Яковлев Олег Алексеевич. Региональный фондовый рынок: оценка и пути повышения инвестиционной привлекательности : Дис. ... канд. экон. наук : 08.00.10 : Саратов, 2000 163 c. РГБ ОД, 61:00-8/1739-8

**Содержание к диссертации**

Введение

Глава 1. Теоретические основы формирования и функционирования инвестиционного процесса 11

1.1. Сущность инвестиционного процесса 11

1.2. Источники инвестиций 23

1.3. Механизм инвестиционного процесса и система управления инвестициями 39

Глава 2. Фондовый рынок в системе инвестиционного процесса 55

2.1. Специфика инвестиционной деятельности на фондовом рынке 55

2.2. Ценные бумаги как инвестиционный товар 73

2.3. Методы оценки фондового рынка. 87

Глава 3. Оценка регионального фондового рынка Саратовской области 105

3.1. Этапы развития фондового рынка Саратовской области 105

3.2. Оценка инвестиционной привлекательности фондового рынка Саратовской области 109

3.3. Направления повышения инвестиционной привлекательности фондового рынка Саратовской области 122

Заключение 128

Список использованных источников 134

Приложения 147

**Введение к работе**

Актуальность темы исследования. Современное состояние российской экономики доказывает, что ее рост и эффективное функционирование напрямую зависят от того, при помощи каких рыночных инструментов и каким образом могут быть мобилизованы и перераспределены инвестиционные ресурсы для финансирования возрастающих потребностей государства, компаний и физических лиц. Роль механизма, с помощью которого происходит такое перераспределение, выполняет, в частности, фондовый рынок.

Характерной чертой отечественной экономики после кризисов 1995 и 1998 годов явился рост промышленного производства и увеличение объема внутреннего валового продукта. Современный рост российской экономики был стимулирован девальвацией рубля, вследствие которой произошло массовое импорто-замещение иностранной продукции. На улучшении экономической конъюнктуры также сказались результаты длительного периода адаптации российских предприятий к новым рыночным условиям и появление объективных предпосылок для оживления реального сектора экономики. Однако эти позитивные процессы в экономике невозможно закрепить без активизации инвестиционного процесса. Длительное сокращение объемов промышленного производства с начала 90-х годов привело к такому снижению капитальной базы отечественных предприятий, которое по оценкам многих специалистов граничит с катастрофическим.

Вместе с тем, современный российский фондовый рынок в силу ряда объективных и субъективных причин характеризуется в первую очередь как неустойчивый и спекулятивный, напрямую зависящий от перераспределения иностранного капитала и имеющий слабую связь с реальным сектором экономики.

Существование серьезной проблемы отрыва отечественного фондового рынка от процесса удовлетворения инвестиционных потребностей хозяйства при одновременном их возрастании делает особо актуальным вопрос оценки российского фондового рынка в аспекте выполнения им своих инвестиционных функций в масштабах национальной экономики и региона.

Степень разработанности проблемы. Различные аспекты изучения системы инвестиционного процесса в целом и оценки фондового рынка в рамках этой системы, в частности, в большей или меньшей степени затрагивались на протяжении всего периода развития экономической теории.

Микроэкономические аспекты инвестиционного процесса достаточно подробно изучены в работах видных зарубежных ученых-экономистов: А.Смита, К.Менгера, О.Бём-Баверка, Ф.Визера, А.Маршалла, Л.Вальраса. Основы макроэкономического подхода к рассмотрению инвестиционного процесса были заложены в трудах Д.М.Кейнса.

Современные принципы инвестиционной теории, основанной на новом теоретическом подходе к оценке капитальных активов и роли фондового рынка в инвестиционном процессе, раскрыты в работах В.Вильямса и И.Фишера. Разработке модели формирования оптимального инвестиционного портфеля, включающего в себя различные виды ценных бумаг, посвящены исследования Г.Марковица и У.Шарпа. Этими авторами была предложена теоретико-вероятностная формулировка понятий доходности и риска. Среди современных зарубежных экономистов, разрабатывающих вопросы оценки фондового рынка в непосредственной связи с инвестиционным процессом, можно отметить таких как Л.Дж.Гитман, М.Д.Джонк, Г.Бирман, С.Шмидт, Э.Дж.Долан, Д.Линдсей, М.Мобиус, Р.Дорнбуш, Р.Шмалензи, К.Р.Макконнелл, С.Л.Брю.

В России с началом проведения в стране рыночных преобразований увеличилось количество научных работ, посвященных этой тематике. Отдельные аспекты проблемы формирования источников и направления инвестиционных потоков изучены в работах Поляка Г.Б., Уткина Э.А., Семенковой Е.В., Солдаткина В.И. Некоторые вопросы структуры, динамики фондового рынка и его функционирования в инвестиционном процессе получили освещение в работах Крутика А.Б., Пименовой А.Л., Мамедова О.Ю., Балабанова И.Т., Галанова В.А., Басова А.И. Рассмотрению различных подходов к оценке инвестиционных свойств ценных бумаг уделено внимание в трудах Миркина Я.М., Миловидова В.Д., Алексеева М.Ю.

В то же время, рассматривая рекомендации ученых по оценке фондового рынка в системе инвестиционного процесса, можно сделать вывод о том, что часто они затрагивают лишь отдельные стороны этой проблемы. Так, например, недостаточно полно изучены вопросы места фондового рынка в системе инвестиционного процесса, определения свойств и внутрисистемных закономерностей последнего, не в полной мере изучены аспекты оценки фондового рынка в непосредственной связи с системой инвестиционного процесса, нуждаются в адаптации приемы и методы оценки фондового рынка на региональном уровне.

Актуальность и недостаточная разработанность проблемы оценки регионального фондового рынка в аспекте выявления его места и роли в системе инвестиционного процесса определили выбор темы, цели и задачи диссертационного исследования.

Целью диссертационной работы явилась разработка вопросов теории и практики функционирования и оценки фондового рынка в системе инвестиционного процесса, выработка на этой основе научно-обоснованных методических положений и рекомендаций по повышению инвестиционной привлекательности регионального фондового рынка.

Задачи исследования. В соответствии с указанной целью были определены следующие задачи, определившие логику диссертационного исследования и его структуру:

• изучить теоретические основы инвестиционного процесса, его источники и определить место фондового рынка в системе инвестиционного процесса и их взаимосвязь;

• выявить совокупность факторов, формирующих взаимоотношения субъектов фондового рынка в процессе их инвестиционной деятельности и изучить особенности организации этих отношений;

• исследовать содержание фондового рынка, его инструменты, организацию и специфику инвестиционной деятельности;

• проанализировать ценные бумаги в качестве объекта операций на фондовом рынке и формы существования инвестиционного товара;

• изучить методы оценки фондового рынка и разработать методику их применения на региональном уровне при определении степени выполнения фондовым рынком своих инвестиционных функций;

• дать практическую оценку одного из региональных фондовых рынков с целью разработки рекомендаций по повышению привлекательности осуществляемых на этом рынке инвестиций.

Предметом исследования явились экономические отношения в системе инвестиционного процесса и особенности их реализации на региональном фондовом рынке.

Объектом исследования стал российский фондовый рынок в целом и региональный фондовый рынок Саратовской области, в частности.

Методологической основой исследования послужили положения диалектической логики и системного подхода, согласно которым инвестиционный процесс исследуется в качестве комплекса взаимосвязанных блоков, взаимодействующих внутри динамичной системы.

В работе использовались такие общенаучные методы и приемы, как научная абстракция, моделирование, анализ и синтез, метод исследования от общего к частному, методы группировки и сравнения, количественного и качественного анализа.

В процессе выполнения работы были использованы экономико-статистические методы сбора и обработки информации, специфические приемы оценки фондового рынка - методы фундаментального и технического анализа.

Теоретическую базу исследования составили фундаментальные исследования, выводы и положения, содержащиеся в трудах ведущих отечественных и зарубежных авторов по проблемам фондового рынка и инвестиционного процесса. В диссертации использованы материалы монографий, учебников, периодических изданий по теме исследования.

Информационную базу исследования составили законодательные и нормативные акты Российской Федерации по фондовому рынку и инвестиционной деятельности, инструктивные материалы Федеральной комиссии по рынку ценных бумаг Российской Федерации и Национальной ассоциации участников фон

дового рынка, материалы научных и научно-практических конференций, сборники научных трудов, статистические данные по финансово-хозяйственной деятельности региональных предприятий. Исследование и оценка регионального фондового рынка стало результатом изучения практики аналитической работы инвестиционных компаний, банков и Саратовской фондовой биржи.

Научная новизна исследования. Научная новизна диссертационного исследования заключается в том, что в данной работе на основе изучения места и роли фондового рынка в инвестиционном процессе, разработки теоретико-методологических и практических аспектов данной проблемы впервые на комплексной основе обоснованы и применены на практике приемы и методы проведения оценки регионального фондового рынка (на примере Саратовской области), предложены соответствующие рекомендации по активизации инвестиционной составляющей фондового рынка на уровне региона.

Результатом проведенного в данном направлении исследования стали следующие научные положения и выводы:

• уточнено используемое в научной теории определение инвестиционного процесса включением в характеристику целей осуществления инвестиций целей управления другими капиталами;

• введено новое научное понятие - система инвестиционного процесса, в которую включены управляющий блок (подсистема субъектов инвестирования) и управляемый блок (подсистема объектов инвестирования) и определены свойства этой системы: сложная двухуровневая структура, динамичный характер и открытость этой системы, взаимодействующей с другими экономическими системами;

• систематизированы закономерности инвестиционного процесса (присутствие риска, принцип распределения активов, принцип предельной эффективности, закон мультипликации, зависимость от фазы экономического цикла, зависимость от ставки процента и ожидаемой прибыли), что позволило определить место и основную роль фондового рынка в системе инвестиционного процесса;

• обоснована возможность рассмотрения ценных бумаг в качестве особого инвестиционного товара, который, выступая на фондовом рынке объектом купли-продажи, одновременно служит формой осуществления инвестиций; изучены особые свойства ценных бумаг как инвестиционного товара и дана соответствующая классификация видов ценных бумаг;

• разработан новый показатель сводного индекса регионального фондового рынка (ИСО), служащий для оценки инвестиционных ресурсов региона; в целях характеристики инвестиционных операций субъектов регионального фондового рынка предложено наряду с показателем внутренней нормы доходности инвестиций применять показатель рентабельности инвестиций;

• дана оценка фондового рынка Саратовской области и предложена система мер по активизации инвестиционных процессов в регионе (разработка региональной программы развития фондового рынка, выработка долгосрочной политики развития Саратова как регионального фондового центра, содействие предприятиям-эмитентам в проведении дополнительных эмиссий ценных бумаг и их выходу на общероссийский фондовый рынок, создание областного центра сбора и раскрытия информации об эмитентах, создание единой инвестиционно-заемной системы области).

Теоретическая и практическая значимость работы. Выполненное диссертационное исследование содержит решение задачи совершенствования методик оценки фондового рынка в системе инвестиционного процесса. Основные идеи диссертации, ее выводы и рекомендации формулируются с учетом возможностей их практической реализации на основе анализа, как теории, так и практики осуществления оценки фондового рынка.

Выдвигаемые в диссертации теоретические положения о сущности и структуре инвестиционного процесса, способах и методах оценки фондового рынка в системе инвестиционного процесса могут использоваться научными и практическими работниками при изучении и оценке фондового рынка России в целом и региональных фондовых рынков, в частности, а также при подготовке специалистов для финансово-кредитной сферы.

Практическая значимость проведенного исследования заключается в разработке основных методических положений оценки фондового рынка, которые могут использоваться как в текущей деятельности участников инвестиционного процесса, так и при планировании инвестиций на будущие периоды.

Реализация рекомендаций, содержащихся в диссертации по принятию инвестиционных решений на фондовом рынке, может использоваться в качестве основы для проведения оценки регионального фондового рынка и его элементов аналитическими службами коммерческих банков, инвестиционных компаний и фондов, а также региональными и федеральными органами власти, принимающими решения по выработке инвестиционной политики.

Апробация работы заключается в том, что отдельные предлагаемые автором практические рекомендации по оптимизации методов оценки фондового рынка использованы в деятельности Центра фондовых операций "Трейдер" (г.Саратов), инвестиционной компании "Фондовый Союз" (г.Пенза), инвестиционной компании "Крит" (г.Балаково), Страховой компании "Дисконт" (г.Саратов).

Наиболее существенные положения и результаты исследования нашли свое отражение в двенадцати публикациях автора общим объемом 2,89 печатных листа, докладывались и получили одобрение на научно-практических конференциях и семинарах различных уровней, проходивших в 1996-2000 годах в Саратове и Пензе.

Структура и содержание работы. Диссертация состоит из введения, трех глав, заключения, списка использованной литературы и приложений. Общий объем работы 146 страниц компьютерного текста, в котором 10 таблиц, 19 рисунков, 10 приложений. В списке использованных источников 165 наименований.

Во введении обоснована актуальность проблемы, поставлены цель и задачи, подлежащие решению, определены предмет, объект и методология исследования, показана научная новизна и практическая значимость работы.

В первой главе - «Теоретические основы формирования и функционирования инвестиционного процесса» определены сущность и значение инвестицион

ного процесса в экономике, субъекты инвестиционного процесса и их взаимоотношения, источники инвестиций, система инвестиционного процесса, ее свойства и закономерности.

Во второй главе - «Фондовый рынок в системе инвестиционного процесса» проведены исследования по формированию и функционированию фондового рынка России, ценные бумаги рассмотрены с точки зрения инвестиционного товара, определены основные принципы и методические положения оценки фондового рынка, в общем, и регионального фондового рынка, в частности.

В третьей главе - «Оценка регионального фондового рынка Саратовской области» рассмотрены основные этапы становления фондового рынка Саратовской области, проведена оценка его инвестиционной привлекательности и предложена система мер по активизации инвестиционного процесса в регионе.

В заключении представлены основные выводы и предложения, сформулированные по результатам проведенного исследования.

## Сущность инвестиционного процесса

В действующем законодательстве Российской Федерации [12, 13, 14, 15] принято различать следующие экономические понятия, связанные с инвестициями в различные активы, обращающиеся на рынках:

Инвестиции - денежные средства, ценные бумаги, иное имущество, в том числе имущественные права, иные права, имеющие денежную оценку, вкладываемые в объекты предпринимательской и (или) иной деятельности в целях получения прибыли и (или) достижения иного полезного эффекта.

Инвестиционная деятельность - вложение инвестиций и осуществление практических действий в целях получения прибыли и (или) достижения иного полезного эффекта.

Инвестиционная среда - совокупность условий приобретения и продажи различного типа ценных бумаг, обращающихся на рынке.

Инвестиционный процесс - процесс помещения денег в те или иные финансовые инструменты с расчетом на увеличение их стоимости и (или) получение положительной величины дохода.

Инвестиционный цикл - показатель современного состояния инвестиционного процесса, отражающего особенности определенного периода времени.

Взгляды на понимание сущности инвестиционного процесса исторически претерпевали множественные изменения, связанные с развитием экономической теории в целом, а также различиями микро- и макроэкономического подходов к рассмотрению данной проблемы [36, 51, 61, 63, 66, 76, 77, 100, 109, 116, 120, 147, 158, 163].

В зарубежной экономике развитие теории инвестиций до 30-х годов XX века традиционно рассматривалось с точки зрения микроэкономического подхода, то есть с позиции отдельной экономической единицы. Поэтому в центре внимания были проблемы максимизации прибыли и минимизации затрат, исследование факторов спроса и предложения, цены и конкуренции [51, 61,71, 72, 100, 109, 116, 119,148, 155].

Возникновение экономического кризиса в 1929 - 1933 годах показало несостоятельность убеждений в саморегулировании экономики и, следовательно, ограниченность микроэкономического подхода к теории инвестиций. Акцент ставился на обеспечение высоких темпов экономического развития предприятий с помощью инвестиций при сохранении финансовой устойчивости, максимизации их доходов, минимизации рисков, обеспечении постоянной прибыльности капитала. Выполнение перечисленных задач само по себе является залогом успешной работы отдельных экономических единиц, но не гарантирует успешного развития экономики в целом. Применение исключительно микроэкономического подхода предопределяло проведение статического, а не динамического анализа экономических процессов. Статический анализ предусматривает рассмотрение проблем отдельных экономических единиц в отрыве от динамики развития экономики в целом, от всего комплекса постоянно изменяющихся связей между предприятиями и окружающей экономической средой.

В этот период на смену неоклассической теории, исследующей экономику как статическое явление, пришло новое - динамическое понимание экономических процессов. В основу такого понимания легла теория регулируемой экономики, с которой выступил английский ученый Джон Мейнард Кейнс (1883-1946). В качестве главного инструмента этой теории выступили взаимосвязанные между собой макроэкономические (то есть совокупные, агрегированные, укрупненные) показатели. Автор и его последователи дали глубокую интерпретацию всех процессов, происходящих в экономике, существенно обновили методологический аппарат экономической науки, разработали принципы антикризисной политики государства и предложили конкретные рекомендации по ее осуществлению1.

## Специфика инвестиционной деятельности на фондовом рынке

Появление и развитие фондового рынка связано с ростом потребности в инвестиционных вложениях, с расширением производственной и торговой деятельности. По мере увеличения масштабов производства, средств ограниченного числа участников становилось недостаточно для его развития. Поэтому возникла необходимость привлечения финансовых средств широкого круга лиц. Таким образом, первопричиной создания фондового рынка стала проблема привлечения свободных денежных ресурсов для их направления на цели восстановления и последующего роста производства, а также создания эффективного инструмента для такого привлечения [1-15, 16-20, 21-31].

В научной экономической литературе часто понятия фондового рынка и рынка ценных бумаг употребляются как синонимы. По нашему мнению, этот вопрос следует уточнить. В той части, в какой рынок основывается на деньгах как на капитале, он называется фондовым рынком и в этом своем качестве является составной частью финансового рынка. Фондовый рынок образует большую часть рынка ценных бумаг. Оставшаяся часть рынка, которая основывается на товарном рынке, получила название рынка ценных бумаг. Поэтому в дальнейшем мы будем пользоваться термином «фондовый рынок».

За время своего существования фондовый рынок России прошел как периоды роста, так и периоды падения. Такие перепады наблюдаются на рынках не только развивающихся, но и развитых стран. Поэтому следует проанализировать не столько количественные параметры развития, сколько качественные характеристики всех этапов становления отечественного фондового рынка, а также оценить его перспективы. Развитие фондового рынка России условно разделим на ряд этапов и проанализируем каждый из них, так как все они с одной стороны, имеют свою специфику, связанную с условиями формирования, а, с другой стороны, существуют и некоторые общие черты, которые позволяют лучше понять и оценить современные процессы развития фондового рынка. Возникновение и становление фондового рынка свидетельствует о том, что Россия входит в круг развитых промышленных государств, поднимается на новый уровень социально-экономического развития, требующего аккумуляции денежных ресурсов и направления этих средств в различные сектора экономики. Моментом зарождения фондового рынка России можно считать создание в 1757 году первого акционерного общества «Российская в Константинополе торгующая компания», а также размещение в Амстердаме в 1769 году первого выпуска Российского государственного займа1. Первоначально потребности государства в необходимых финансовых ресурсах удовлетворялись, большей частью, за счет распространения крупных государственных займов на иностранных рынках. На внутреннем российском рынке государственные долговые бумаги появились значительно позже - в 1809 году. Несмотря на определенные трудности, связанные со становлением рынка государственных долговых обязательств, в период с 1809 по 1816 годы было выпущено ценных бумаг на сумму 354 млн. рублей2. Реформы третьей четверти прошлого века создали предпосылки для появления на фондовом рынке долговых обязательств местных органов власти.

В 30-х годах XIX века на фондовом рынке широко появляются в обращении акции и облигации частных компаний, выпуск и обращение которых регулировались принятым в 1836 году Законом о промышленных обществах. Первопричиной появления такого закона послужил бурный промышленный рост, требовавший аккумуляции денежных ресурсов и направления этих средств в различные сектора экономики. С принятием Закона о промышленных обществах начался бурный рост акционерных обществ, который пришелся на вторую половину XIX века3, что подтверждается данными.

## Этапы развития фондового рынка Саратовской области

Второй по степени распространения формой стали специализированные чековые аукционы (36%). Они проводились на трех уровнях: региональном, межрегиональном, всероссийском. В Саратовской области на чековые аукционы были выставлены 230 предприятий и организаций и проведено 29 аукционов, по итогам которых был получен 2 736 851 рубль.

Следующими по удельному весу с приватизационным чеком стали операции аренды (3%); конкурсный аукцион (2%) - приобретение у государства и местных государственных органов в частную собственность объекта приватизации при условии, что от покупателя не требуется выполнения каких-либо дополнительных условий; денежный аукцион (1%).

В связи с началом массовой приватизации, наибольшая активность которой пришлась на 1993-94 г.г., началось активное становление региональных фондовых рынков в крупных экономических районах, в том числе и в Саратовской области.

Наиболее высокие рейтинги развития в рассматриваемом периоде имели Центральный, Уральский, Северный и Поволжский региональные фондовые рынки. В это время определяется прогнозный перечень городов, которые с учетом территориальных и финансовых факторов в недалеком будущем могут стать ведущими фондовыми центрами России. К ним относятся: Москва, Санкт-Петербург, Екатеринбург, Саратов, Краснодар, Новосибирск, Нижний Новгород, Красноярск, Владивосток1. Из этого списка следует, что развитие фондового рынка Саратовской области является одним из весомых факторов в становлении и развитии отечественного рынка.

В 1996 году в Саратове была образована региональная комиссия по ценным бумагам и экспертный совет, объединивший представителей ведущих инвестиционных институтов области.

Рассматривая сектор государственных обязательств, успешное развитие которого наблюдалось в России в 1995 году, следует отметить довольно интенсивное развитие сектора региональных облигаций как эмиссионного механизма финансирования областного бюджета. В марте 1995 года осуществлен выпуск муниципальных долговых обязательств администрации г.Саратова на сумму 500 млн. рублей сроком обращения 3 месяца и купонным доходом - 130% годовых. МДО выпускались в безналичной форме в виде записей на лицевых счетах. Первичное размещение состоялось путем выкупа тремя андеррайтерами, всего объема эмиссии равными долями; 70% средств от размещения были вложены комитетом по управлению имуществом г.Саратова в ГКО, а оставшаяся часть обеспечена векселем АКБ «Экспресс-Волга».

В декабре 1995 года администрация г.Саратова выпустила жилищный муниципальный заем на сумму 3,17 млрд. рублей, предназначенный для завершения строительства жилого дома в новом микрорайоне города. Заем размещен и погашен в течение 7 месяцев.

В марте 1996 года администрация Саратовской области осуществила эмиссию бескупонных областных краткосрочных облигаций на сумму 30 млрд. рублей сроком обращения 1 год. Удалось разместить лишь 5 млрд. рублей. Такая ситуация была связана с тем, что одновременно активно использовались векселя областной администрации, которыми финансовое управление погашало задолженность по поставкам зерна и хлебопродуктов. На определенном этапе рынок областных векселей стал наиболее объемным и ликвидным. Этому способствовали: наличная форма выпуска; возможность бланкового индоссамента; четкое соблюдение сроков приема векселей к погашению; достаточно большой спрэд между ценами покупки и продажи, обеспечивающий инвесторам значительную рентабельность операций. Таким образом, на момент эмиссии ОКО доходность облигаций оказалась в несколько раз ниже прибыли по сделкам с областными векселями. В 1997 году объем выпуска областных облигаций составил 251,33 млрд. рублей.

Наибольшие сложности в условиях финансового кризиса, проявившегося в экономике России в 1998 году, связаны с повышением ликвидности регионального фондового рынка. Но эта задача осложняется тем, что самыми крупными после государства совладельцами приватизированных предприятий являются банковские структуры, финансовое состояние которых после кризиса оставляет желать лучшего. Так, например, банк «Менатеп» владеет контрольным пакетом акций ОАО «Нитрон»; Альфа-банк контролирует через дочерние структуры ОАО «Саратовстекло», Вольский цементный завод (ОАО «Цемент»), ОАО Саратовский жировой комбинат и ОАО «Химволокно»; ОНЭКСИМ Банк совместно с МФК является крупным держателем акций ОАО «Крекинг» и ОАО «Саратов-нефтегаз» (через участие в группе «Сиданко» к ним имеет отношение и Альфа-банк). Тесные контакты были установлены между банком «Империал» и фирмой «Нижневолжскнефть», входящей в концерн «ЛУКОЙЛ». Инкомбанк, открывший филиал в Саратове, подписал рамочное соглашение с областной администрацией и немецкой консалтинговой фирмой EastWest Consulting Steffms о финансировании инвестиционных проектов ОАО «Иргиз», ОАО «Балаковские волокна», ОАО «Химволокно», ОАО «Рефлектор».