Карев, Иван Владимирович. Финансирование инвестиций с использованием инструментов фондового рынка : диссертация ... кандидата экономических наук : 08.00.10 / Карев Иван Владимирович; [Место защиты: Волгогр. гос. ун-т].- Волгоград, 2012.- 184 с.: ил. РГБ ОД, 61 12-8/2851

**Содержание к диссертации**

Введение

**1. Теоретические аспекты финансирования инвестиций 13**

1.1. Экономическая сущность финансирования инвестиций 13

1.2. Источники, методы и формы финансирования инвестиций 28

1.3. Сущность инструментов фондового рынка и их инвестиционная привлекательность 43

**2. Методическое обеспечение оценки инструментов фондового рынка для целей финансирования инвестиций 60**

2.1. Оценка инвестиционной привлекательности инструментов фондового рынка 60

2.2. Оценка эффективности финансирования инвестиций с использованием инструментов фондового рынка 84

**3. Современное состояние и перспективы использования инструментов фондового рынка для финансирования инвестиций в российской экономике 101**

3.1. Современное состояние финансирования инвестиций в российской экономике 101

3.2. Факторы, определяющие финансирование инвестиций с использованием инструментов фондового рынка в российской экономике 119

3.3 Направления повышения эффективности финансирования инвестиций с использованием инструментов фондового рынка 135

Заключение 146

Список используемых источников 152

Приложение 174

* [Источники, методы и формы финансирования инвестиций](http://www.dslib.net/finansy/finansirovanie-investicij-s-ispolzovaniem-instrumentov-fondovogo-rynka.html#5010731)
* [Оценка эффективности финансирования инвестиций с использованием инструментов фондового рынка](http://www.dslib.net/finansy/finansirovanie-investicij-s-ispolzovaniem-instrumentov-fondovogo-rynka.html#5010732)
* [Современное состояние финансирования инвестиций в российской экономике](http://www.dslib.net/finansy/finansirovanie-investicij-s-ispolzovaniem-instrumentov-fondovogo-rynka.html#5010733)
* [Направления повышения эффективности финансирования инвестиций с использованием инструментов фондового рынка](http://www.dslib.net/finansy/finansirovanie-investicij-s-ispolzovaniem-instrumentov-fondovogo-rynka.html#5010734)

**Введение к работе**

**Актуальность темы исследования.** В настоящее время в российской экономике на первый план выдвигается проблема повышения темпов экономического роста. Вместе с тем существует ряд особенностей отечественной экономики, препятствующих реализации стратегии роста.

Во-первых, из-за высокой степени износа (более 50 %) и низких темпов обновления основного капитала (менее 4 % в год) потребуется не менее 25 лет только на восстановление действующих основных фондов российских организаций без учета их расширенного воспроизводства, исходя из фактических ежегодных объемов осуществляемых инвестиций.

Во-вторых, для российского финансового рынка характерна высокая стоимость финансовых ресурсов, которая обусловлена их устойчивым дефицитом. Причины подобного дефицита, с одной стороны, связаны с оттоком капитала из экономики России, а с другой, наличием «омертвленных» ресурсов, не поступающих на финансовый рынок.

В-третьих, ввиду недостаточности объема отечественных источников финансирования, доля иностранных инвестиций в экономику России составляет более трети от общего объема осуществляемых инвестиций. При этом на долю портфельных инвестиций приходится всего лишь около 1 % от общего объема иностранных инвестиций. Вместе с тем объем портфельных инвестиций в практике развитых стран, таких как США, превышает объем прямых инвестиций. Данное обстоятельство свидетельствует о том, что ценные бумаги российских организаций все еще не являются привлекательными объектами для вложения капитала международных портфельных инвесторов, что, в свою очередь, существенно ограничивает потенциал привлечения иностранных финансовых ресурсов для целей осуществления инвестиций.

Обозначенные особенности российской экономики свидетельствуют  
о том, что, с одной стороны, она нуждается в значительных инвестиционных ресурсах, а с другой стороны, сложилась такая ситуация, когда высокая стоимость финансовых ресурсов и их недостаточный объем не позволяют в полной мере обеспечить уровень инвестиций, требуемый для ускорения темпов экономического роста. Представляется необходимым для решения проблем дополнительной мобилизации инвестиционных ресурсов и снижения их стоимости использовать потенциал фондового рынка, основанный на эффективном применении и совершенствовании его инструментов.

Актуальность изложенных выше проблем потребовала развития теоретических положений и разработки практических рекомендаций по финансированию инвестиций с использованием инструментов фондового рынка и определила выбор темы диссертационной работы, ее цель, задачи и структуру.

**Степень научной разработанности проблемы исследования.** Теоретической основой исследования в области изучения связи инвестиций и экономического роста послужили работы Е. Домара, Н. Калдора,  
Н.Д. Кондратьева, В.В. Леонтьева, Дж. Робинсон, Р. Солоу, Я. Тинбергена,  
Дж. Тобина, Э. Хансена, Р.Ф. Харрода, Дж. Хикса, Й.А. Шумпетера и др.

Среди работ, посвященных исследованию рынка ценных бумаг, как источника инвестиционных ресурсов, и его роли в рыночной экономике, следует выделить работы М.А. Алексеева, Б.А. Алехина, Н.Н. Берзона,  
В А. Галанова, В.Н. Едроновой, А.А. Килячкова, Б.А. Колтынюка, Я.М. Миркина, Б.Б. Рубцова, Е.Г. Рудневой, Е.В. Семенковой, Ю.С. Сизова,  
В.С. Торкановского, А.А. Фельдмана, Д.М. Шора и др.

Проблемы инвестиционной деятельности и ее финансирования в рыночных условиях хозяйствования получили отражение в работах таких российских авторов, как Л.И. Абалкин, И.Т. Балабанов, В.С. Бард, И. Бланк, В.В. Бочаров, П.И. Вахрин, А.В. Гукова, Д.А. Ендовицкий, Л.Л. Игонина,  
А.Б. Идрисов, В.В. Ковалев, В.В. Коссов, И.В. Липсиц, И.Я. Лукасевич,  
Д.С. Львов, Я.С. Мелкумов, Е.С. Стоянова, Е.Ф. Сысоева, В.В. Шеремет и др. Названные авторы обобщают опыт инвестиционной деятельности, исследуют сущность, структуру, эффективность, инструменты инвестиций и финансирования инвестиционной деятельности в условиях формирования и развития российского финансового рынка.

В работах таких зарубежных авторов, как В. Беренс, Г. Бирман, Р. Брейли, М. Бромвич, Ю. Бригхэм, Дж. Ван Хорн, Л. Гитман, Дж. Розенберг, Р. Холт,  
А. Шапиро, У. Шарпа, Д. Фабоцци и др., обобщен длительный опыт инвестиционной деятельности в странах с развитыми финансовыми рынками, обеспечивающими инвестиционный процесс разнообразными источниками и инструментами финансирования.

Несмотря на интерес исследователей к обозначенной предметной области, теоретические основы и методическое обеспечение финансирования инвестиций с использованием инструментов фондового рынка остаются недостаточно разработанными.

**Цель диссертационного исследования** состоит в развитии теоретических положений процесса финансирования инвестиций с использованием инструментов фондового рынка, разработке научно-практических мер и методических рекомендаций по его совершенствованию.

Указанная цель предопределила необходимость решения следующих  
**задач:**

– развить теоретические положения процесса финансирования инвестиций посредством уточнения его экономической сущности;

– раскрыть содержание инвестиционной привлекательности инструментов фондового рынка, используемых для финансирования инвестиций;

– усовершенствовать методику оценки инвестиционной привлекательности инструментов фондового рынка;

– разработать методику оценки эффективности финансирования инвестиций с использованием инструментов фондового рынка;

– уточнить зависимость объемов финансирования инвестиций от изменения уровня процентных ставок и капитализации фондового рынка и обосновать систему научно-практических мер и методических рекомендаций по совершенствованию процесса финансирования инвестиций с использованием инструментов фондового рынка.

**Область исследования.** Область исследования соответствует Паспорту специальности 08.00.10. – Финансы, денежное обращение и кредит, п. 3.20 «Источники финансирования хозяйствующих субъектов, проблемы оптимизации структуры капитала», п. 3.25 «Финансы инвестиционных и инновационных процессов, финансовый инструментарий инвестирования», п. 5.2 «Теоретическое и методологическое обоснование подходов к оценке имущества, капитала и привлеченных источников».

**Объект исследования** – процесс финансирования инвестиций и инструменты фондового рынка.

**Предмет исследования** – совокупность финансовых отношений, опосредующих процессы использования инструментов фондового рынка для финансирования инвестиций.

**Теоретической и методологической базой исследования** выступают положения, содержащиеся в фундаментальных работах отечественных и зарубежных ученых по проблемам, связанным с осуществлением инвестиций, процессом их финансирования, развитием фондового рынка, совершенствованием его инструментов.

В процессе исследования были использованы общенаучные методы познания, в первую очередь, диалектический и историко-логический, а также методы системного, структурно-функционального, экономико-статистического анализа, группировок, аналогий, нечеткой логики, регрессионного моделирования, экспертных оценок.

**Информационно-эмпирическую базу исследования** составили федеральные законы и нормативные документы, данные Федеральной службы государственной статистики, Федеральной службы по финансовым рынкам, Центрального банка Российской Федерации (Банка России), Министерства экономического развития Российской Федерации; информационные материалы Центра экономической конъюнктуры, Бюро экономического анализа и ряда других информационно-аналитических агентств; текущая оперативная информация Московской межбанковской валютной биржи (ММВБ), Российской торговой системы (РТС), профессиональных объединений участников рынка ценных бумаг, ресурсы официальных сайтов сети Интернет.

**Рабочая гипотеза исследования** состоит в обосновании научного предположения о том, что перспективным вариантом разрешения противоречия между потребностью российской экономики в ускоренном росте объема финансирования инвестиций и ограниченностью источников их финансирования является привлечение финансовых ресурсов с фондового рынка, основанное на совершенствовании технологии и алгоритмов применения его инструментов.

**Основные положения, выносимые на защиту:**

1. Сущность финансирования инвестиций выражается в совокупности финансовых отношений в процессе привлечения и использования финансовых ресурсов, остающихся в распоряжении населения, хозяйствующих субъектов и государства после осуществления ими расходов на текущее потребление, по поводу рационального, основанного на риске движения финансовых ресурсов с целью получения дохода в будущем и формирования положительных ожиданий доходности проектов у инвесторов. Отличительной чертой данной трактовки является идентификация финансирования инвестиций как процесса не только формирования, но и расходования денежных средств, необходимых для расширенного воспроизводства, представляющего собой диалектическое единство источника и объекта вложения финансовых ресурсов.

2. Инвестиционная привлекательность инструментов фондового рынка представляет собой обобщенную характеристику количественных и качественных параметров, определяемых, с одной стороны, присущими им инвестиционными свойствами, с другой, предпочтениями различных групп инвесторов (стратегических, портфельных, индивидуальных). Наряду с общепринятыми инвестиционными свойствами инструментов фондового рынка (доходность, риск, ликвидность) целесообразно выделять периодичность и продолжительность получения дохода, возможность досрочного возврата вложенных средств.

3. Методика оценки инвестиционной привлекательности инструментов фондового рынка, основанная на методе нечеткой логики и учитывающая систему предпочтений инвесторов, предполагает использование групп показателей, отражающих: 1) экономическую эффективность производственно-хозяйственной деятельности компании-эмитента; 2) ситуацию на рынке, где компания реализует свою продукцию; 3) надежность компании и ликвидность ее ценных бумаг.

В соответствии с системой предпочтений инвесторов к первой группе показателей относятся: EBITDA/мощность, средняя расчетная ставка процента по заемному капиталу, наличие инвестиционных программ, направленных на увеличение мощности или повышение эффективности деятельности, EBITDA на одну акцию/цена акции; ко второй группе – наличие заменителей продукции (услуг) организации, доля ее рынка, длительность присутствия на рынке, наличие барьеров входа/выхода на рынок; к третьей группе – текущая ликвидность, соотношение собственных и заемных средств, ликвидность ценных бумаг, наличие положительной кредитной истории, стабильность корпоративного управления.

4. Эффективность финансирования инвестиций представляет собой способность хозяйствующего субъекта привлекать финансовые ресурсы с наименьшими затратами. Методика ее оценки предполагает последовательное использование показателей: интегрального риска финансирования инвестиций; модифицированного показателя средневзвешенной стоимости капитала организации, осуществляющей инвестиции; итогового показателя оценки эффективности финансирования инвестиций, позволяющего идентифицировать различные источники финансирования на основе их стоимости и доступности для инициатора проекта (инвестиций).

5. Регрессионный анализ зависимостей объемов финансирования инвестиций от капитализации фондового рынка и от уровня процентных ставок на финансовом рынке показал более существенное влияние на рост объемов финансирования инвестиций первого показателя.

Следовательно, среди мер государственной поддержки, направленных на стимулирование инвестиций, приоритет должен отдаваться комплексу мер по наращиванию капитализации фондового рынка: субсидированию процентных ставок по банковским кредитам и/или процентов по облигационным займам; установлению льготных ставок налогообложения доходов по корпоративным ценным бумагам; направлению на фондовый рынок средств государственных и негосударственных внебюджетных фондов; прямому выкупу государством корпоративных ценных бумаг на фондовом рынке; предоставлению государственных гарантий исполнения обязательств по корпоративным ценным бумагам; предоставлению обеспечения по долговым ценным бумагам в виде залога объектов государственной собственности.

**Научная новизна** состоит в развитии концептуального и методического обеспечения финансирования инвестиций с использованием инструментов фондового рынка, ключевыми компонентами которого являются разработанные теоретические положения и методики оценки инвестиционной привлекательности этих инструментов и эффективности финансирования инвестиций при их использовании.

Наиболее важные результаты, характеризующие новизну исследования, состоят в следующем:

– уточнена трактовка экономической сущности финансирования инвестиций, заключающаяся в расширении стадий данного процесса посредством учета стадии расходования денежных средств, ее влияния на ожидания инвесторов и будущее привлечение источников финансирования, отличающих ее от существующих трактовок комплексной характеристикой источника и объекта вложения финансовых ресурсов (08.00.10. – Финансы, денежное обращение и кредит, п. 3.25 Паспорта специальностей ВАК);

– дополнен перечень количественных и качественных параметров инвестиционной привлекательности инструмента фондового рынка путем учета периодичности и продолжительности получения дохода, возможности досрочного возврата вложенных средств, что позволяет дифференцировать предпочтения стратегических, портфельных, индивидуальных инвесторов в оценке ими инвестиционной привлекательности инструментов фондового рынка (08.00.10. – Финансы, денежное обращение и кредит, п. 3.25 Паспорта специальностей ВАК);

– предложены методические рекомендации по оценке инвестиционной привлекательности инструментов фондового рынка, основанные на ранжировании и рейтинговой оценке следующих групп показателей: экономической эффективности производственно-хозяйственной деятельности компании-эмитента; состояния рынка, на котором она работает; надежности компании и ликвидности ее ценных бумаг, что позволит определить систему предпочтений различных групп инвесторов (стратегических, портфельных, индивидуальных) и элиминировать субъективный характер оценки ими инвестиционных свойств инструментов фондового рынка (08.00.10. – Финансы, денежное обращение и кредит, п. 5.2 Паспорта специальностей ВАК);

– разработана методика оценки эффективности финансирования инвестиций с использованием инструментов фондового рынка, заключающаяся в расчете итогового показателя эффективности как произведения стоимости финансирования и доли средств, вкладываемых инициатором проекта (инвестиций), учитывающего интегральный риск финансирования инвестиций и модифицированный показатель средневзвешенной стоимости капитала организации, осуществляющей инвестиции, что позволит идентифицировать риски, связанные с использованием определенных источников финансирования и предпочтений инициатора проекта (инвестиций) (08.00.10. – Финансы, денежное обращение и кредит, п. 3.20 Паспорта специальностей ВАК);

– выявлены зависимости, позволяющие определить вариабельность объема финансирования инвестиций от изменения уровня процентных ставок и капитализации фондового рынка, которые доказывают, что влияние величины капитализации фондового рынка на рост инвестиций более существенно, нежели влияние изменения уровня процентных ставок, и, следовательно, обосновывают приоритетность комплекса мер государственной поддержки по увеличению капитализации фондового рынка (08.00.10. – Финансы, денежное обращение и кредит, п. 3.25 Паспорта специальностей ВАК).

**Теоретическая значимость** исследования состоит в развитии теоретических положений и обосновании научно-практических мер, направленных на совершенствование процесса финансирования инвестиций с использованием инструментов фондового рынка.

**Практическая значимость** исследования заключается в том, что методические положения, выводы и практические рекомендации, содержащиеся в работе, ориентированы на широкий круг коммерческих организаций, планирующих размещение своих ценных бумаг с целью привлечения дополнительных источников финансирования инвестиций. Кроме того, реализация отдельных предложений может способствовать выработке эффективной экономической политики государства, направленной на активизацию роли фондового рынка в процессе мобилизации инвестиционных ресурсов для обеспечения экономического роста.

Отдельные положения работы, раскрывающие содержание социально-экономических процессов инвестирования и финансирования, источников, методов, форм, инструментов финансирования, применимы в преподавании и изучении курсов «Инвестиции», «Финансовый менеджмент», «Рынок ценных бумаг», а также в процессе подготовки, переподготовки и повышения квалификации финансовых менеджеров.

**Апробация и внедрение результатов исследования.** Основные положения диссертационного исследования были доложены и обсуждались на научно-практических конференциях различного уровня: Региональной научно-практической конференции «Финансово-кредитные отношения и механизм их реализации» (Воронеж, 2005 г.), Всероссийской студенческой научной конференции «Актуальные проблемы экономики России: поиск путей решения» (Воронеж, 2006 г.), Всероссийской научно-практической конференции «Совершенствование финансово-кредитных отношений в трансформационной экономике России» (Воронеж, 2007 г.), Международной научно-практической конференции «Теория и практика функционирования финансовой и денежно-кредитной системы России» (Воронеж, 2008, 2010, 2011 г.г.), VIII Всероссийской научно-практической конференции «Электронный бизнес: проблемы, развитие и перспективы» (Воронеж, 2009 г.), Международной научно-практической конференции «Инновационная экономика: опыт развитых стран и уроки для России» (Санкт-Петербург, 2010 г.), Международной научной конференции «Экономические институты современной России» (Кострома, 2011 г.).

Результаты исследования, связанные с разработкой методики оценки инвестиционной привлекательности инструментов фондового рынка и методики оценки эффективности финансирования инвестиций, используются в деятельности Управления кредитования и проектного финансирования Центрально-Черноземного банка ОАО «Сбербанк России».

Обоснованные автором положения, раскрывающие сущность и особенности финансирования инвестиций в современной российской экономике, содержание инвестиционной привлекательности инструментов фондового рынка используются в учебном процессе ФГБОУ ВПО «Воронежский государственный университет» при изучении курсов «Инвестиции», «Финансовый менеджмент», «Рынок ценных бумаг».

**Публикации.** Основные результаты исследования опубликованы в 16 научных работах, в том числе 3 – в изданиях, включенных ВАК Минобрнауки России в Перечень ведущих рецензируемых журналов и изданий, в которых должны быть опубликованы основные научные результаты диссертаций на соискание ученой степени доктора и кандидата наук, общим объемом 6,4 п.л. (авторских – 5,22 п.л.).

**Структура и объем диссертации.** Диссертация состоит из введения, трех глав, заключения, списка использованных источников, включающего 175 наименований, и 6 приложений. Работа изложена на 151 странице машинописного текста, содержит 41 таблицу, 5 рисунков.

## Источники, методы и формы финансирования инвестиций

Сложность и многогранность экономических отношений на современном этапе развития экономики требуют более подробного исследования возможностей использования финансовых ресурсов при осуществлении инвестиций.

В экономической литературе существует множество дефиниций категории «финансовые ресурсы»52. Наиболее полная, на наш взгляд, трактовка финансовых ресурсов определяет их как денежные доходы, поступления и накопления, находящиеся в распоряжении организаций и государства, предназначенные для осуществления затрат по простому и расширенному воспроизводству, выполнения обязательств перед финансово-кредитной системой53. Однако, по нашему мнению, данное определение не учитывает возможности наличия у частных лиц накоплений, которые посредством инвестирования могут быть трансформированы в поступления для осуществления затрат по простому и расширенному воспроизводству. Согласно такому подходу, основным источником финансовых ресурсов на макроуровне является валовой национальный продукт, который используется на возмещение израсходованных в процессе кругооборота факторов производства. При этом главными участниками инвестиционного процесса в любой стране являются государство, компании и частные лица, каждый из которых может участвовать в инвестиционном процессе, как на стороне спроса, так и на стороне предложения.

В качестве источника финансовых ресурсов для целей осуществления инвестиций как на макро-, так и на микроуровне выступает та часть дохода экономического агента, которая остается в его распоряжении после уплаты налогов и других обязательных платежей (располагаемый доход) и удовлетворения текущих необходимых потребностей, и которая может быть отложена для целей будущего потребления или сберегаема.

Однако в процессе перераспределения ресурсов сбережения не всегда бывают равны инвестициям.

Чтобы понять причины возможного возникновения дисбаланса между сбережениями и инвестициями необходимо, по нашему мнению, изучить происхождение финансовых ресурсов, используемых для осуществления инвестиций. Для этого целесообразно проанализировать цепочку денежных потоков между данными субъектами. Проведенное нами исследование структуры рыночной экономики позволяет выделить трех ее основных субъектов: домохозяйства, корпорации и государство, а также определить основные направления движения и аккумулирования финансовых ресурсов (см. рис. 3).

При несовпадении объема средств, аккумулированных в сбережениях населения, и объема средств, направленных на инвестиции, в схему движения денежных потоков включается фракционирование сбережений на инвестиции и неинвестируемую часть (см. рис. 4).

Таким образом, наличие неинвестируемой части сбережений в общем объеме сбережений населения, по нашему мнению, является причиной несоответствия финансовых ресурсов мобилизованных на рынках капитала инвестиционным потребностям, а также повышенной их стоимости. Данные российской статистики подтверждают сделанные нами выводы, а также позволяют определить количественные параметры выделенного нами несоответствия (см. табл. 1).

По состоянию на 01.07.2011г. объем накопленных сбережений населения России составил 12,5 млрд. руб. Подтверждая значимость данного источника финансовых ресурсов для развития экономики следует отметить, что объем накопленных сбережений составляет 28% от объема ВВП России за 2010г. и, что, по нашему мнению, особенно важно, 136% объема общего инвестиций в экономику России в 2010г. и 363% от объема иностранных инвестиций. При этом происходит дальнейшее увеличение темпов роста объемов сбережения населения. За последние полтора года темп роста сбережений составил 137%. Это позволяет говорить о перспективах существенного расширения возможностей использования сбережений населения для мобилизации финансовых ресурсов в целях финансирования инвестиций. Вместе с тем, в настоящее время доля объема сбережений, представленная остатками денежных средств на руках населения достаточно высока (25% от объема сбережений), что затрудняет процесс трансформации их в финансовые ресурсы для целей финансирования инвестиций. К негативным факторам, на наш взгляд, также можно отнести не изменяющийся, в сравнении с ростом общего объема сбережений, уровень вложений населения в ценные бумаги.

Известно, что столь важный стратегически и экономически ресурс как сбережения работает на экономику лишь тогда, когда он представлен в организованной форме, т.е. они доверены какому-либо институту финансового рынка или государству.

Таким образом, существует проблема «омертвленных» ресурсов на макроуровне, которые не используются в инвестиционном процессе, что влечет за собой их дефицит и рост стоимости привлечения капитала.

На микроуровне (например, на уровне предприятия) также существуют проблемы, связанные с дефицитом инвестиционных ресурсов. Во многом они обусловлены несоответствием потребностей в инвестиционных ресурсах, направляемых на развитие предприятия с объемом генерируемого дохода уже осуществленными инвестициями.

Данная проблема усугубляется тем обстоятельством, что часть уже выделенной предприятием для инвестирования прибыли расходуется не на инвестиции, а на слишком дорогое, по нашему мнению, обслуживание привлеченного финансирования по ранее осуществленным инвестициям. Таким образом, предприятие лишается существенного источника свободных финансовых ресурсов, и дальнейшее финансирование инвестиций возможно только за счет заемного капитала и/или дохода, который генерируют уже осуществленные инвестиции.

Вследствие того, что заемные ресурсы предоставляются предприятию на условиях платности и возвратности, то основным источником обслуживания заемного капитала является не только доход от текущей деятельности, но и денежный поток, формируемый инвестициями, в том числе ранее осуществленными. Следовательно, если предприятие не соблюдает баланс инвестиций и генерируемого инвестициями дохода, то, по нашему мнению, данное предприятие рано или поздно придет к неплатежеспособности.

Поэтому, на наш взгляд, для каждого предприятия важным является проведение качественного анализа реализуемых им инвестиционных программ, включающего построение баланса денежных потоков от осуществления инвестиционных затрат и поступления доходов от уже осуществленных инвестиций и текущей деятельности.

Одной из основных проблем, требующих всестороннего анализа, является проблема идентификации источников, методов и форм финансирования, посредством которых финансовые ресурсы могут быть мобилизованы для целей осуществления инвестиций.

В экономической литературе существуют разнообразные подходы к определению источников, методов и форм финансирования инвестиций.

В законодательстве довольно детально фиксируются источники финансирования инвестиций. Например, в соответствие с федеральным законом «Об инвестиционной деятельности в Российской Федерации, осуществляемой в форме капитальных вложений» от 25.02.1999 г. № 39-ФЗ» инвестиционная деятельность может осуществляться за счет следующих источников55:

- собственных финансовых ресурсов и внутрихозяйственных резервов инвестора (прибыли, амортизационных отчислений, денежных накоплений и сбережений граждан и юридических лиц, средств, выплачиваемых органами страхования в виде возмещения потерь от аварий, стихийных бедствий и других средств);

- привлеченных финансовых средств инвестора (средств, получаемых от продажи акций, паевых и иных взносов членов трудовых коллективов, граждан, юридических лиц);

- заемных финансовых средств инвесторов или переданных им средств (банковские и бюджетные кредиты, облигационные займы и другие средства);

- средств внебюджетных фондов;

- средств федерального бюджета, предоставляемых на безвозвратной основе, средств бюджетов субъектов Российской Федерации;

- средств иностранных инвесторов.

## Оценка эффективности финансирования инвестиций с использованием инструментов фондового рынка

Изучение эффективности финансирования инвестиций является важной частью общего анализа эффективности инвестиций. Вопросы оценки использования инвестиций в России в настоящее время имеют чрезвычайно большое значение. Недостаток инвестиций, их нецелевое использование и низкий уровень отдачи вложенного капитала ставят на первый план выбор методологии оценки эффективности инвестиций.

Прежде всего, следует отметить, что в экономической литературе нет единого методологического подхода к определению категории «эффективность». В зарубежной экономической литературе эффективность рассматривается как способность хозяйствующих субъектов создавать максимальный результат из существующих ограниченных ресурсов. "Получать как можно больше из доступных нам ограниченных ресурсов - вот что мы имеем в виду под эффективностью".116 Многие западные экономисты рассматривают эффективность как субъективную оценочную категорию и связывают её с отношением ценности результата и ценности затрат, хотя и указывают на наличие в эффективности объективного компонента. Например, П. Хейне считает, что "эффективность может меняться с изменением оценок, поэтому любое изменение в субъективном предпочтении может изменить эффективность любого процесса"117.

В отечественной экономической литературе эффективность рассчитывается как относительный показатель, соизмеряющий полученный эффект с затратами или ресурсами, использованными для достижения этого эффекта,118 как соотношение эффектов экономической деятельности, с одной стороны, и различных ресурсов или затрат в их раздельности или совокупности - с другой,119 либо как полное использование имеющихся ресурсов, при котором ни один из них не пропадает зря .

Во всех рассмотренных выше определениях эффективность представляет собой сопоставление полученных результатов и произведённых затрат, либо рациональное использование ресурсов. Именно данную трактовку эффективности мы используем как основной показатель при определении эффективности финансирования инвестиций.

Достаточно часто в экономической науке рассматривают оценку эффективности осуществления инвестиций в целом как завершающего этапа процесса управления ими. Ф. Дж. Фабоцци выделяет следующие этапы управления инвестициями:

1. Формулировка инвестиционных целей.

2. Формирование инвестиционной политики.

3. Выбор портфельной стратегии.

4. Выбор активов.

5. Измерение и оценка эффективности инвестиций121.

Близкую классификацию последовательности этапов инвестиционного процесса выделяет У. Шарп:

1. Выбор инвестиционной политики.

2. Анализ рынка ценных бумаг.

3. Формирования портфеля ценных бумаг.

4. Пересмотр портфеля ценных бумаг.

5. Оценка эффективности портфеля ценных бумаг122.

Представленные подходы позволяют говорить о том, что исследователи не выделяют оценку эффективности финансирования инвестиций как отдельный этап инвестиционного процесса, подразумевая ее проведение в составе общей оценки эффективности инвестиций.

Согласно «Методическим рекомендациям по оценке эффективности инвестиционных проектов и их отбору для финансирования» различаются три группы показателей эффективности проекта123:

- коммерческая эффективность, - бюджетная эффективность,

- общая экономическая эффективность.

Данный подход также не отражает возможность использования показателей эффективности проекта для оценки, например, финансовой эффективности или эффективности финансирования инвестиций.

Некоторые исследователи рассматривают эффективность инвестиций, посредством определения эффективности инвестиционного проекта124:

Но и более детальный, на наш взгляд, подход к анализу эффективности инвестиций - анализу на уровне инвестиционного проекта - также не включает обособленного блока оценки эффективности финансирования проекта.

Несмотря на различные подходы к оценке эффективности инвестиций вопрос об оценке эффективности самого процесса финансирования инвестиций, на наш взгляд, недостаточно полно представлен в современной экономической литературе.

Нам представляется важным более детальное исследование существующих подходов к оценке эффективности процесса финансирования инвестиций для выбора наиболее подходящих критериев, позволяющих наилучшим образом производить отбор вариантов финансирования инвестиций. Как нами было отмечено выше, в экономической литературе зачастую не выделяют отдельные показатели для оценки эффективности финансирования инвестиций. При этом, по нашему мнению, необходимо выделить ряд групп показателей в зависимости от результирующего фактора, на который влияет эффективность методов финансирования инвестиций, например, влияние на финансовый результат, структуру капитала, и, как следствие, на стоимость капитала предприятия (см. рис 24).

Представленная классификация показателей оценки эффективности финансирования инвестиций показывает разнообразие критериев оценки эффективности инвестиций. При этом в данном многообразии показателей отсутствуют те, с помощью которых возможно оценить эффективность финансирования инвестиций и, следовательно, эффективности их финансирования, так как рассматриваемый вопрос является частью общего анализа эффективности инвестиций.

Таким образом, по нашему мнению, возникает необходимость комплексного показателя оценки эффективности финансирования инвестиций. Рассмотренные нами три группы показателей оценки могут быть использованы для характеристики отдельных процессов финансирования. При этом, по нашему мнению, показатели, характеризующие эффективность инвестиций через их рентабельность или генерируемые ими денежные потоки, не могут быть использованы для оценки эффективности финансирования инвестиций, так как отражают эффективность не только инвестиционной деятельности, но и других видов деятельности экономического субъекта (операционной, финансовой). Поэтому, на наш взгляд, при разработке комплексного показателя оценки эффективности процесса финансирования следует руководствоваться показателями, характеризующими структуру и стоимость капитала организации. Представляется также, что данный показатель должен учитывать как явные так и скрытые затраты, связанные с финансированием инвестиций.

В современной экономической практике ранжирование номинальной стоимости источников финансирования можно представить следующим образом: банковский кредит, эмиссия облигаций, эмиссия акций, собственные средства (см. рис 12).

## Современное состояние финансирования инвестиций в российской экономике

Комплексный подход к изучению теоретико-методологических вопросов финансирования инвестиций, использованный в предыдущих главах диссертации, обусловливает необходимость рассмотрения практических аспектов финансирования инвестиций в российской экономике. На современном этапе ее развития существует, на наш взгляд, острейшая проблема ускорения темпов роста инвестиций. Во многом она вызвана высокой степенью износа основных средств, которая на протяжении последних 10 лет находится на уровне 50%. Данный факт, на наш взгляд, не позволяет не только говорить об ускоренном экономическом росте, обеспечивающем удвоение ВВП за 10 лет, но и может стать причиной экономического спада, основанного не на перепроизводстве товаров или услуг, а на катастрофическом выбытии средств производства, не позволяющем поддерживать объемы производства даже на существующем уровне (см. табл. 28).

На наш взгляд, необходимо обратить внимание на то, что при стоимости основных фондов в сумме 87 трлн. руб. по состоянию на 2010г. и степени износа основных фондов на 45,6%. В то время как потребность российской экономики для восполнения существующих основных фондов составляет 40 трлн. руб., что составляет почти половину ВВП за 20Юг 130 (см. табл. 29).

Таким образом, с учетом фактически осуществленных инвестиций в основной капитал в 2010г. в сумме 9 млрд. руб. (см. табл. 30) восполнения существующих основных фондов возможно добиться не ранее, чем через 5 лет, что обусловливает необходимость ускорения темпов осуществления инвестиций, а это, в свою очередь, влечет за собой потребность в совершенствовании подходов к финансировании инвестиций, в том числе с использованием инструментов фондового рынка.

Важной составляющей инвестиционного развития экономики любой страны является объем иностранных инвестиций. В экономике России они также играют немаловажную роль, и в 2010г., 2009г. составили 37% и 31% от общего объема осуществленных инвестиций соответственно (см. табл. 31). Данное обстоятельство подтверждает особую важность стимулирования привлечения иностранных ресурсов для финансирования инвестиций, так как практика показывает ограниченность внутристрановых ресурсов для финансирования инвестиций. Таким образом, потенциал роста инвестиций в экономику России в значительной степени зависит от объемов привлекаемых иностранных ресурсов.

Вместе с тем, структура осуществляемых иностранных инвестиций представлена, в основном, кредитами, которые составляют 79% от объема осуществляемых инвестиций, из которых более 8% - кредиты, предоставленные на срок до 180 дней, что не позволяет им служить источником долгосрочных инвестиций. Сокращается доля прямых инвестиций: с 40% в 2003г. до 12% в 2010г.

Крайне низка доля портфельных инвестиций. На протяжении последнего десятилетия данная величина колеблется вокруг 1 % (см. табл. 33). Таким образом, ценные бумаги российских предприятий все еще не рассматриваются международными портфельными инвесторами как привлекательные инструменты для вложения своего капитала, что также, на наш взгляд, требует более детального изучения и выявления причин, препятствующих выходу ценных бумаг российских эмитентов на один уровень с аналогичными инструментами развитых стран.

Исследование особенностей привлечения иностранных инвестиций невозможно без анализа их отраслевой структуры. Иностранные инвестиции преимущественно направляются в отрасли, связанные с добычей и первичной переработкой сырья. На их долю приходится более 30% общего объема иностранных инвестиций в 2010г.

Структура инвестиций по видам экономической деятельности также характеризуется концентрацией в добывающих отраслях, отраслях энергетики, транспорта и связи, где сосредоточено более 51% инвестиций в основной капитал. При этом доля инвестиций в обрабатывающие производства ниже доли инвестиций в добывающие отрасли, а также ниже доли инвестиций в транспорт и связь почти в 2 раза. Доля инвестиций, направляемых на развитие научных исследований и разработок, а также образования, составляют 0,7% и 1,9% соответственно (см. табл. 34). Следует отметить, что данная структура является достаточно стабильной на протяжении не менее 15 лет, что показывает неизменность подходов к развитию экономики России как в кризисный переходный период 90-х годов, так и при условно индустриальном курсе развития экономики начала 2000-х.

Существующая структура отраслевого распределения инвестиций в полной мере отражает негативную ситуацию в отношении развития обрабатывающих, в том числе наукоемких производств, требующую внедрения современных высоких технологий, а, следовательно, повышения уровня производительности труда, образования, культуры производства.

Таким образом, существующая структура отраслевого распределения инвестиций является причиной деградации экономики, сокращения уровня ВВП вследствие более низкого уровня добавленной стоимости в менее наукоемких производствах и, как следствие, сокращение темпов экономического роста.

При этом существующая структура финансирования инвестиций не соответствует оптимальной структуре источников финансовых ресурсов, обеспечивающей повышенные темпы роста инвестиций. Данное положение проявляется, в первую очередь, в чрезмерно консервативной инвестиционной политике предприятий. Так, на протяжении последних 15 лет доля инвестиций, осуществленная за счет собственных источников, составляет не менее 40%, что, на наш взгляд, является избыточно высоким значением для динамично развивающихся компаний. При этом на долю банковского кредитования и других источников (в т.ч. фондового рынка) приходится только около 33% от общей суммы источников (см. табл. 35).

Существует серьезный диссонанс между средствами, привлекаемыми путем банковского кредитования, и объемом ресурсов, получаемых за счет фондового рынка (см. рис. 14). В развитых странах, например в США, объем средств, привлекаемых с фондового рынка, значительно превышает объемы банковского кредитования.

## Направления повышения эффективности финансирования инвестиций с использованием инструментов фондового рынка

Выявленные нами в предыдущем параграфе факторы, сдерживающие использование инструментов фондового рынка для финансирования инвестиций, позволяют разделить подходы к их элиминированию на три группы:

- снижение стоимости привлекаемых ресурсов;

- повышение надежности эмитентов, минимизация рисков инвесторов;

- направление средств в высокотехнологичные отрасли;

- увеличение длительности привлечения ресурсов.

Для снижения стоимости привлекаемых ресурсов, по нашему мнению, приоритетным направлением является использование государственных средств для организации и создания благоприятных условий инвестиционной деятельности, в том числе и фондового рынка, вместо прямого участия государства в инвестициях. Это должно привлечь дополнительные финансовые ресурсы на рынки капитала, что, в свою очередь, должно снизить стоймость привлечения заемного капитала, а также повысить капитализацию фондового рынка.

В целях обоснования данной позиции нами были построены регрессионные модели зависимости темпа роста инвестиций от изменения уровня процентных ставок (стоимости привлечения заемных ресурсов) и капитализации фондового рынка.

Под стоимостью привлекаемых ресурсов допустимо, по нашему мнению, рассматривать размер средней ставки банковского кредитования или купона по долговым ценным бумагам. При этом как на мировом рынке, так и на российском, можно проследить зависимость роста уровня инвестиций от снижения стоимости привлекаемых ресурсов. Построив соответствующую однофакторную регрессионную модель для российской экономики за период 2000-2006гг., получаем следующие параметры модели (см. рис. 29).

Используя (11), можно вычислить, что при снижении процентной ставки на 1п.п, объем инвестиций увеличится на 0,0422%.

Таким образом, уровень процентных ставок является весьма действенным инструментом стимулирования роста инвестиций.

К сожалению, в современной экономике России снижение уровня процентных ставок пока невозможно по причинам высокой инфляции и дефицита финансовых ресурсов. Однако государством проводятся «точечные» снижения процентных ставок по приоритетным направлениям инвестирования путем субсидирования процентной ставки, что доказало свою эффективность в рамках национального проекта развития агропромышленного комплекса. В 2011-2012гг государством проводится соответствующая работа по субсидированию процентных ставок в отношении отечественной автомобильной промышленности, а также разрабатываются программы субсидирования высокотехнологичных отраслей экономики.

Другим важным фактором роста инвестиций, на наш взгляд, является наличие развитого и сильного фондового рынка, что подразумевают наличие стабильного и высокого уровня рыночной ликвидности, причем не только инструментов 1-го эшелона («голубых фишек»), но и в эшелонах более низкого порядка, за счет чего входящие в эти эшелоны компании имеют возможность привлекать достаточно дешевые финансовые ресурсы для реализации своих инвестиционных программ путем размещения долевых ценных бумаг.

Построив аналогичную предыдущей регрессионную модель, получим следующие параметры (см. рис. 30)

Принимая во внимание вышеизложенное, можно сделать вывод, что влияние фондового рынка на рост инвестиций более существенно, нежели влияние изменения уровня процентных ставок. Следовательно, в рамках государственной политики, направленной на стимулирование инвестиций, целесообразней направить усилия на развитие фондового рынка.

Кроме того, мировая практика демонстрирует сложившийся в настоящее время опыт распределения предпочтений финансовых менеджеров межу фондовым рынком и банковским кредитованием (см. табл. 53).

Данные, представленные в таблице 53 наглядно демонстрируют, что доля использования долговых ценных бумаг с каждым годом становится все больше. В России динамика соотношения банковских кредитов и облигационных займов выглядит следующим образом (см. табл. 54).

В российской экономике до 2007г. прослеживался опережающий темп роста эмиссии облигаций по сравнению с темпом роста банковских кредитов для финансирования инвестиций. Данная тенденция вполне объяснима, так как использование долговых ценных бумаг имеет ряд преимуществ перед банковским кредитом.

Меры, направленные на повышение надежности эмитентов и минимизацию рисков инвесторов позволяют, на наш взгляд, одновременно решить и задачу финансирования приоритетных отраслей экономики России, используя для этого средства государственных фондов. Так, объем фонда благосостояния России имеет стремительную динамику роста, начиная с 2000г. практически ежегодно удваиваясь, а в 2011г. достиг более 20 млрд. долларов (см. рис 31).

Для минимизации рисков инвесторов и их привлечения в приоритетные для страны отрасли экономики нами предлагается использование полного или частичного гарантирования возврата вложенных средств по облигационным займам. На текущий момент объем рынка корпоративных облигаций немногим превышает 50 млрд. долларов. Таким образом, учитывая существующий объем золотовалютных резервов страны (с учетом других госфондов), возможно применение 100% гарантий по возврату облигационных займов. Данный подход позволит существенно снизить риски вложения в корпоративные облигации, что, в свою очередь, приведет к снижению стоимости капитала, привлеченного для финансирования инвестиций.

Действенность предлагаемого подхода подтверждает динамика внешних заимствований корпоративного сектора и объема золотовалютных резервов. За период 1998-2009гг. наблюдалось практически полное совпадение объемов иностранных заимствований частного сектора и объемов золотовалютных резервов. Принимая во внимание, что большая часть золотовалютных резервов размещается в иностранных долговых бумагах, возникает ситуация, при которой российские предприятия вынуждены привлекать иностранный капитал по высокой стоимости, тогда как средства госфондов размещаются за рубежом практически по нулевой стоимости. Таким образом, использование средств госфондов позволит снизить стоимость заимствований и увеличить объем привлекаемого капитала.

Подобный подход возможно использовать и при стимулировании привлечения капитала путем эмиссии акций. Реализация механизма снижения рисков инвестирования при вхождении в акционерный капитал возможна посредством приобретения за счет средств госфондов определенного пакета акций компаний, планирующих привлечь финансовые ресурсы посредством размещения долевых инструментов фондового рынка. Так, приведенная в предыдущем параграфе структура капитализации российского рынка акций показывает, что более 30% капитализации рынка приходится на предприятия с государственным участием. Кроме того, более 50% объема операций на российском фондовом рынке приходится на бумаги компаний с государственным участием.

Проблема «удлинения» финансовых ресурсов не менее важна для российской действительности, нежели проблема их высокой стоимости. Так, реализация крупных инфраструктурных проектов или инвестиций в развитие высоких технологий зачастую имеют длительные сроки окупаемости, и существующие в настоящее время предельные сроки привлечения финансовых ресурсов не способны в полной мере удовлетворить потребности корпоративного сектора.

Для решения данной проблемы нами предлагается использование не только средств государственных резервных фондов, но и финансовых ресурсов пенсионных фондов, которые управляющие компании могут направлять на цели приобретения пакетов акций, то есть выступать портфельными инвесторами (см. рис. 33).