная капитализация российских акций медленно и неуклонно падает). Некоторые инвестиционные компании объединяют свои капиталы, другие создают дочерние или зависимые структуры, третьи входят в финансово-промышленые группы и холдинги. Наиболее ярким примером таких действий может служить БФ "Ленстройматериапы". Она вошла в альянс с ПСБ СПб и вместе с ним создала компанию "Ленстройинвест-менеджмент", которой были переданы все принадлежащие ранее этим компаниям пакеты ценных бумаг. Несмотря на создание финансово-промышленных групп, перспективы развития НФИ в настоящее время весьма туманны. Разразившийся в 1997-1998 годах кризис на мировых финансовых рынках поставил под сомнение саму возможность функционирования отечественных НФИ в их прежнем состоянии. Для того, чтобы в дальнейшем выжить и развиваться, НФИ необходимо обратиться к мировому опыту работы таких институтов.

Десять лет, в течение которых развивался российский фондовый рынок, ознаменовались периодами зарождения, бурного роста, стабильной работы и некоторого упадка отечественного фондового рынка. Расцвет рынка пришелся на период приватизации и галопирующей инфляции. За это время страна пережила несколько глобальных кризисов в финансовой сфере, процессы организации и краха первичных рынков банковских услуг, страхования, биржевых рынков. После августа 1998 года страна находится в состоянии вялотекущего финансового кризиса, когда можно сказать, что финансовые рынки России стабилизировались, однако стабилизация эта неустойчивая, сильно зависящая от политических процессов.

Надо отметить, что за эти годы, в течение которых в стране сформировались рыночные отношения, на финансовом рынке России остались работать в основном профессиональные компании с сильными связями как в политической, так и в экономической сферах. В принципе, такая ситуация нормальна в любой стране с рыночной экономикой, однако в России это приняло гипертрофированные размеры. С точки зрения автора, процесс сильной политизированности экономики (и финансов как составной части экономики) в России вполне естественен, так как страна пока еще не достигла политической стабильности, законодательно не решены как следует вопросы собственности, происходит постоянное перераспределение бизнеса в интересах людей, приближенных к властным структурам, во власть активно приходят бизнесмены, успевшие заработать большой капитал, следовательно, стабильно работать в такой обстановке могут только компании, успевшие наработать большой как финансовый, так и политический капитал, имеющие поддержку средств массовой информации. Тем более следует учитывать, что страны с развитой рыночной экономикой пришли к нынешнему состоянию финансовых рынков в течение нескольких веков, а Россия пытается перестроить экономику в течение всего лишь одного десятилетия. За такое время практически невозможно выстроить идеальные рыночные отношения, да еще и "с человеческим лицом".

В период приватизации предприятий операторы фондового рынка сыграли в процессе первичного перераспределения собственности огромную роль. При участии бирж, инвестиционных и брокерских компаний были консолидированы пакеты акций многих предприятий, причем не только производственной сферы. Деятельность НФИ в этот период была для них достаточно комфортной, т.к. практически отсутствовало законодательство по вопросам фондового рынка, не было каких-либо нормативных требований к НФИ, практически отсутствовала бизнес-культура со стороны заказчиков, а значит - НФИ занимались бизнесом при полной правовой и финансовой свободе. В дальнейшем, по мере развития рынка услуг НФИ, назрела необходимость законодательного регулирования деятельности на фондовом рынке, была создана Федеральная комиссия по ценным бумагам, деятельность операторов рынка лицензировалась, определились требования к уставному капиталу НФИ. К 1997 году можно уже было говорить о фондовом рынке и НФИ на нем как о сложившейся структуре, поддерживаемой государственными правовыми актами. Однако к этому же моменту окончился первичный передел собственности в России, сформировался рынок ценных бумаг, крупные пакеты корпоративных ценных бумаг нашли своих владельцев. В связи с этим рынок стал более цивилизованным, но менее доходным. Норма прибыли по операциям с ценными бумагами стала определяться единицами процентов, а не десятками и не сотнями процентов, как это было ранее. За период 1994-1997 годов произошло резкое уменьшение количества операторов на финансовом и фондовом рынках, оставшиеся компании стали более профессиональными. В этот же период произошло сокращение количества инструментов, на которых НФИ могли бы зарабатывать деньги. В связи с вышеизложенным наметилась дифференциация деятельности НФИ.