

Раздел III. ИНСТИТУЦИОНАЛЬНЫЕ И МЕТОДОЛОГИЧЕСКИЕ ПРОБЛЕМЫ

К.э.н. Сеченова В.В.

УЧАСТИЕ ФОНДОВОГО РЫНКА В ИНВЕСТИЦИОННОМ ПРОЦЕССЕ В РЕАЛЬНОМ СЕКТОРЕ ЭКОНОМИКИ

Несмотря на наметившуюся в начале 2001 г. положительную динамику ряда макроэкономических показателей, финансовое положение большинства предприятий реального сектора, особенно традиционных отраслей, остается крайне тяжелым. Это связано со многими причинами, в частности: нехваткой ликвидности, узостью рынка, низкой рентабельностью, недоступностью кредитовых ресурсов для производителя, неумением и боязнью предприятий использовать современные инструменты финансового рынка для реализации различных инвестиционных проектов, связанных с необходимостью трансформации «коротких» денег в «длинные» при минимизации возникающих рисков. Эмиссия корпоративных ценных бумаг наряду с прямым банковским кредитованием являются дополняющими друг друга формами финансирования капитальных затрат и каждая из них занимает определенную нишу на рынке финансовых ресурсов. Фондовый рынок в развитой рыночной системе содействует выравниванию отраслевых норм прибыли и перетоку финансовых ресурсов в те отрасли экономики, которые обладают лучшими возможностями с точки зрения текущей и перспективной рентабельности. Важнейшей причиной медленного формирования полноценного фондового рынка России с широким набором различных инструментов, (включающим наряду с акциями также АДР и корпоративные облигации как наиболее мобильные и эффективные способы привлечения инвестиций) остается финансовый механизм, созданный в нашей стране и до сих пор не сориентированный на активное использование потенциала финансового рынка. Несмотря на фактическую ликвидацию централизованного макроэкономического планирования распределение и перераспределение основной массы денежных накоплений,

потоков инвестиций по-прежнему минует финансовый или фондовый рынок. Согласно данным Госкомстата структура инвестиций в основной капитал по источникам финансирования в 2000 г. была такой:

собственные средства	– 46,1%
привлеченные средства,	– 53,9%
в том числе:	
– бюджетные	– 21,2%
– внебюджетных фондов	– 4,8%

В 1999 г. из всей суммы источников инвестиций предприятий и организаций в основной капитал в размере 565 млрд. руб. доля средств, привлеченных с помощью эмиссии акций, составляла только 0,7% или 4 млрд. руб., а с учетом эмиссии корпоративных облигаций, учитываемых согласно бухгалтерской отчетности в составе заемных средств (в сумме около 15 млрд. руб.) получается, что для финансирования основного капитала через финансовый рынок предприятия привлекли всего 3,5% необходимых им средств. Для сравнения: доля эмиссии акций в источниках финансирования инвестиций американских корпораций без учета амортизации составила в 90-х годах около 20%, а доля эмиссии корпоративных облигаций – порядка 30%. Причем, компании, относящиеся к традиционным отраслям экономики, ориентируются в основном на собственные средства и различные долговые инструменты (векселя, кредиты), тогда как компании, принадлежащие к так называемому хай-теку, т.е. быстро растущим, наукоемким отраслям, больше полагаются на эмиссию собственных ценных бумаг и их производных для финансирования расширения собственного производства. Такое разделение объективно предопределяется закономерностями развития самого фондового рынка. Капитализация новых высокотехнологичных компаний на всех западных рынках до весны 2001 г. намного опережала стоимость ценных бумаг компаний традиционных отраслей и обеспечивала первым более быстрый приток инвестиций. Основными же источниками финансирования развития производства наших предприятий по-прежнему остаются собственные средства (53,5% источников инвестиций в основной капитал), бюджетные средства (17,3%) и средства внебюджетных фондов (8,8%). В 1999 г. только у крупных и средних предприятий удельный вес собственных средств в источниках инвестиций

достиг 89,4% (в 1998 г. он был на уровне 84,7%). Причем такое самофинансирование российских предприятий скрывает серьезные внутренние диспропорции: собственные источники инвестиций перегружены внеоборотными активами – основными фондами и незавершенным производством. Самофинансирование могло бы выступать резервом роста производства только при условии дальнейшего роста загрузки существующих мощностей. Фактически же, подавляющая часть основных средств имеет высокий уровень физического и морального износа, но в результате постоянной переоценки их, удельный вес растет, а эффективность непрерывно снижается. В промышленности сегодня доля оборудования не отвечающего требованиям выпуска конкурентоспособной продукции в среднем составляет около 30%. Переломить эту негативную тенденцию можно только агрессивным введением ускоренной амортизации. Другим противоречивым феноменом самофинансирования предприятий в условиях малоликвидной и перегруженной налогами экономики России являются долги и неплатежи, которые могут обеспечить краткосрочное финансирование экономического роста. Несмотря на то, что доля продукции, работ и услуг, оплачиваемая деньгами, увеличилась с 37% в июне 1998 г. до 67% на середину 2000 г. и продолжает медленно возрастать благодаря активной государственной политике, направленной на ограничения в отношении различных зачетных схем, при расчетах предприятий с бюджетами разного уровня, и бартером при расчетах предприятий между собой, большинство производителей продолжают испытывать голод в «живых» деньгах. Динамика показателей доли денежных средств в расчетах за отгруженную продукцию после кризиса 1998 г. приведена на графике 1.

Несмотря на положительную в целом тенденцию, связанную с повышением монетизации экономики в целом и эффектом девальвации рубля после кризиса, предприятия реального сектора ограничены в возможностях расходования свободных остатков денежных средств. В результате возник так называемый «монетарный арбитраж», – по аналогии с известным финансовым арбитражем, существующем на рынке ценных бумаг. Оказавшись после кризиса 1998 г. в жестких условиях ограниченного спроса, наши предприятия вынуждены следовать правилу, когда на рынке для них различны не только стоимости и риски, связанные с

различными формами оплаты (наличные и безналичные деньги, векселя, бартер, взаимозачеты), но также различны стоимости и риски одинаковых инструментов, но используемых в расчетах с различными контрагентами.

Доля денежных средств в общем объеме оплат

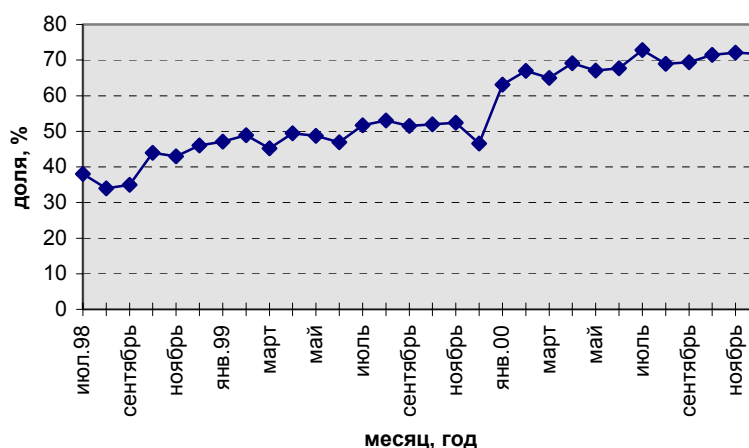


График 1.

Фактически сложилась цепочка приоритетов: первоочередными для предприятия являются обязательные платежи и долговые обязательства, затем приобретение энергоресурсов и запчастей к действующему оборудованию, зарплата занятых и лишь на последнем месте – приобретение средств развития или инвестиционные расходы. Причем, при снижении объема наличных платежных ресурсов отказ от их использования происходит начиная от конца цепочки, т.е. наиболее уязвимыми в этом процессе являются капитальные затраты. Частично предприятия могут осуществлять инвестиции за счет наращивания взаимных долгов, что и имело место в конце 1999 начале 2000г.г. Просроченная кредиторская задолженность на протяжении всего 2000г. продолжала расти – см. график 2.

Просроченная задолженность предприятий

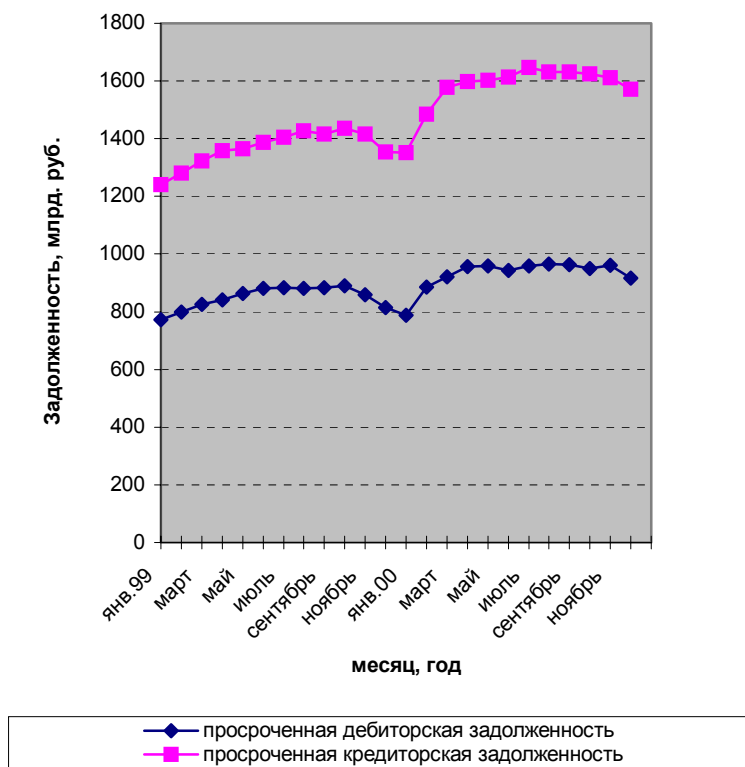


График 2.

В целом кредиторская задолженность по РФ в 2000 г. составила 3515 млрд. руб., из нее просроченная 1571 млрд. руб. или 44,7% (против 46,7% в 1999 г.). Дебиторская задолженность за этот же период составила 2451 млрд. руб., из нее просроченная 916 млрд. руб. или 37,4% (против 40,7% в 1999 г.). В этих условиях, для того, чтобы у менеджеров производственных компаний появился стимул привлекать деньги путем выпуска различных эмиссионных ценных бумаг (акции, облигации, векселя и т. п.) необходимы решительные шаги по вытеснению неденежных форм расчетов,

реструктуризации взаимных долгов предприятий и реальное банкротство неэффективных компаний. Необходимо сделать неденежные расчеты и долги самым дорогим средством решения финансовых проблем не только административными, но и экономическими методами. В противном случае, нарастание платежей, особенно при росте денежной массы (вызванной высокими ценами на нефть в 2000-2001 гг.) угрожает не только снижением темпов роста производства, а новым финансово-экономическим кризисом.

Финансовый рынок в условиях реальной рыночной экономики, обладает бесспорными преимуществами по сравнению с самофинансированием предприятий за счет собственных денежных накоплений и уж, тем более, бюджетных вливаний и централизованных фондов. Главными препятствиями на пути снижения доли централизованно распределяемых финансовых ресурсов в обход финансового рынка остаются несовершенство правовой базы, необходимость приближения ставки рефинансирования Банка России не только к уровню фактической инфляции, но также к уровню рентабельности реального сектора, и, наконец, прямая заинтересованность хозяйствующих субъектов в расширении производства, опирающаяся на устойчивое доверие и предсказуемость действий властей в экономической сфере. Отметим, что некоторое оживление и рост, имевшие место в реальном секторе на протяжении 1999-2000 гг. большинство аналитиков связывают все же не со снижением ставки рефинансирования ЦБ (которая только за один 2000 г. уменьшалась пять раз с 60 до 25%), а с последствиями предшествующего обесценения рубля и сверхвысокими ценами на нефть, позволившими ЦБ наращивать валютные резервы немислимыми темпами. Уменьшив в разы ставку рефинансирования и одновременно увеличив норму отчисления обязательных резервов на 1,5 процентных пункта для комбанков ЦБ РФ фактически выровнял доходы по активам с различной степенью риска. Согласно прогнозам экспертов финансового рынка, если принять за основу расчета уровень инфляции в 18% (что сегодня можно оценить как сверх оптимистичный), среднегодовой курс доллара в 32 руб./\$ и при этом учесть растущую величину резервируемых средств банков, то получим, что реальная процентная ставка составит уже 20-22% годовых, а доходность длинной позиции по

доллару – 23-24%. Поскольку инвестор выберет актив с меньшим уровнем риска, то получается, что слишком низкая процентная ставка тоже может помешать экономическому росту. Объективная недоступность банковского кредита для производителя, так же, как значительное превышение доходности операций на фондовом рынке (особенно в секторе госбумаг и корпоративных акций нефтяных компаний) по сравнению с рентабельностью реального производства в результате спекулятивной игры сегодня по-прежнему продолжает уводить денежные ресурсы из производственной сферы, хотя и в меньшей степени, чем до кризиса 1998 г. Вновь возрождается рынок гособлигаций (ГКО – ОФЗ), правда доходность ОФЗ-ПД теперь упала с 85 до 17% годовых, а ОФЗ-ФД, полученных инвесторами по новациям ГКО с 99% до 21% годовых. Причина подобного снижения доходности госбумаг, на наш взгляд, заключается не столько в том, чтобы направить финансовый поток в реальный сектор, сколько в том, чтобы демпфировать высокую насыщенность банковской системы свободной рублевой массой, поскольку остатки на корсчетах комбанков в ЦБ начали стремительно расти начиная с лета 2000 г. и превысили 100 млрд. руб. По сравнению с предшествующими годами главная проблема для российских банков начиная с 2000 г. заключалась не в нехватке ресурсов, а в том, что их некуда было вкладывать. Кредиты банковского сектора реальному сектору российской экономики находились на уровне 1,3% ВВП, но с учетом сокращения величины банковских активов в процентах к ВВП их доля в банковских активах поднялась с 32% до 33%. Для того же, чтобы реально привлечь крупные инвестиции в реальный сектор, по оценкам экспертов фондового рынка, доходность госбумаг должна быть уменьшена как минимум вдвое и приблизиться к уровню фактической рентабельности предприятий.

История становления и развития отечественного фондового рынка со всеми его взлетами и падениями на протяжении последнего десятилетия позволяет сформулировать основные причины, которые мешают ему стать эффективным механизмом формирования инвестиционных ресурсов для производственной сферы экономики. Во-первых, это низкая рыночная капитализация компаний – эмитентов. Доля рыночной капитализации российских акций в ВВП к началу 2000г. составляла около 7,5%, (при среднем показателе для развитых западных стран в 50% ВВП), а к концу

2000г. она равнялась \$ 40-50 млрд. Уже общим местом стало утверждение о том, что российский рынок корпоративных бумаг очень мелкий из-за явной недооцененности большинства акций компаний не только добывающих, но и обрабатывающих отраслей промышленности; во-вторых, сегодня не более одной трети от общего количества акций находится в свободном обращении, т.е. не в собственности государства, материнских компаний или стратегических инвесторов. В итоге объем рынка сужается до фактических \$ 12-15 млрд. Две трети акционерного капитала собраны в крупные пакеты, причем руководство предприятий часто является владельцами контрольных пакетов акций. Сейчас проходит очередной этап передела собственности, при котором наряду с экономическими и криминальными методами активно используется и административный ресурс власти. Масштабные нарушения прав собственности инвесторов и миноритарных акционеров также приводят к снижению стоимости инвестиций в фондовые активы. О потенциальных возможностях привлечения дополнительных инвестиций на рынок свидетельствует такой пример. Поворот менеджеров ЮКОСа в сторону миноритарных акционеров, ожидавших высоких дивидендов по итогам работы компании в 1999 г. сразу же вызвал двукратные увеличения капитализации этой компании; в-третьих, это низкая ликвидность и отраслевая узость эмитентов, которая ограничивается ценными бумагами буквально десятки известных компаний. Так, наибольшее представительство на рынке имеют бумаги предприятий экспортной ориентации и монополистов (НК «ЛУКОЙЛ», Сургутнефтегаз, РАО «ЕЭС России», РАО «Газпром», ЮКОС, РАО «Норильский никель» и т.п.). На 10 крупнейших эмитентов приходится около 90% всех сделок на рынке, а бумаги следующего десятка эмитентов могут претендовать на звание бумаг первого эшелона; в-четвертых, отсутствие сильного местного инвестора из-за большого разрыва между экономикой в целом и фондовым рынком, приводит к тому, что российский фондовый рынок следует за динамикой ведущих западных и восточных, азиатских развивающихся рынков. Свою игру на нем навязывают по-прежнему иностранные инвесторы. По данным НАУФОР российские операторы занимаются в основном брокерским бизнесом по заказам иностранных клиентов. Суммарные активы инвестиционных компаний всегда составляют

242

немногим более \$2 млрд. Сюда же следует отнести дополнительно активы паевых фондов (\$200 млн.), а также пенсионных фондов и страховых компаний (порядка \$ 1млрд.). Даже учитывая инвестиции банков в российские акции (не более \$5 млрд.) суммарные собственные вложения российских участников составят в итоге менее половины капитализации «свободного» рынка. До тех пор, пока на нашем рынке не появятся долгосрочные отечественные инвесторы, такие как пенсионные фонды, аккумулирующие частные накопления населения, а также, пока сам рынок больше зависит от динамики западных рынков нежели от внутренних экономических показателей (таких как потребительские доходы, инфляция, рост ВВП), будут продолжаться скачки котировок российских акций и фондовых индексов в пределах 15-17% и нестабильность фондовых индексов на всех торговых площадках; в-пятых, увеличение числа отечественных инвесторов безусловно снизит спекулятивный настрой на рынке корпоративных бумаг. Сформировавшийся подход инвесторов к акциям компаний как к краткосрочным оборотным активам, позволяющим быстро купить и продать акции с целью получить марку не может рассматриваться как стратегический посыл развития фондового рынка. Фундаментальный анализ призывает оценивать акции как часть капитала компании, часть ее бизнеса. Однако сегодняшняя практика работы рынка показывает, что исключительно ценовая динамика определяет принятие решения об инвестировании в акционерный капитал. Игнорирование фундаментальных подходов при принятии инвестиционных решений привело к существенному завышению рыночных цен акций по сравнению с реальной стоимостью, приходящихся на них производственных активов, что и вызвало наряду с очередными кризисами на мировых фондовых рынках резкое падение цен и периоды последующей длительной стагнации на российском рынке корпоративных ценных бумаг; шестым, но не последним по значению, является тот факт, что российский рынок все еще наполнен системными рисками политической нестабильности и низкой корпоративной культуры. Напряженность сохраняется из-за отсутствия финансовой прозрачности эмитентов и нормативной законодательной базы, регулирующей маргинальную торговлю, а также отсутствия четкого разграничения традиционно банковской и инвестиционной

деятельности и административного разделения собственных и клиентских счетов в деятельности инвестиционно-брокерских компаний. Что же касается законодательных проблем, связанных с выпуском акций и корпоративных облигаций, то они по-прежнему тормозят возможности использования фондового рынка в качестве источника инвестиций для реального сектора. С одной стороны, в государственных экономических программах провозглашается приоритетное внимание к развитию реального сектора, а с другой стороны, в проекте налогового законодательства создаются вполне конкретные препятствия для выхода этих предприятий на финансовый рынок с целью заимствования средств. К этим препятствиям относятся: налог на операции с ценными бумагами в размере 0,8% от номинальной стоимости выпускаемых ценных бумаг. Такой налог явно негативно влияет на возможности финансирования реального сектора через фондовый рынок. Во-первых, он требует, чтобы эмитент располагал свободными финансовыми ресурсами, прежде, чем он мог обратиться за заемными средствами; во-вторых, предусматриваемое новым налоговым кодексом (НК РФ, гл.34, Ч.2), введение государственной пошлины на регистрацию проспекта эмиссии в размере 0,8% от номинальной стоимости выпуска ценных бумаг (вместо налога) при одновременном освобождении от такой пошлины выпусков госбумаг, облигаций Банка России и муниципальных ценных бумаг означает фактически не отмену, а только изменение названия действующего налога на операции с ценными бумагами и прямую дискриминацию корпоративных ценных бумаг по сравнению с другими инструментами финансового рынка; налог на доходы от капитала, предполагается взимать у источника по ставке 30% от суммы процентов по корпоративным облигациям. В то же время гл.31 НК РФ предусматривает освобождение от данного налога процентов по государственным ценным бумагам, а также взимание налога на доходы от капитала в виде дивидендов по акциям в размере 15%, что также обеспечивает преимущество госбумаг по сравнению с корпоративными облигациями, т.е. государство целенаправленно тормозит приход инвестиций в реальный сектор, создавая преференциальные условия исключительно для себя; необходимо упростить процедуру выпуска и регистрации корпоративных облигаций для тех эмитентов, которые исполняют требования

действующего законодательства по ежеквартальному раскрытию информации о финансовом положении и корпоративных событиях согласно закону «О рынке ценных бумаг». В то же время упрощение регистрации выпусков корпоративных ценных облигаций должно сопровождаться введением более жестких требований по раскрытию информации об эмитентах и о самих бумагах, включая рейтинговые оценки кредитоспособности эмитентов облигаций; необходимо четко сформулировать и законодательно укрепить государственную стратегию формирования рынка корпоративных ценных бумаг, сняв ключевое противоречие между понятиями акционера и собственника. Пока же предполагается, что российскому фондовому рынку надлежит перейти от «американской» модели (которую мы практически никогда не имели) к «немецкой», которая с настоящей немецкой не имеет ничего общего. «Немецкая» модель, к которой нам якобы надо теперь (со сменой главы ФКЦБ) стремиться, не имеет ничего общего с реальным отношением между крупными и мелкими акционерами в Германии. Известно, что в деле защиты прав мелких акционеров Германия исторически занимает ведущее положение. Так, согласно закону об акционерных обществах (Aktjengesetz) помимо известных нам гарантий владельцам 25% акций, дает также право владельцам 10%-ного пакета потребовать отчета совета директоров или правления (п.147); владельцам 10%-ного пакета номинальной стоимостью свыше 2 млн. ДМ потребовать отзыва аудитора (п.318); созыв общего собрания происходит по требованию уже 5% акционеров (п. 122); оговорим право выражения особого мнения по требованию 5% акционеров, владеющих акциями на сумму 1млн. ДМ и т.д. Важнейшим правом акционеров является их преимущество при выкупе акций новой эмиссии с сохранением доли в уставном капитале (п.186) и возможности получения премии в случае отказа от выкупа. Наконец, считается невозможным невыплата дивидендов в случае прибыльности компании, несмотря на любые инвестиционные проекты. Немыслимой является ситуация, когда какой-нибудь немецкий банк, владеющий, например, контрольным пакетом акций автозавода, заставил бы его продавать себе автомобили за полцены, потихоньку выводя при этом активы завода через какие-то ЗАО (GmbH) как это делал у нас ЮКОС с Юганскнефтегазом. Рассуждения о различных моделях, прикрывающие воровство и

захват, царившие на российском фондовом рынке в 1999 г., расцвели именно тогда, когда на мировых фондовых рынках происходили действительно качественные преобразования – процесс реальной конвергенции (взаимопроникновения) американской и немецкой моделей рынка, в результате которой все формальные различия между ними будут постепенно стерты. Однако главное заключается в том, что законные права акционеров – незыблемы в условиях любой модели и это остается главным уроком для создания эффективного российского рынка корпоративных бумаг; другой пример, более года решался вопрос о включении расходов эмитента на выплату купонов по облигациям в состав затрат; после очень незначительной корректировки закона общий объем эмиссии 20 компаний составил более 32 млрд. руб.

В результате подобных недоработок российский рынок корпоративных бумаг в состоянии сегодня предоставить потенциальному инвестору очень ограниченный набор финансовых инструментов. Развитым фондовым рынкам мы уступаем не только по объему (т.е. по ширине охвата проблемы), но и по числу используемых торговых инструментов (т.е. по глубине возможного решения). Так, по количеству эмитентов, акции которых входят в листинг крупнейших мировых бирж, сегодня российский фондовый рынок уступает США в 250 раз, а Великобритании более чем в 70 раз. По числу рыночных инструментов наше отставание также впечатляет: у нас он насчитывает десяток видов ценных бумаг, тогда как в развитых экономиках десятки тысяч. В результате, крайняя скудость наличного инструментария, используемого нашим рынком, также является одним из факторов ограничивающих приток инвестиций на фондовый рынок. Основополагающей проблемой, препятствующей притоку капитала в реальный сектор экономики в значительной мере и через рынок корпоративных ценных бумаг является не ограниченность финансовых ресурсов для инвестиций, а отсутствие мотивации инвестиционной деятельности у всех хозяйствующих субъектов, в том числе и у эмитентов – российских предприятий.

Вопросы политической стабильности, благоприятного экономического климата, устойчивого роста экономики, грамотного и честного менеджмента наряду с сильной правовой защитой инвестора все еще не нашли у нас положительного разрешения. Этим объясняется неготовность большинства средних,

но уже достаточно успешно адаптировавшихся к рыночным условиям, предприятий и компаний начать процесс первичного размещения своих акций на рынке и использовать этот процесс для активного привлечения инвестиций. Нуждаясь в новых средствах, успешно работающие российские предприятия опасаются быть проданными, т.е. обрести новых акционеров, которые будут проводить неизвестную политику; они не хотят делиться своей властью в обмен на инвестиции. Решение этой дилеммы возможно только при проведении последовательной политики рыночной трансформации всей экономики, выработки цивилизованного и эффективно действующего законодательства, регулирующего фондовый рынок, и правил рыночной конкуренции, включая процедуру банкротства. Нельзя пройти также мимо вопиюще неэффективного использования средств, полученных компаниями – эмитентами в результате первичной эмиссии ценных бумаг (в частности, использование этих средств для финансирования операций поглощения компаний – конкурентов, что не увеличивает размер производственного капитала и снижает и так невысокую конкуренцию на нашем рынке). Пагубно сказались на инвестиционных возможностях конкретных компаний – производителей и неоправданно высокие ожидания благоприятных перспектив развития и высокой рентабельности конкретных отраслей. Напомним, что это касалось недавнего бума на рынке интернет-компаний и хай-тека, который привел к убыткам для многих из них и это должно послужить уроком и для российского фондового рынка. Кроме того, следует учитывать, что избыточный объем первичного предложения акций, который превышает платежеспособный спрос и не может быть поглощен рынком (что имело место при массовой приватизации российских компаний в 90-х годах) и который устанавливает неоправданно низкие цены на акции, столь же плох, как и отсутствие вторичных эмиссий ценных бумаг, если они могут быть востребованы рынком.

Другой фундаментальной проблемой, которая мешает не только развертыванию инвестиционной составляющей рынка акций, но является глобальной и всеобъемлющей причиной более высокого уровня, является кризис доверия. Кризис доверия всем и вся: бизнеса и населения властям, инвесторов – банкам, участникам рынка и эмитентам, партнеров по бизнесу – друг другу, покупателей – продавцам и т.д. Кризис доверия – первопричина

крайне низкого качества корпоративного управления, тогда как отсутствие системы защиты базовых ценностей гражданского общества порождает несоблюдение баланса интересов акционеров, менеджеров и клиентов компаний. В итоге сегодня как рядовые акционеры, так и менеджмент большинства компаний не ориентированы на реинвестирование прибыли в собственные предприятия.

В течение 2000 г. Банк России пять раз снижал ставку рефинансирования с 55% в январе до 25% в ноябре месяце, а средняя ставка по краткосрочному коммерческому кредиту опустилась с 40 до 20% годовых. Однако, несмотря на это, все еще не происходит заметной переориентации потоков капитала с финансовых рынков на кредитование реального сектора. По данным Госкомстата, за счет кредитных ресурсов банков финансируется менее 5% инвестиций. Причинами этого с точки зрения монетарных показателей является, во-первых, все еще значительный разрыв между ставкой рефинансирования и достигнутым уровнем рентабельности в большинстве отраслей реального сектора кроме нефтегазодобычи (но и там происходит постепенное увеличение налогового бремени); во-вторых, необходимо учитывать инфляционную составляющую издержек, а уровень инфляции по итогам 2000 г. составил не менее 21%; наконец, в-третьих, несмотря на то, что кредитование оборотных средств для нормально работающих предприятий даже не для экспортеров перестало быть непреодолимой проблемой, ощущается острый дефицит инвестиционных кредитов на сроки от трех лет с льготным периодом и гибкими процентными ставками. Решить эту проблему на финансовом и фондовом рынке можно двумя путями: сначала необходимо избавиться от короткой структуры пассивов банковской системы, не позволяющей ей выдавать длинные кредиты производителю при том, что действующие банки сегодня владеют совокупным капиталом не менее \$ 3 млрд. высоколиквидных незадействованных средств. Следующим шагом было бы целесообразно форсированно развивать фондовый рынок через создание условий для расширения возможностей эмиссии для большинства тех предприятий и компаний, продукция которых уже успешно реализуется в рыночных условиях. Однако, государство вновь предпочитает осуществлять модель денежной политики, пассивно

следующей за платежным балансом. Под выкупаемую у экспортеров долларовую выручку Банк России эмитирует дополнительную рублевую массу и для ликвидации рублевого навеса на внутреннем рынке предпринимает меры по стерилизации излишней массы денег (создавая новый рынок госбумаг вместо рухнувшего ранее ГКО-ОФЗ), вместо того, чтобы создавать каналы связи финансового фондового рынка и стимулировать переток капитала из финансового сектора в производство через работающий рынок инвестиций.

Артемьев С.А.

СОВРЕМЕННЫЕ МЕТОДЫ ОЦЕНКИ ЭФФЕКТИВНОСТИ КАПИТАЛЬНЫХ ВЛОЖЕНИЙ

В последнее время многие управленческие решения, касающиеся принятия каких-либо проектов, в большинстве своем основываются на результатах экономического анализа с использованием показателей оценки эффективности капитальных вложений. Предлагается следующая классификация показателей оценки эффективности инвестирования, которые являются наиболее популярными на практике и используются как российскими предприятиями, так и компаниями в странах с развитой рыночной экономикой (рис. 1).



Рис. 1. Классификация показателей оценки инвестиционных проектов

Данная классификация допускает деление показателей эффективности капитальных вложений на три основные группы: неформализованные (качественные), статические (простые) и динамические (основанные на дисконтировании).

Качественные показатели

К качественным показателям относят критерии "*срочности*" (отбираются проекты, требующие немедленной реализации; их непринятие может привести к нежелательным финансовым и иным последствиям) и "*вынужденности*" (данный критерий может использоваться при необходимости осуществления инвестиций, например, в случае вмешательства государства в дела компании). Использование неформализованных показателей не позволяет количественно оценить инвестиционные предложения, и поэтому вопрос относительно целесообразности осуществления проекта или выбора одного из нескольких приемлемых часто решается аналитиками на уровне интуиции.

Статические показатели

К статическим показателям оценки инвестиционных проектов относится расчет простой (бухгалтерской) нормы прибыли и расчет периода окупаемости проекта.

Простая (бухгалтерская) норма прибыли проекта (Accounting Rate of Return, ARR) характеризует годовую рентабельность всего инвестированного капитала, выражается в процентах и рассчитывается по формуле (1):

$$ARR = \frac{PR_{\text{ср}}}{(IC - LV) / 2} \times 100\% \quad (1),$$

где PR_{cp} – среднегодовая прибыль проекта; IC – капиталовложения (инвестиционные затраты); LV – ликвидационная стоимость основных средств.

В некоторых случаях формула расчета бухгалтерской нормы прибыли имеет следующий вид (1a):

$$ARR = \frac{\text{среднегодовая прибыль проекта}}{\text{инвестированный капитал}} \times 100\% \quad (1a).$$

Это объясняется тем, что первый вариант расчета критерия бухгалтерской нормы прибыли учитывает постепенное и равномерное списание стоимости оборудования при линейной амортизации, поэтому в течение всего срока жизни проекта "инвестируется" с бухгалтерских позиций, в среднем, примерно половина общей суммы капиталовложений в зависимости от величины ликвидационной стоимости, которая остается "недоинвестированной". Но такая ситуация происходит, как правило, лишь в тех случаях, когда срок службы оборудования совпадает со сроком функционирования проекта и не со всей суммой инвестированного капитала. В основном это касается приобретения основных средств, поэтому часто используется и второй вариант формулы.¹ Основным достоинством критерия бухгалтерская норма прибыли является его простота. В настоящее время этот критерий используется только для быстрой "отбраковки" проектов. К недостаткам бухгалтерской нормы прибыли можно отнести то, что этот критерий не учитывает распределение во времени инвестиционных издержек и доходов, а также сложность выбора "обычного" года, наиболее характерного для проекта.

Период или срок окупаемости капиталовложений (Payback Period, PB) является одним из простейших и наиболее часто используемых критериев оценки экономической эффективности проекта. По определению, период окупаемости – это минимальный интервал времени (от начала осуществления проекта), за пределами которого интегральный эффект от реализации проекта становится

¹ Этот вариант формулы рекомендуется специалистами Института экономического развития Всемирного банка. (Волков И. М., Грачева М. В., Алексанов Д.С. Критерии оценки проектов. http://www.cfin.ru/finanalysis/cf_criteria.shtml)

положительным и в дальнейшем не становится отрицательным. Иными словами, это период, начиная с которого первоначальные вложения и другие затраты, связанные с инвестиционным проектом, покрываются суммарными результатами его осуществления. В том случае, если проект предусматривает ежегодное получение финансовых потоков, одинаковых по величине, период окупаемости можно рассчитать по формуле (2):

$$PB = \frac{IC}{CF_{cp}} \quad (2),$$

где IC – общая стоимость капиталовложений в проект; CF_{cp} – среднегодовой финансовый поток от реализации проекта.

Преимущество периода окупаемости заключается в том, что с его помощью достаточно четко оценивается ликвидность проекта и уровень риска: при прочих равных условиях проект, окупаемый за 3 года, является менее рискованным по сравнению с тем, который имеет срок окупаемости 5 лет. Несмотря на то, что данный критерий является одним из самых распространенных, он обладает тремя главными недостатками: (1.) Период окупаемости не учитывает денежные потоки, и следовательно отдачу от реализации проекта после наступления момента окупаемости капитальных вложений. Очевидно, что для объективной оценки инвестиций недостаточно знать только возможность возврата капитальных вложений. Вкладывая средства в проект, инвестор надеется на получение требуемой нормы прибыли. (2.) Период окупаемости не учитывает динамику изменения величины финансовых потоков для различных периодов в течение срока жизни проекта. Проекты с нарастающими или убывающими потоками денег во времени являются достаточно распространенными. Вложение в производство новой продукции может давать растущие потоки денег в начале жизненного цикла товара. После достижения своего максимума величина потоков может резко падать на поздних стадиях жизни товара. Замена оборудования, наоборот, приводит к непрерывному росту величин потоков, что связано с увеличением эффективности затрат по мере списывания существующего оборудования. (3.) Период окупаемости касается первоначальных инвестиций в проект и не учитывает влияния на эффективность проекта дополнительных

(промежуточных) капитальных вложений. Оба из рассмотренных выше показателей имеют ряд общих недостатков, обусловленных игнорированием концепции временной ценности денежных ресурсов. Далее речь пойдет о показателях, учитывающих изменение стоимости денежных ресурсов во времени, т.е. при расчетах которых используется принцип дисконтирования.

Динамические показатели

Для оценки эффективности капитальных вложений с учетом фактора времени на практике используется несколько критериев. К их числу относятся дисконтированный период окупаемости, чистый дисконтированный доход, дисконтированный индекс доходности, внутренняя норма доходности¹ и некоторые другие. Для определения всех перечисленных критериев используются дисконтированные финансовые потоки, поэтому особое внимание при оценке инвестиций следует уделять определению прогнозных значений финансовых поступлений и выплат в течение всего срока жизни инвестиционного проекта. В современных условиях даже такой широко распространенный показатель, как период окупаемости капитальных вложений, рекомендуется определять с использованием дисконтирования.

Дисконтированный период окупаемости (Discounted Payback Period, DPB) можно представить как минимальный временной интервал от начала реализации проекта, когда соответствующий интегральный эффект становится положительным и остается таковым до конца анализируемого периода (3):

$$DPB = \min \tau : \sum_{t=0}^{\tau} \frac{CF_t}{(1+r)^t} \geq \sum_{t=0}^{\tau} \frac{IC_t}{(1+r)^t} \quad (3),$$

где $\tau \in [0, T]$; CF_t – финансовый поток года t ; IC_t – капитальные вложения (инвестиционные затраты) в году t ; T – период реализации проекта; r – ставка дисконтирования.

Дисконтированный период окупаемости – это период времени, в течение которого первоначальные вложения и другие затраты, связанные с инвестиционным проектом, покрываются суммарными

¹ Эти показатели рекомендованы к применению Методическими рекомендациями по оценке эффективности инвестиционных проектов и их отбору для финансирования, утвержденными Минэкономки РФ, Минфином РФ и Госстроем РФ от 21 июня 1999 г. № ВК 477.

результатами его осуществления, т.е. начиная с момента времени $\tau=DPB$, данный проект уже не нуждается в каком-либо внешнем финансировании. Дисконтированный период окупаемости может служить критерием для принятия инвестиционного решения. Дисконтированный период окупаемости, как и обычный, является одним из важных параметров оценки инвестиционного проекта. Данный критерий позволяет детально измерить время, требуемое для возмещения инвестиционных затрат. Это можно объяснить следующим образом. При имеющихся значениях финансовых потоков формируется кумулятивный финансовый поток проекта, который после инвестирования средств становится отрицательным. Затем, по мере развития проекта, происходит постепенная трансформация отрицательного кумулятивного финансового потока в положительный. Тот интервал (год, месяц) проекта, в рамках которого кумулятивный финансовый поток превращается в нуль, и служит границей периода окупаемости.

Основным критерием ценности инвестиционного проекта является критерий *чистого дисконтированного дохода* (Net Present Value, NPV). Чистый дисконтированный доход определяется как сумма финансовых потоков, генерируемых инвестиционным проектом за весь расчетный период $[t_0, T]$, приведенная к начальному моменту t_0 со ставкой дисконтирования, равной r (4):

$$NPV = \sum_{t=0}^T \frac{CF_t}{(1+r)^t} - \sum_{t=0}^T \frac{IC_t}{(1+r)^t} \quad (4),$$

где CF_t – доход, достигнутый за период времени t (чистый финансовый поток года t); IC_t – капиталовложения в году t ; T – расчетный период оценки; r – ставка дисконтирования.

Одним из главных критериев инвестиционной предпочтительности того или иного проекта является максимизация прибыли. Однако для более эффективного анализа инвестиций также должны учитываться размер капитальных вложений и альтернативное использование средств. Как большинство авторов исследований по данной тематике, так и большинство практиков считают чистый дисконтированный доход наиболее подходящим критерием оценки привлекательности инвестиционного проекта, характеризующим доходный потенциал вложенных средств. Чистый дисконтированный доход показывает

соотношение между будущими доходами от инвестиций и вложенными средствами. Данный критерий позволяет аналитику сделать вывод о предпочтительности чистого баланса между "текущими стоимостями" этих составляющих. Критерий NPV показывает, может ли реализация инвестиционного проекта дать возможность получить норму прибыли, применяемую в расчетах. Можно проследить некоторое сходство между критерием NPV и концепцией окупаемости, в которой также присутствует покрытие инвестированных средств. Несмотря на это, существенное различие между окупаемостью и чистым дисконтированным доходом заключается в том, что критерий NPV в дополнение к возврату на инвестиции обладает внутренним требованием к доходности на вложенный капитал. Лучше всего чистый дисконтированный доход используется в качестве индикатора, показывающего возможность достижения планируемой нормы прибыли в течение периода функционирования инвестиционного проекта. Когда чистый дисконтированный доход положителен, существует потенциал получения дохода выше установленной нормы. И, наоборот, когда чистый дисконтированный доход отрицателен, отсутствуют возможности достижения минимально приемлемой нормы прибыли и возврата капитала. В случае, когда чистый дисконтированный доход равен нулю, реализуется минимальная норма возврата капитала при условии, что оценка величины потоков проектируемого срока жизни проекта представляется достаточно надежной. Неравномерный уровень финансовых потоков может оказать значительное влияние на результаты при неизменном методе расчета. Критерий NPV может без трудностей приспособиваться к любой комбинации различных финансовых потоков. Значительное влияние на результаты расчета и, следовательно, на его интерпретацию оказывает выбор ставки дисконтирования. Кроме того, необходимо заметить, что чем дальше отнесены во времени (относительно нулевого интервала) планируемые поступления и платежи, тем меньшее влияние они оказывают на величину показателя чистого дисконтированного дохода. Таким образом, критерий NPV имеет явно выраженные преимущества по сравнению со статическими критериями, поскольку он учитывает весь срок жизни проекта и характер распределения во времени финансовых потоков. Несмотря на то, что данный критерий представляется предпочтительным

инструментом оценки инвестиционных альтернатив, он не может характеризовать все аспекты экономической эффективности капитальных вложений.

В настоящее время *дисконтированный индекс доходности* (Discounted Profitability Index, DPI) является одним из часто используемых измерителей относительной ценности инвестиционного проекта. В общем виде дисконтированный индекс доходности представляет собой отношение суммы дисконтированных (к начальному периоду времени t) финансовых потоков проекта к величине капиталовложений. Другими словами, дисконтированный индекс доходности является формальным способом выражения соотношения доходов и затрат инвестиционного проекта (5):

$$DPI = \frac{\sum_{t=0}^T \frac{CF_t}{(1+r)^t}}{\sum_{t=0}^T \frac{IC_t}{(1+r)^t}} = \frac{NPV}{IC} + 1 \quad (5),$$

где CF_t – финансовый поток проекта в году t ; IC_t – сумма капитальных вложений в проект в году t ; IC – сумма капиталовложений в проект за T лет реализации проекта.

Согласно правилу DPI, чтобы принять решение о реализации проекта, минимально приемлемое значение критерия должно быть более 1,1 для устранения влияния возможных погрешностей. Если чистый дисконтированный доход положителен, то дисконтированный индекс доходности больше единицы, что является необходимым условием относительной эффективности инвестиционного проекта. Дисконтированный индекс доходности позволяет аналитику оценить инвестиционные альтернативы различных масштабов путем сопоставления доходности проектов. Однако данный критерий обладает недостатком, заключающимся в том, что после его расчета нет возможности судить об абсолютном денежном эффекте, вызванном проектом.

Для использования критерия NPV необходимо установить соответствующую ставку дисконтирования, что является достаточно сложной задачей, поскольку при этом часто требуется

экспертная оценка каждой из ее составляющих. В связи с этим большое распространение получил критерий *внутренней нормы доходности* (Internal Rate of Return, IRR), в котором субъективный фактор сведен к минимуму. Если изобразить зависимость чистого дисконтированного дохода от ставки дисконтирования, то будет видно, что кривая значений чистого дисконтированного дохода пересекает ось абсцисс в некоторой точке. Таким образом, внутреннюю норму доходности можно определить как уникальное значение ставки дисконтирования для каждой инвестиционной фазы, при которой приведенная стоимость всех финансовых притоков равна приведенной стоимости всех финансовых оттоков. Значение нормы дисконта, при котором чистый дисконтированный доход обращается в нуль, и называется внутренней нормой доходности (6):

$$IRR = r^* : NPV(r^*) = 0 \quad (6).$$

Проект можно считать эффективным, если внутренняя норма доходности больше "средневзвешенной стоимости капитала", т.е. проценты по источникам финансирования (если они были привлечены) смогут быть покрыты из доходов от реализации проекта за время, равное горизонту расчета. Для простых случаев расчет внутренней нормы доходности производится с использованием таблиц дисконтирования. Когда проект обладает более сложным распределением различных по своей величине денежных потоков, процедура расчета заключается в методе "проб и ошибок". Определяется чистый дисконтированный доход при искомой норме дисконта: если полученное значение чистого дисконтированного дохода положительно, используется более высокая ставка дисконтирования. Если же при более высокой норме дисконта значение чистого дисконтированного дохода отрицательно, значение внутренней нормы доходности должно находиться между этими двумя значениями. Однако если более высокая ставка дисконтирования все еще дает положительное значение чистого дисконтированного дохода, ее следует увеличивать до тех пор, пока значение критерия NPV не станет отрицательным. Если положительные и отрицательные значения чистого дисконтированного дохода близки к нулю, можно получить приемлемую аппроксимацию величины внутренней нормы доходности с помощью линейной интерполяции.

Существуют три основные интерпретации экономического смысла внутренней нормы доходности: (1.) Определение максимальной ставки платы за привлекаемые источники финансирования проекта, при которой последний остается безубыточным. В случае оценки эффективности общих инвестиционных затрат, это может быть максимальная процентная ставка по кредитам, а при оценке эффективности использования собственного капитала – наибольший уровень дивидендных выплат. (2.) Нижний гарантированный уровень прибыльности инвестиционных затрат. Если он, с учетом инвестиционного риска данного проекта, превышает среднюю стоимость капитала в данном секторе инвестиционной активности, то проект может быть рекомендован к осуществлению. (3.) Предельный уровень окупаемости (доходности) инвестиций, что может быть критерием целесообразности дополнительных капиталовложений. Важным преимуществом использования показателя IRR является то, что оценщик проекта, на этапе его реализации проекта, может не прогнозировать уровень ставки дисконтирования с целью обоснования эффективности проекта. То есть оценивание проекта происходит без использования указанной дополнительной информации, которая может оказаться ненадежной. В связи с этим можно говорить о том, что у проектов с большей внутренней нормой доходности выше устойчивость и надежность, а близость внутренней нормы доходности к принятой в расчетах ставке дисконтирования показывает, что при малейшем изменении условий реализации этот проект может превратиться из прибыльного в убыточный. Поэтому при решении задачи выбора оптимального проекта из некоторой совокупности на предприятии устанавливается минимальное значение показателя IRR, служащее ограничением оценки эффективности инвестиций. Несмотря на достаточную объективность, отсутствие зависимости от абсолютных размеров инвестиций и богатый интерпретационный смысл, критерий внутренней нормы доходности имеет ряд недостатков: (1.) для проектов, не стандартных по структуре денежных потоков и распределению их во времени, может наблюдаться как множественность, так и отсутствие значения показателя IRR; (2.) очень трудно отдать предпочтение какому-либо из альтернативных проектов, различающихся между собой размером капитальных вложений и имеющих внутренние нормы

258

доходности, обратно пропорциональные размеру инвестиций; (3.) на основе IRR невозможно установить срок окупаемости капитальных вложений.

Очевидно, что при оценке инвестиций необходимо использовать IRR, но только в совокупности с другими критериями.

Емельянов Р.В.

СОСТОЯНИЕ И ПЕРСПЕКТИВЫ ФИНАНСОВОГО ОБЕСПЕЧЕНИЯ РЕМЕСЛЕННЫХ ПРЕДПРИЯТИЙ В РФ

Важным фактором развития ремесленничества в России является доступ ремесленных предприятий к кредитным ресурсам. По сравнению с крупными компаниями ремесленный бизнес характеризуется низкой долей собственного капитала в структуре финансирования, и, соответственно, повышенной потребностью во внешних заемных средствах. Однако, при обращении за финансовой поддержкой ремесленные предприятия сталкиваются с серьезными препятствиями и имеют, как правило, ограниченный доступ к ресурсам легального рынка ссудного капитала. Ремесленное предприятие как субъект кредитования обладает определенной спецификой, которая связана прежде всего с его относительно низкой кредито- и платежеспособностью. Корни финансовой неустойчивости РП - в объективно менее благоприятных по сравнению с крупными фирмами условиях хозяйствования. Внешняя среда ремесленного предприятия отличается неопределенностью. Как правило, оно действует на локальном рынке, который в отличие от рынков крупных корпораций характеризуется высокой степенью неизвестности и стихийности.

В целом проблемы, возникающих на пути развития ремесленного бизнеса в России, можно условно подразделить на четыре основные категории. (1.) Организационные, связанные с юридическим оформлением и регистрацией предприятия, открытием счета в банке и т.д. (2.) Материально-технического обеспечения: нехватка или отсутствие производственных помещений и современного оборудования, низкая квалификация персонала, недостаточная правовая защищенность деятельности предприятий и др. (3.) Финансовые (инвестиционные), включая затруднения в легализации капитала для регистрации предприятия, в формировании на основе собственных сбережений и долгосрочных кредитов стартового капитала (по причине

сохранения жесткого фискального прессинга), в создании собственной дилерской сети и установлении связей с поставщиками сырья. (4.) Кредитные, сопряженные с получением кредитов при посредничестве лицензированных кредитно-банковских институтов. Все перечисленные выше группы проблем, естественно, резко обостряются: 1) в период учреждения ремесленных предприятий и их выхода на рынок; 2) в условиях финансово-экономических кризисов.

В России многочисленные выборочные обследования ремесленных предприятий четко показывают, что труднодоступность банковских кредитов - одно из серьезнейших препятствий на пути их роста. Отсутствие у РП необходимых залоговых возможностей, неразвитость системы гарантий и лизинговых механизмов, с одной стороны, неустойчивость региональных и даже столичных кредитных организаций, - с другой, - все это предопределяет низкий уровень развития отношений между российским ремесленным бизнесом и банковским сектором. Обратной стороной этого процесса является уход значительной части ремесленных предприятий в "теневую экономику". При отсутствии поддержки банков независимый ремесленный бизнес вынужден обращаться за судами под оборотный и основной капитал в неформальный сектор, естественно, попадая в сферу жесткого финансового и иного контроля со стороны "теневых" капитала. Банки, в свою очередь, предпочитают работать лишь с теми РП, которые входят контролируемые их корпорации, предлагая "чужим" ремесленным предприятиям заведомо неприемлемые условия предоставления ссуд. Иными словами, банки выталкивают "сторонних" платежеспособных заемщиков "в тень" и практикуют убыточное кредитование "своих" неплатежеспособных предприятий.

В качестве главных причин отчуждения предпринимателей ремесленного бизнеса от банковских (в том числе сбербанковских) кредитных услуг сами РП отмечают: 1) высокий процент по ссудам; 2) длительность процедуры оформления кредитов; 3) краткосрочность последних; 4) особо жесткие требования в отношении обеспечения ссуд (включая гарантии); 5) нежелание банков работать с ремесленными предприятиями. Первая из перечисленных позиций - ключевая, причем уровень процента по ссудам банков примерно вдвое превышает его уровень по ссудам

физических лиц. Дополнительные мотивы, по которым РП предпочитают покупать кредитные услуги у физических лиц, – меньшие затраты времени на оформление кредита, более длительные сроки кредитования, отсутствие требования залога, возможность получения ссуды наличными, неформальные отношения с заимодавцами. Одной из проблем, с которыми сталкиваются банки при кредитовании РП, является сложность оценки залога, ввиду нестандартности предлагаемого обеспечения. В него наряду с кредитуемыми товарами и основными средствами, недвижимостью (если таковая имеется), как правило, входит личное имущество заемщика (бытовая техника, мебель и т.д.). В этих случаях стоимостная оценка не производится, а применяется шкала коэффициентов, учитывающих, в том числе, и степень износа предмета залога. В зарубежной практике при кредитовании РП достаточно широко применяются *гарантии и поручительства третьих лиц*, что позволяет скомпенсировать недостаток залогового обеспечения и в целом снизить кредитный риск. Обладая, как и залог, способностью юридически и экономически защищать интересы кредитора, *гарантии и поручительства* имеют иную исходную базу. Имущественную ответственность несет за заемщика третье лицо, которое, согласно заключаемому соглашению, обязуется уплатить кредитору определенную денежную сумму по предоставлении им соответствующего требования. В качестве субъектов гарантированного обязательства могут выступать банки, финансово устойчивые предприятия, с которыми заемщик имеет систематические производственные связи, или специализированные учреждения, располагающими средствами (страховые организации).

Ввиду ограниченности залоговых возможностей у РП возникает настоятельная потребность в создании дополнительных гарантий по обеспечению возвратности ссуды. Соответственно чаще применяются гарантии и поручительства третьих лиц, в том числе в рамках государственных программ. Участие же государства в кредитовании РП (в форме финансовой поддержки гарантийных фондов и страховых компаний, предоставления целевых льготных кредитов) приводит в действие ряд рисков, несвойственных для кредитования других предприятий: бюджетные риски (секвестр), законодательные и правовые риски, политические риски. Отсюда необходимость использования таких методов страхования рисков,

как четкие лимиты при кредитовании, ограничение доли в кредитном портфеле, максимальные резервы против потерь и т.д. Для улучшения ситуации с финансированием РВ в ряде регионов РФ принимаются меры по активизации действующих структур поддержки и расширению спектра помощи РП. Одним из вариантов такого рода помощи является компенсация банку разницы между коммерческой и льготной процентной ставкой за предоставленный кредит. Указанная мера позволит при минимальных расходах бюджета обеспечить доступ к коммерческим финансовым ресурсам. Зачастую, РП не обладают достаточной квалификацией для надлежащего оформления документации, необходимой для получения кредита в банке. При этом РП вынуждены обращаться к услугам консалтинговых и аудиторских компаний, чьи услуги весьма дорогостоящи. Роль государства в данном вопросе может заключаться либо в организации структуры консалтинговых фирм, предоставляющих услуги по льготным тарифам, либо частичной компенсации РП произведенных затрат.

Одним из перспективных направлений финансовой поддержки РП является финансовая аренда – лизинг. Преимуществом такой схемы является оптимизация налогообложения предприятия, использование системы аннуитетных платежей. Также система лизинга позволяет снизить требования со стороны лизингодателя к обеспечению сделки, так как лизинговая компания формально остается собственником переданного в аренду оборудования.

Одной из возможностей активизации поддержки РП является развитие схемы микрокредитования. Особенность микрокредитов состоит в том, что они выдаются на небольшие суммы и короткие сроки. Они являются источниками стартового капитала для создания новых или расширения деятельности ремесленных предприятий и отдельных предпринимателей, не имеющих достаточного залогового обеспечения. Как правило, микрокредиты используются для закупки товаров для торговли посреднических организаций, а также сырья и комплектующих для небольших (часто семейных) производств. Устанавливаемый лимит кредитования, как правило, не превышает 20 тыс. дол. при сроке погашения ссуды от трех до 12 месяцев. Важнейшим элементом технологии микрокредитования является применение т.н. "прогрессивной шкалы кредитования", которая предполагает

262

постепенное увеличение размера и срока выдаваемых ссуд при снижении процентной ставки в качестве поощрения за своевременность погашения ранее предоставленных. Помимо стимулирования дисциплины заемщика данная схема позволяет мелким предприятиям и индивидуальным предпринимателям создать кредитную историю и по мере развития бизнеса претендовать на получение более крупных кредитов. В качестве обеспечения могут выступать также активы, приобретаемые клиентом в счет предоставленных банком средств, а также личные поручительства владельцев предприятия. В случае, когда заемщиками являются отдельные мелкие предприниматели, практикуется создание небольших групп (от 3 до 7 человек), члены которых несут солидарную ответственность по предоставляемым кредитам. Возможность получения очередной ссуды напрямую зависит от выполнения ранее заключенных кредитных договоров между банком и членами группы. При групповом кредитовании риски и административные расходы в расчете на одного заемщика снижаются, а коллективная гарантия служит альтернативой залоговому обеспечению кредита. Для ремесленных предприятий, являющихся постоянными клиентами банка, могут предоставляться беззалоговые кредиты – в виде т.н. овердрафта. Обеспечением в данном случае служит оборот средств на расчетном счете. По данной схеме кредитования предприниматель может рассчитывать на кредит в определенном проценте от своего среднемесячного оборота на счете. Срок ссуды зависит от длительности сотрудничества с банком. В последнее время данный вид кредитования РП все чаще используется в практике российских коммерческих банков.

Особое место в институциональной системе кредитования ремесленных предприятий занимают кредитные кооперативы и общества взаимного кредита. Их деятельность ориентирована преимущественно на удовлетворение потребностей в кредитных услугах широкой клиентуры со средними и низкими доходами, способствуя тем самым расширению социальной базы рыночного хозяйства. Ведущим направлением в деятельности кооперативных институтов является проведение небольших по объему операций с широкой клиентурой, включая обслуживание текущих и сберегательных счетов, предоставление ипотечных и потребительских ссуд, кредитование оборотного и основного

капитала ремесленных предприятий и индивидуальных предпринимателей. При этом многие кредитные кооперативы могут превращаться в универсальные банковские учреждения, предоставляющие весь спектр финансовых услуг и успешно сочетающие операции по страхованию, управлению активами и инвестиционную деятельность с традиционными видами банковских услуг. Во многих странах кредитные кооперативы являются достаточно устойчивыми в финансовом отношении и сегодня входят в число кредитных институтов, имеющих наиболее высокие национальные и международные рейтинги. Пожалуй, единственным слабым местом кредитных кооперативов остаются более высокие операционные расходы (по отношению к общей сумме активов) по сравнению с корпоративными банками. Однако это носит объективный характер и связано, прежде всего, со спецификой решаемых задач и их ориентацией на обслуживание мелкой и средней клиентурой. Создание кооперативных кредитных институтов в России способно дать импульс развитию ремесленного предпринимательства в стране, обеспечить проведение региональных преобразований, переориентировать потоки капиталов с крупных экономических центров на периферию. Однако, несмотря на всю их специфику, кредитные кооперативы с самого начала должны стать равноправными участниками рынка банковских и финансовых услуг. При этом в общее банковское законодательство необходимо внести поправки, предполагающие, во-первых, возможность существования подобных структур (обществ взаимного кредитования кредитных союзов, ассоциаций и банков), во-вторых, предусматривающие определенные льготы при их создании (включая требование о минимальном капитале), а также ряд специальных положений и норм, учитывающих их кооперативный статус.

Гарантом (поручителем) по кредитам ремесленным предприятиям выступают специализированные институты - гарантийные фонды (как частные, так и государственные), пользующиеся, как правило, государственной поддержкой (что выражается в предоставлении им особого преференциального режима или в частичном субсидировании их деятельности за счет бюджетных средств). Капитал государственных фондов формируется за счет прямых субсидий центрального правительства, средств местных и муниципальных органов власти.

Учредителями частных гарантийных институтов (обществ взаимных гарантий) являются ремесленные предприятия, а также другие организации, заинтересованные в развитии ремесленного бизнеса. Практика показывает, что во многих странах (особенно с относительно слабой кредитно-банковской системой) в функции гарантийных фондов наряду с предоставлением гарантии входит оценка кредитоспособности заемщика, помощь в оформлении кредитного договора и контроль за его исполнением, а также проведение процедуры возмещения в случае невыполнения клиентом своих обязательств перед банком. Все это позволяет рассматривать специализированные гарантийные институты как важный элемент в системе кредитования ремесленного бизнеса, позволяющий существенно снизить кредитный риск и издержки коммерческого банка по обслуживанию ссуды РП.

Наименее развито в России *страхование ответственности*, связанной с получением и возвратом кредита. Различаются два вида страхования кредита: (1.) Страхование ответственности заемщика за непогашение кредита. (2.) Страхование риска непогашения кредита. В российской практике, после вступления в действие части второй Гражданского кодекса, страхование ответственности заемщика не допускается. Возможно лишь страхование своего предпринимательского риска самим банком-кредитором в размере договорной ответственности заемщика, что, как правило, отражается на цене кредита.

Новоженев Д.В.

УПРАВЛЕНИЕ РЕАЛЬНЫМИ КОРПОРАТИВНЫМИ ИНВЕСТИЦИЯМИ В УСЛОВИЯХ ПЕРЕХОДНОЙ ЭКОНОМИКИ

Инвестиции являются базовым условием выхода российской экономики из кризиса. Обычно после спада производства восстановление начинается с наращивания продаж производившейся ранее продукции, для выпуска которой есть мощности. Однако общий рост достигается благодаря освоению производства новой продукции. Именно эта продукция определяет

место страны в мировом распределении труда. Для производства новой продукции необходимо делать капиталовложения и, следовательно, выход экономики из кризиса оказывается тесно связанным с динамикой капиталовложений. Анализ статистических данных о темпах прироста ВВП и капиталовложений за 1971-1997 годы свидетельствует о наличии достоверной взаимосвязи этих показателей (коэффициент детерминации равен 0,89), описываемой регрессионным уравнением:

$$y(t)=1,8+0,49x(t)+ e(t),$$

где $y(t)$ – темп прироста ВВП в году t , $x(t)$ – темп прироста капиталовложений в году t , $e(t)$ – случайно распределенная во времени величина со средней равной нулю, и минимальной дисперсией.

Девальвация 17 августа 1998 г и рост цен на сырьевые ресурсы в 1999 г. дали очень сильный импульс российской промышленности. В 1999 г. рост инвестиций и ВВП составил 4,5% и 3,5%, а в 2000 г. 17% и 7,6% соответственно. Основным фактором экономического подъема в 2000-2001 гг. был рост производства в стране. Роль внешнеторгового фактора оставалась существенной (в общем увеличении совокупного спроса доля прироста чистого экспорта составляет около трети), но не доминирующей. Главными очагами роста являются сырьевые компании и предприятия тяжелого и транспортного машиностроения, удовлетворяющие их спрос на новое оборудование. Такой вектор инвестиционного подъема связан с экспортной специализацией российской экономики на сырье третьего (сталь, неорганическая химия) и четвертого (цветные металлы, нефтехимия) технологических укладов. В перерабатывающих отраслях промышленности реализуется некапиталоемкая модель роста производства. Осуществляются инвестиции в реструктуризацию устаревших производств и перепрофилирование бездействующих мощностей. Это способствует быстрому росту производства и увеличению загрузки основных фондов. Дальнейшему росту препятствуют объективные ограничения – высокий уровень физического и морального износа производственного капитала.

Технологический уровень современных инвестиций соответствует передовым образцам отечественного инвестиционного машиностроения (либо, в лучшем случае, среднему «мировому» уровню при закупке зарубежного

оборудования). Такие инвестиции не способны существенно сократить отставание от развитых стран. Дальнейший экономический рост невозможен без значительного ввода новых мощностей и структурной перестройки экономики. Приоритетное значение имеет повышение технологического уровня отечественной промышленности и ее адаптация к требованиям рынка постиндустриального общества.

В условиях ограниченности ресурсов и невозможности использования мобилизационных методов увеличения нормы валового накопления, эффективность капиталовложений оказывает решающее влияние на темпы экономического роста. Основным направлением увеличения эффективности капиталовложений является повышение эффективности управления экономическими агентами на базе развития корпорации в России.

Важнейшим условием конкурентоспособности отечественных корпораций являются эффективные системы управления. В настоящее время многие корпорации планируют разработать или разрабатывают собственные системы управления корпоративными инвестициями. При этом в основном используется метод «проб и ошибок», то есть развитие происходит на основе накопленных эмпирических знаний. Недостаток практического опыта в этой области ощущается и в консультационных организациях. Отсутствие эффективного управления приводит к потерям дефицитных инвестиционных ресурсов. Поэтому целесообразно обобщить отечественный и зарубежный опыт в данной области и разработать комплекс методических рекомендаций по управлению инвестиционными проектами в корпорациях. Значительное влияние на эффективность управления инвестициями оказывает распределение полномочий и ответственности между различными подразделениями корпораций при осуществлении инвестиционных проектов. В отечественных корпорациях распространены различные варианты унитарных и дивизиональных структур. Унитарная структура предполагает максимальную централизацию властных отношений. В корпорациях с такой структурой большинство функций по управлению инвестиционными проектами сосредоточено в управляющей компании. Излишняя централизация приводит к потере оперативности и гибкости управления при осуществлении многочисленных небольших проектов. В современных условиях хозяйствования наиболее

распространена дивизиональная структура управления. Эта структура подразумевает создание полуавтономных подразделений – дивизионов, контролируемых управляющей компанией. Выделяют два типа дивизионов. Первый тип – относительно крупные производственные подразделения, составляющие основное ядро корпорации. Второй тип – мелкие производственные подразделения, обеспечивающие ядро корпорации комплектами и услугами. Традиционно в дивизиональных структурах управление текущей деятельностью осуществляется на уровне дивизионов (при этом разные типы дивизионов имеют разные полномочия и ответственность), а функции стратегического управления и текущего контроля сосредоточены в управляющей компании. Однако вопросы распределения полномочий и ответственности по управлению инвестиционными проектами слабо изучены.

Разнообразие видов деятельности и крупные масштабы производственных комплексов корпоративных структур порождают значительное многообразие характеристик осуществляемых ими инвестиционных проектов. Разные инвестиционные проекты требуют разных методов управления. Следовательно, в инвестиционные проекты корпорации должны классифицироваться в зависимости от особенностей управления ими. Обычно инвестиционные проекты классифицируются по цели, по уровню и типу проекта, по масштабу, по объекту инвестирования, по сложности и по срокам реализации. Однако такие классификации не учитывают особенностей управления проектами. Целесообразным классифицировать портфель инвестиционных проектов корпорации по двум основным признакам: по влиянию на потенциал корпорации и по предметной области. Влияние инвестиционного проекта на потенциал корпорации определяет распределение полномочий и ответственности по его осуществлению между уровнями корпоративной иерархии. Полномочия и ответственность за стратегические проекты сосредотачивается в управляющей компании, а производственные дивизионы осуществляют проекты, оказывающие незначительное влияние на потенциал корпорации. Предметная область проекта определяет функциональное распределение полномочий и ответственности по его реализации.

Цели корпорации являются результатом баланса целей ее

дивизионов и управляющей компании. При этом цели отдельных заинтересованных групп могут быть принципиально различными. Это порождает конфликты между участниками процесса управления корпоративными инвестициями. Однако в инвестиционном процессе можно выделить действия, которые благоприятны для всех подразделений корпорации. Обычно эти действия направлены на поддержание гомеостаза – состояния, в котором корпорация поддерживает текущую ликвидность и определенный рост объемов продаж. К этой группе инвестиций следует отнести проекты, оказывающие незначительное влияние на потенциал корпорации – некапиталоемкие инвестиционные проекты, связанные с безальтернативными инвестициями, инвестициями с целью обновления основных фондов и удержания позиций на рынке. В управлении такими проектами преобладает восходящее планирование и децентрализованное управление. Элементы корпоративного управления, направленные на поддержание гомеостатического состояния, появляются первыми в эволюционно развивающихся корпорациях. Значительная часть российских корпораций эволюционно развивалась в результате консолидации управляющей компанией нескольких производственных подразделений и последующей их вертикальной интеграции. На ранних этапах функционирования этих корпораций управляющие компании не могли оказывать значительное влияние на производственные подразделения, которые самостоятельно осуществляли только незначительные инвестиции с целью поддержания стабильного выпуска.

С усилением вертикальной интеграции возникают многочисленные вертикальные конфликты. Нормативное воздействие управляющей компании на производственные подразделения позволяет осуществлять масштабное перераспределение ресурсов, однако в этом процессе неизбежно появляются участники, чувствующие себя ущемленными. Необходимость жесткого вертикального управления появляется в случае реализации капиталоемких инвестиционных проектов, оказывающих значительное влияние на потенциал корпораций. В управлении этими инвестициями преобладает нисходящее планирование и централизованное управление. В российских корпорациях системы управления стратегическими корпоративными инвестициями развиты слабо. Практически не

используются методы стратегического планирования. Типичным недостатком российских корпораций является сочетание в одном подразделении функций стратегического и тактического планирования приводящее к доминированию оперативного планирования над стратегическим.

Масштаб проекта оказывает значительное влияние на организационную структуру управления проектом. Проектные организационные структуры целесообразно использовать при управлении крупными инвестиционными проектами, где затраты на управление составляют незначительную часть стоимости всего проекта. При управлении относительно небольшими проектами экономичнее использовать матричные и линейно-функциональные организационные структуры. Анализ практики хозяйствования российских корпораций свидетельствует о высокой эффективности жестких матричных структур. Эти организационные структуры позволяют эффективно контролировать результаты осуществления проекта при относительно невысоких затратах на управленческий персонал.

Огромное значение для эффективности управления инвестициями имеет система сбора хранения и обработки информации о планируемых и реализуемых инвестиционных проектах. Согласно закону необходимого разнообразия Эшби «для управления системой управляющий орган должен быть способным к восприятию, по крайней мере, того же количества различных сигналов, какое может появиться на выходе управляемой им системы». Следовательно, только при наличии полноценной системы движения информации об инвестиционной деятельности корпорации руководство различных подразделений будет способно принимать адекватные управленческие решения. В корпорациях развитых стран информационное взаимодействие различных подразделений регулируется с помощью комплекса внутренних нормативных документов – регламентов. В процессе осуществления инвестиционного проекта информационные потоки изменяются. Реализация инвестиционного проекта включает прединвестиционную, инвестиционную и эксплуатационную фазы. На прединвестиционной фазе информационные потоки связаны с формированием бизнес-плана и ТЭО проекта и их согласованием с планами и бюджетами корпорации. На инвестиционной фазе информационные потоки связаны с учетом, результатов

реализации проекта, их сравнением с планами и разработкой корректирующих мероприятий. На эксплуатационном этапе информационные потоки связаны с итоговой оценкой результатов проекта. Анализ систем управления инвестициями в крупнейших российских корпорациях свидетельствует о слабом нормативном обеспечении процессов управления и многочисленных информационных разрывах. Например, очень часто не осуществляется итоговая оценка результатов осуществления инвестиционного проекта. Фактически, российские системы управления корпоративными инвестициями находятся на начальных этапах длительного процесса развития. Поэтому, значительных успехов в повышении эффективности управления инвестиционными проектами можно достичь с помощью регламентации информационного взаимодействия при осуществлении различных этапов инвестиционных проектов.

Приймак Е.А.

КАПИТАЛЬНЫЕ ВЛОЖЕНИЯ В ПРОЦЕСС ВОСПРОИЗВОДСТВА ОСНОВНОГО КАПИТАЛА ПРЕДПРИЯТИЙ ПРОМЫШЛЕННОСТИ

Методы, источники и формы финансирования капитальных вложений в процесс воспроизводства средств труда весьма многочисленны и разнообразны. Например, для этих целей могут быть использованы выпуск акций, облигаций, кредит, лизинговое финансирование, ипотечные ссуды и т.д. Понятно, что каждая из используемых форм финансирования имеет как достоинства, так и недостатки. Поэтому в любом случае финансирования капитальных вложений в процесс воспроизводства средств труда должен быть проведен тщательный анализ технико-экономических результатов этих вложений с учетом альтернативных схем, форм и методов финансирования. При этом, например, очень важно соблюдать правильное соотношение между долгосрочной задолженностью и акционерным капиталом, поскольку чем выше доля заемных средств, тем больше сумма, выплачиваемых заемщиком процентов. Используемая на практике финансовая схема должна: 1) обеспечивать необходимый для планомерного выполнения задач по

воспроизводству средств труда объем инвестиций; 2) действовать в направлении оптимизации структуры инвестиций и налоговых платежей; 3) обеспечивать баланс между объемом привлеченных финансовых ресурсов и величиной получаемой прибыли.

На практике осуществление процесса воспроизводства средств труда необходимо требует достаточных для их реализации финансовых ресурсов, которые принимают форму основного и оборотного капитала. В этой связи возникает необходимость рассмотреть вопрос о структуре, источниках финансирования капитальных затрат, формах собственности и порядке мобилизации этих финансовых ресурсов.

Понятие и структура основного и оборотного капитала представлены в табличной форме на следующей странице. Структура и источники финансирования капитальных вложений, дифференцированные по формам собственности, рассматриваются ниже.

А. Собственный капитал (1.) Единоличное предприятие. Капитал предоставляется одним лицом-владельцем, который, как правило, осуществляет и оперативное руководство фирмой. Этот капитал может иметь форму денежных средств, земли, машин и других видов реальных ценностей. Величина первоначального капитала впоследствии может быть изменена за счет дополнительных вложений или изъятий. **(2.) Полное товарищество.** Здесь речь идет о двух или нескольких лицах, представляющих капитал. Собственный капитал вносится, увеличивается или уменьшается (в результате изъятий) таким же образом как и на единоличном предприятии. **(3.) АО и ТОО.** Собственный капитал состоит из двух частей: а) акционерный (паевой) капитал; б) резервный капитал. Акционерный (паевой) капитал состоит из средств акционеров (учредителей ТОО), вложенный ими при создании фирмы, а также возможных дальнейших вкладов. Резервный капитал образуется за счет отчислений от полученной прибыли (самофинансирование).

Собственный и заемный капитал (важнейшие различия)

	Собственный капитал	Заемный капитал
ПРАВО ГОЛОСА	ПОЛНОЕ ИЛИ ОГРАНИЧЕННОЕ ¹	Отсутствует ²
ВОЗМЕЩЕНИЕ КРЕДИТА	Право возникает только после выполнения обязательств по заемному капиталу	Имеет безусловное право требовать возмещение кредита согласно условиям, записанным в финансовых документах
ВЫПЛАТА ПРОЦЕНТОВ	В виде процентов или дивидендов только в том случае, если предприятие приносит прибыль	Выплата предусмотренных в долговых обязательствах процентов обязательна, независимо от результатов хозяйственной деятельности

Примечание: 1) Зависит от содержания учредительных документов: акции с полным или ограниченным правом голоса. 2) Только в том случае, если предприятие выплачивает проценты и совершает платежи по кредиту в установленные сроки

Структура финансирования

Активы	Пассивы	
Основные активы	Собственный капитал	Долгосрочный капитал
	Долгосрочный заемный капитал	
Оборотные активы	Краткосрочный заемный капитал	Краткосрочный капитал

Три группы вкладчиков капитала в АО: а) «контролирующая группа» - покупка акций с целью контроля деятельности фирмы; б) «спекулятивная группа» - покупка акций с целью наживы на разнице в их курсе; в) «инвестирующая группа» - покупка акций с целью получения постоянных дивидендов. Увеличение акционерного капитала осуществляется за счет эмиссии фондовых акций.

В. Заемный капитал. (1.) Текущие (лимитирующие) кредиты выдаются на условии установления максимума (лимита). Заемщик может снимать со счета суммы в пределах установленного лимита (максимума), при этом сальдо может быть как положительным, так и отрицательным. Кредит по специальному ссудному счету и кредит по контокоррентному счету характеризуется тем, что при их выдаче устанавливается лимит, в пределах которого заемщик может снимать деньги со счета. Разница между этими двумя формами кредита заключается в том, что кредит по спецссудному счету используется в тех случаях, когда сальдо ожидается постоянно отрицательным, а кредит по контокоррентному счету – когда постоянно как положительное, так и отрицательное сальдо. Общим для обоих видов кредита является то, что они используются в тех случаях, когда величина потребности в капитале у заемщика непостоянна и он снимает деньги со счета только при необходимости. При кредитовании по спецссудному или контокоррентному счетам обычно оговариваются условия погашения долга посредством ежеквартальных или полугодовых выплат. Иногда подобные кредиты выдаются на условиях бланков (доверительный кредит), то есть заемщик не предоставляет кредитору собственное обеспечение. В большинстве случаев кредит выдается под обеспечение в виде поручительства третьего лица, залога машин и оборудования и т.п. Кроме процентной ставки заемщик в конце каждого периода выплачивает кредитору и комиссионные в форме процента от общей (максимальной) суммы кредита. (2.) Простая ссуда (кредит по простому ссудному счету) предполагает единовременное получение всей суммы кредита по выполнении всех формальностей. Ссуда используется, как правило, для финансирования элементов основного капитала – машин и т.п. Заемщик выплачивает кредитору проценты в счет погашения кредита в соответствии с контрактом. Величина процентной ставки комиссионных может быть постоянной или переменной, а расчет ее

274

осуществляется либо на начало, либо на конец периода. Погашение, как правило, производится на условиях аннуитета с выплатой одинаковой суммы по кредиту в каждый промежуточный срок погашения кредита, однако может использоваться и принцип последовательного погашения долга с выплатой одинаковых его долей в каждый срок погашения. В некоторых случаях кредит выдается на условиях прямой ссуды, когда заемщик в течение срока ее действия выплачивает только проценты, а всю сумму долга возвращает единовременно в конце срока действия кредита.

(3.) Кредит на строительно-монтажные работы – вид временного кредита, который подрядчик использует для покрытия своих расходов от начала строительства до получения ипотечного займа (заказчику выдается строительный кредит под залог уже построенной недвижимости). Размер кредита определяется стоимостью подрядных работ за вычетом возможного вклада подрядчика в данном кредитно-денежном институте. Порядок получения кредита определяется сметой расходов на строительство объекта с подразбивкой по видам работ.

(4.) Вексельный кредит. Под учетом векселя понимается покупка его банком до истечения срока векселя. Учитывая вексель кредитно-денежный институт вступает в права векселедержателя путем выплаты ему нарицательной стоимости векселя за вычетом вознаграждения – дисконта или учетного процента, поскольку при учете векселя векселедержателю оказывается кредит с момента учета до окончания срока векселя. Как правило, вексельный кредит для постоянных клиентов лимитируется банком применительно к каждому вкладчику. Векселедержатель, продавая банку векселя на оговоренные суммы, может снимать деньги со счета только в пределах установленного ему лимита. Такой вид кредита является возобновляемым так как дает возможность получать деньги в пределах лимита кредитования.

(5.) Иностранные займы. Кредитно-денежные институты оказывают отечественным заемщикам посреднические услуги в получении иностранных займов (кредитов) и предоставляют гарантии. С иностранными займами связаны риски потерь от изменения валютных курсов, что сказывается на характере и формах этих кредитов. При выдаче кредита на основе «roll-over» (роловер кредит) учетный процент устанавливается несколько раз в течение срока займа – заемщик получает возможность в сроки пролонгации выбрать оставшуюся

часть кредита в другой валюте, т.н. кредит «multi currency» (многовалютный кредит). Кроме того, заемщик часто получает возможность распределить риск от изменения валютного курса на несколько различных валют, заключая договор на условиях т.н. «mix - кредита» (межвалютный кредит), который и выдается в нескольких (обычно в трех ведущих) валютах. За риск, связанный с ответственностью гаранта за погашение кредита гарант взимает с отечественного заемщика комиссионные за выдачу гарантии. Помимо комиссионных за выдачу гарантии расходы, связанные с получением иностранного займа включают ряд других элементов. Величина ставки процента по иностранным займам часто определяется на основе базовой ставки Libor (Лондонский межбанковский процент) для соответствующей валюты (или валют, если речь идет о «mix – кредите»). Помимо этого (процента) заемщик выплачивает иностранному кредитно-денежному институту дополнительную сумму, называемую “spread” (спрэд) или “банковская маржа”, размер которой зависит от величины кредитов, сроков его погашения, а также надежности отечественного гаранта. Итак, расходы на получение иностранного займа: комиссионные за гарантию + процентная ставка за кредит + «спрэд» = сумма текущих процентных платежей и комиссионных, которые заемщик обязан выплачивать за предоставление ему иностранного займа. Существуют различные способы страхования иностранных кредитов, наиболее распространенный из них – это заключение фьючерсных валютных контрактов. (6.) Лизинг (наем, прокат) – это также особая форма финансирования, благодаря которой пользователи различного рода машин и оборудования получают возможность эксплуатировать их на условиях аренды. Лизинг обычно принимает две формы: оперативный и финансовый. Оперативный лизинг – это когда производитель или продавец сдает в аренду тот или иной элемент основного капитала, притом что обычно лизингодатель берет на себя обязанности по техническому обслуживанию и ремонту объекта лизинговой сделки, а также несет за него полную ответственность, включая все необходимые виды страхования объекта. Финансовый лизинг – это когда лизинговый договор заключается между продавцом и фирмой, которая будет эксплуатировать объект лизинговой сделки, с целью профинансировать приобретение этого объекта. При этой форме лизинга лизингополучатель обычно несет все расходы по

техническому обслуживанию и ремонту объекта, равно как он же обязан оплатить все расходы по его страхованию. (7.) Факторинг – договор, согласно которому фактор-фирма (фирма, осуществляющая факторинг) покупает требования договаривающегося с ней предприятия к своим контрагентам, получая за это определенную сумму комиссионных. Все фактор-фирмы могут брать на себя: дебеторский учет для своих клиентов; операции инкассо; финансирование обязательств дебиторов своих клиентов; страхование кредитных рисков своих клиентов. (8.) Коммерческий кредит. Такого рода кредит предприятие может получить при закупке товара или создания производственного запаса. Коммерческий кредит – очень маневренная форма финансирования, поскольку в данном случае совершенно автоматически учитывается динамика хозяйственной деятельности кредитуемой фирмы. Упущенная выгода при использовании коммерческого кредита не отражается в бухгалтерском учете, но тем не менее может представлять собой значительную величину, если поставщик предоставляет скидки при оплате кредита в более ранние сроки (например, оплата в течение 1-го месяца – скидка 4%; оплата в течение 3-х месяцев – без скидки по номинальной стоимости). Как и во всех других случаях привлечения капитала, фирма, получающая коммерческий кредит, должна обратить внимание на проблему зависимости от кредитора (например, навязывание фирме невыгодных цен и/или товара более низкого качества, или поставщик потребует от фирмы прекратить деловые связи с конкурентами данного поставщика и т.п.).

Пылева Е.Г.

ФОНДОВЫЙ РЫНОК В СИСТЕМЕ ИНВЕСТИЦИОННЫХ РЕСУРСОВ

Состояние банковской сферы в России не отвечает потребностям экономики в кредитных ресурсах. Большинство из более 1300 российских банков имеют небольшие размеры уставного капитала, а совокупные активы составляют порядка 90 млрд. долларов США, что сравнимо с активами одного солидного западного банка. Все призывы к банкам кредитовать “реальный сектор” так и остаются призывами, доля долгосрочных банковских

кредитов (если в лучшем случае трехлетний кредит можно назвать долгосрочным) составляет всего 3% долгосрочных инвестиций и ничтожно мала в общей доле кредитов. Число надежных заемщиков, имеющих хорошую кредитную историю также невелико. Существенным препятствием привлечения банковских кредитов является также высокий уровень процентных ставок. За последний год ставка рефинансирования, являющаяся в определенной степени ориентиром для коммерческих банков, была снижена почти в два раза - с 45 до 25%, однако она значительно превышает данный показатель в развитых странах (3-5%). Доля коммерческих банков в общем объеме инвестиций в РФ, по данным Центрального банка, находится на уровне 4%, что оценивается как предел их возможностей и объясняется нехваткой долгосрочных финансовых ресурсов. Подобное состояние дел в российском банковском секторе не позволяет его рассматривать как надежный и доступный источник привлечения капитала, что неизбежно ведет к поиску альтернатив. Таким источником в странах с развитой экономикой является рынок ценных бумаг - порядка 30-70% необходимых средств аккумулируются именно с его помощью. Однако российский фондовый рынок пока не стал реальным источником привлечения ресурсов. Его масштабы и значимость для экономики, прежде всего с точки зрения привлечения инвестиционных средств, находятся в зачаточной стадии и могут стать значительными лишь по прошествии некоторого времени, необходимого для его формирования и развития. Причем этот процесс не представляется легким: необходимо создать эффективно работающий механизм сверху донизу, начиная с образования акционерного общества, выпуска и обращения на рынке его ценных бумаг до построения инфраструктуры фондового рынка в целом. Так, по заявлению одного из руководителей Федеральной комиссии по рынку ценных бумаг (ФКЦБ) на начало этого года из 430 тыс. акционерных обществ в России только 110 тыс. АО зарегистрировали хотя бы первичные выпуски ценных бумаг, и таким образом, не менее чем в 300 тыс. АО в России не закреплены права акционеров.

Сдерживает привлечение инвесторов и сложившаяся практика поведения компаний. При попытке привлечь стороннего инвестора выясняется, что существующие акционеры препятствуют появлению новых собственников или же высшее звено

менеджмента не хочет делиться своими правами управления с новыми акционерами. Постоянно возникающие конфликты между акционерами и менеджментом акционерных обществ является также одной из главных причин низкой ликвидности акций на рынке.

Проблему защиты прав собственников еще предстоит решить на законодательном уровне и в настоящее время Федеральной комиссией по рынку ценных бумаг (ФКЦБ) уже разрабатывается Кодекс корпоративного поведения. Однако можно предположить, что еще в течение текущего года данная проблема будет существенно сдерживать инвестиционную активность эмитентов. Реальное количество обращающихся на рынке акций крайне незначительно. Это прежде всего порядка 10 так называемых “голубых фишек”, а также несколько десятков акций первого и второго эшелонов. Основными площадками, на которых торгуются акции российских эмитентов, являются Российская торговая система, Московская межбанковская валютная биржа и Московская фондовая биржа.

Таблица 1

Торговая площадка	Общее количество акций допущенных к торгам	Количество эмитентов	Количество акций в листингах 1-го и 2-го уровней
РТС	391	250	32
ММВБ	167	98	17
МФБ	81	42	-

Суммарный объем торгов ценными бумагами на основной торговой площадке - фондовой бирже Российской торговой системы (РТС) в 2000г. увеличился в 2,4 раза по сравнению с предыдущим годом и достиг 5,8 млрд. долларов, количество бумаг, допущенных к обращению в РТС, увеличилось на 9%. Отраслевой разрез среди эмитентов, допущенных к обращению в РТС в 2000 г, представляют предприятия связи и электроэнергетики (по 23%), топливной промышленности (14%), машиностроения и металлообработки (12%), металлургии (9%), а также химической и нефтехимической промышленности, транспорта и пищевой

промышленности. Структуру фондового рынка России с учетом количества сделок и ежедневных объемов можно представить в таблице 2¹.

Таблица 2

	Число сделок в РТС за неделю	Объем торгов в день	Эмитенты
Голубые фишки	более 50	регулярно более \$1 млн.	обыкновенные акции РАО ЕЭС России, Газпрома, ЛУКОЙла, Сургутнефтегаза, Мосэнерго, Ростелекома, Татнефти, ЮКОСа, Норильского никеля
Первый эшелон	более 10	регулярно \$100-500 тыс.	обыкновенные акции Аэрофлота, Иркутскэнерго, Северстали, Сибнефти, Сбербанка; привилегированные акции РАО ЕЭС России, ЛУКОЙла, Сургутнефтегаза, Ростелекома, Татнефти, Норильского никеля
Второй эшелон	сделки совершаются на нерегулярной основе	редко \$100-200 тыс., чаще \$10-15 тыс.	Обыкновенные и привилегированные акции ГАЗа, АвтоВАЗа, Уралмаш-Ижора, АО-энерго, облтелекомов

Капитализация всего российского фондового рынка ничтожно мала по сравнению с мировыми показателями и составляет лишь порядка 40-50 млрд. долларов США (что меньше стоимости одной крупной компании в Соединенных Штатах). Российский рынок ценных бумаг является частью мирового фондового рынка, и соответственно, его состояние оказывает большое влияние на динамику стоимости российских компаний, особенно учитывая

¹ Эшелоны акций меняют пути. // Коммерсант 22.02.2001
280

зависимость российского рынка от вложений иностранных инвесторов. 2000 год стал менее удачным по сравнению с 1999 годом, когда наблюдался рост курсовой стоимости по большинству акций (см. таблицу 3). Особенно пострадали инвесторы, вложившие средства в акции высокотехнологичных компаний (hi-tech), которые оказались явно переоцененными.

Таблица 3.

Изменение фондовых индексов ряда развитых стран в 2000 г.

Страна, индекс, на 29.12.00	Изменение
США, Dow Jones	-5.82
США, Nasdaq	-38.8
США, S&P-500	- 9.85
Англия, FTSE-100	-10.21
Германия, DAX (XETRA)	-7.54
Франция, CAC-40	-0.54
Япония, Nikkei	-27.19
Италия, MIB-30	1.69

Достаточно неблагоприятная для вложений в акции ситуация в развитых странах предопределила и конъюнктуру фондовых рынков развивающихся стран. Так, из 34 развивающихся рынков (ежедневный мониторинг которых осуществляет агентство Standard&Poor's) только 6 имели по итогам 2000 года положительный прирост фондовых индексов (по итогам 1999 года рост индексов был зафиксирован в 26 странах). Согласно данным агентства, падение глобального индекса S&P/IFC по России на 29 декабря 2000 года составило почти 25% - 14 позиция среди 28 упавших развивающихся рынков. Однако представляется, что складывающаяся ситуация на мировых фондовых рынках, и прежде всего американском, связанная с “перегретостью”, прежде всего, сектора акций высокотехнологичных компаний, не окажет прямого негативного влияния на российский рынок, где основную роль играет нефтегазовый сектор. Интерес участников рынка к последнему оставался высоким, чему способствовала благоприятная мировая конъюнктура нефтяного рынка и высокие цены на нефть.

Для превращения фондового рынка в реальный инструмент привлечения капитала, необходимо преодолеть его

ограниченность, вывести на него российские предприятия, которые смогут привлекать инвестиционные ресурсы для реализации производственных программ. Пока же реальный сектор не слишком озабочен привлечением инвестиционных ресурсов через фондовый рынок. Работающие на рынке ценных бумаг профессионалы считают, что перемены на этом направлении произойдут в отдаленной перспективе. Чтобы отечественный рынок смог выполнять функцию инструмента перетока инвестиционного капитала, как это происходит на развитых рынках, он должен приобрести черты этих рынков, стать более емким, ликвидным и массовым.

В последние два года произошло расширение возможностей российских компаний-эмитентов по привлечению инвестиционных ресурсов. Новым способом стал выпуск корпоративных облигаций: в 1999-2000 гг. Магнитогорский металлургический комбинат (ММК), "ЛУКойл", "Татнефть", "Газпром", РАО "ЕЭС России" размещали на ММВБ собственные облигации. Пока эти облигации выкупались в основном аффилированными компаниями самих эмитентов, давая возможность привыкнуть к этим бумагам участникам рынка. Так, ММК выпустил 6 траншей облигации на относительно небольшую сумму в 300 млн. рублей. По словам его директора по ценным бумагам и недвижимости - в качестве первого опыта размещения собственных ценных бумаг. Потенциальный объем размещения корпоративных облигаций в 2001 г. оценивается в 50-100 млрд. руб., причем отмечается, что его развитие напрямую связано с вопросами налогообложения – снижением налога на эмиссию корпоративных облигаций. Представляется также целесообразным создание на российском рынке сектора для притока венчурного капитала, т.е. капитала, ориентированного на внедрение и разработку высоких технологий, аналогичного американскому NASDAQ. Доля технологических компаний на фондовом рынке в США составляет в настоящее время 33%, во Франции – 9,4%, в Германии – 5,1%, в Японии – порядка 15%¹. Основную роль на фондовом рынке России играют акции нефтегазовой и энергетической отраслей, т.е. акции в основном перерабатывающей и добывающей промышленности, что

¹ См. А.Захаров Инвестиции в высокие технологии - новый поворот в развитии фондового рынка России // Известия, 22.06.2000

приблизительно соответствует значимости и их роли в структуре российской экономики в целом. Однако без развития высокотехнологичных отраслей, компьютерных технологий, электронных средств коммуникации Россия может отстать от передовых стран на многие годы и даже десятилетия. Вот почему представляется важным рассматривать фондовый рынок с точки зрения возможностей привлечения капитала для развития и поддержания новых технологий.

Формирование рынка ценных бумаг в России в середине 90-х годов, а именно касающееся развития двух его секторов: государственных и корпоративных ценных бумаг было отмечено явным перекосом в сторону государственных ценных бумаг. По данным за первое полугодие 1998 г. соотношение реальных объемов и оборотов государственных и корпоративных ценных бумаг составляло 11:1, в то время как по всем фондовым рынкам мира объемы сделок по государственным ценным бумагам составляют примерно 70-90% от объема сделок по акциям и облигациям. Выпуск государственных ценных бумаг рассматривается прежде всего как наиболее экономически целесообразный метод финансирования бюджетного дефицита по сравнению с практикой заимствования средств в Центральном банке и привлечением доходов от эмиссии денег. Однако представляется целесообразным и использование механизмов обращения государственных ценных бумаг для реализации государственных инвестиционных программ.

Финансирование инвестиционных проектов при помощи выпуска гарантированных государством облигаций дает государству возможность активно влиять на инвестиционный процесс с точки зрения выбора наиболее экономически или социально значимых проектов, повышению их финансовой привлекательности, привлечению к финансированию большего числа инвесторов (это может быть строительство железнодорожных или автомобильных дорог, средств коммуникации и т.п.). При этом необходимо проводить разумную политику увеличения внутреннего долга, стремясь избежать перетока свободных ресурсов предприятий на рынок государственных заимствований, что неизбежно сокращает возможности инвесторов привлекать ресурсы на корпоративном рынке ценных бумаг.

Прошедший период становления и функционирования рынка ценных бумаг продемонстрировал его широкий потенциал в плане привлечения инвестиционных ресурсов в производство при условии стабильности экономического развития, совершенствования правовой базы и инфраструктуры, преодоления различного рода негативных тенденций, сдерживающих его динамику в настоящее время.

Масленников А.И.

ПРОБЛЕМЫ И ПЕРСПЕКТИВЫ ОСУЩЕСТВЛЕНИЯ ИНВЕСТИЦИОННОГО ПРОЦЕССА В ЭКОНОМИКЕ РОССИИ ПЕРЕХОДНОГО ПЕРИОДА

Расчет общепринятых показателей эффективности инвестиций на макроуровне основан на соотношении приростов макроэкономических показателей за определенный период. Например, показатель общей (абсолютной) эффективности инвестиционного процесса рассчитывается как соотношение прироста валового национального продукта (ВНП) к суммарным инвестициям за тот же период или как соотношение приростов национального дохода (НД) и производственных инвестиций. Поскольку в России, начиная с 1990 года, приросты ВНП, НД и капиталовложений в сопоставимых ценах приобретают отрицательные значения, и смысл в использовании стандартных методов расчета показателей эффективности инвестиций на макроуровне попросту утрачивается. Но если все же использовать вышеописанный метод, то до 1989 года отмечался синхронный рост обоих показателей при некотором превышении темпов роста инвестиций по сравнению с национальным доходом. С 1990 года ситуация изменилась на противоположную с резким увеличением разрыва, причем с явным опережением падения инвестиций по сравнению с падением национального дохода. Таким образом можно схематично представить инвестиционный кризис в современной российской экономике.

Российский опыт последних 10 лет экономического реформирования на практике подтвердил все аргументы вывода авторитетного зарубежного теоретика Л. Йохансена о безусловности вмешательства государства в инвестиционную

деятельность, а также решительно опроверг популяризованные у нас примитивные неоклассические формулы «план или рынок» и «приватизация плюс либерализация равно открытая эффективная экономика». Временные, 1999-2000 гг., и относительные экономические успехи, как-то: рост производства продукции промышленности, сельского хозяйства, инвестиции в основной капитал и ВВП, также убедительно демонстрируют настоятельность изменения господствующей сегодня в России точки зрения о невмешательстве государства в экономические процессы. Действие только рыночных эффектов (например, эффекта девальвации, высокие мировые цены на нефть и некоторые виды цветных металлов) по определению имеет конъюнктурный характер, а следовательно не может обеспечить устойчивости социально-экономического развития страны. Проблема активизации инвестиционной сферы в России сегодня должна решаться реализацией комплекса мероприятий государственной экономической политики прямого и косвенного характера. Меры прямого характера «задают» общую направленность процесса и генерируют потоки инвестиций в национальную экономику. Меры косвенного характера определяют масштабы, источники и воспроизводственно-технологическую структуру частных инвестиций.

Государственное стратегическое планирование, программирование и регулирование экономики предполагает поддержку государством (финансирование и льготное кредитование) отдельных отраслей и предприятий, предоставление им всевозможных налоговых и таможенных льгот, в особенности в связи с осуществлением инвестиционного процесса в реальной сфере экономики. Государство призвано поддерживать и предоставлять различного рода налоговые и другие льготы предприятиям, исходя из общегосударственных интересов и задач, вне зависимости от формы собственности предприятия, государственной или частной. При предоставлении государственной поддержки и льгот использующие их предприятия получают дополнительные финансовые преимущества, что означает перераспределение общегосударственных финансовых ресурсов в пользу отдельных предприятий и отраслей. Если эти отрасли и предприятия находятся в государственной собственности, то большой проблемы не возникает, поскольку

государственные финансовые ресурсы не выходят за рамки государственной собственности. Хотя и здесь государственные предприятия относительно обособлены, выделены в качестве юридически самостоятельных звеньев хозяйствования, работая на принципах хозяйственной ответственности, окупаемости и рентабельности. Бюджетные вливания, налоговые и другие льготы могут серьезно деформировать хозяйственный расчет предприятия, создать атмосферу иждивенчества и значительно снизить стимулы к эффективному хозяйствованию. Кроме того, выборочная поддержка государством отдельных отраслей хозяйства и предприятий создает почву для злоупотреблений и коррупции. Это в значительной степени деформирует межотраслевые пропорции воспроизводства и является прямо противоположным результатом в отношении решаемой в процессе государственной поддержки задачи: оптимизации межотраслевых пропорций экономики с позиций цели, преследуемой социально-экономической стратегией государства. Теневые стороны выборочной государственной поддержки отраслей и предприятий используются рыночными радикалами в качестве аргумента для отрицания всякого воздействия государства на экономику. При этом умалчиваются следующие последствия такого отрицания: (1.) разрушение экономическими методами крупных предприятий и отраслей, в которые вложены в прошлом колоссальные инвестиционные ресурсы; (2.) неиспользование возможности при государственной поддержке реконструирования предприятий, которые становятся после этого конкурентоспособными на мировом рынке; (3.) отказ от предприятий, которые хотя и не могут выходить на мировой рынок и приносить валюту, но способны удовлетворять внутренний спрос, обеспечивать занятость, при этом самоокупаться, приносить прибыль, уплачивать налоги, но все это после соответствующей экономической поддержки со стороны государства; (4.) масштабная деиндустриализация страны, связанная с потерей рабочих мест десятками миллионов людей, которые лишаются средств к существованию в условиях отсутствия у государства ресурсов, достаточных для их социальной защиты; (5.) отказ от большей части собственного сельскохозяйственного производства с переходом на продовольственное снабжение за счет импорта, при возрастании со временем трудностей в его оплате по мере истощения запасов

топливно-энергетических ресурсов и сокращения доходов от их экспорта; (6.) утрата надежд на процветание страны в будущем; развитие науки, образования, наукоемких производств без государственной поддержки в условиях современной России быстро сойдут на нет. Таким образом, несмотря на теневые стороны государственной поддержки отдельных отраслей и предприятий и оказания им налоговых и других льгот, от соответствующего активного воздействия государства на экономику отказываться недопустимо. При этом нужно в возможно большей степени нейтрализовать отрицательные стороны такого воздействия. По нашему мнению, государственную поддержку, налоговые и таможенные льготы в долгосрочный кредит следует предоставлять инвестиционным проектам, способствующим решению задач, определяемых государством в соответствии с его социально-экономической стратегией. Назовем такой вид кредита протекционистским инвестиционным кредитом. Процент по нему не должен превышать 1% годовых, но эта и все другие виды ссуд в стране должны быть автоматически индексированы на инфляцию. Например, если государство поддерживает автомобильную промышленность, то такая помощь должна быть оценена экономически (включая налоговые и таможенные льготы, а также таможенные барьеры на пути импорта автомобилей иностранного производства), зафиксирована в определенной сумме денег, оформлена как кредит, предоставленный государством на определенный срок, скажем, на 10 лет под 1% годовых, с полной индексацией ссуды на инфляцию. Протекционистский инвестиционный кредит должны получать только те государственные и частные предприятия, которые работают на основе рыночной самоокупаемости и ориентированы в своей хозяйственной деятельности на возможно более высокую рентабельность в долгосрочном плане. Другими словами, этот вид кредита должен использоваться лишь в отношении предприятий, функционирующих в рамках рыночно-капиталистического механизма хозяйствования. В рамках такого механизма должны функционировать и крупные государственные предприятия (не только частные), ориентированные на потребительский спрос. Примером могут служить предприятия автомобильной промышленности. Хорошо известно, что государство собирает налоги для финансирования различных мероприятий и программ, в

том числе и в социальной сфере. Аналогичные мероприятия и программы, снижающие нагрузку на бюджет, могут проводиться в рамках предприятий и корпораций. Это мероприятия в сфере образования, повышения квалификации, создания новых рабочих мест; финансирование детских садов, домов отдыха, санаториев, поликлиник, больниц, клубов и т.д. Кроме того, корпорации могут проводить важные НИОКР государственного значения, также снижающие финансовую нагрузку на государственный бюджет. Снижение нагрузки на бюджет со стороны предприятий и корпорации должно компенсироваться им со стороны государства в форме зачета в налоговые платежи. Назовем такую компенсацию налоговыми зачетами. В налоговых зачетах, если они начнут использоваться в практике хозяйствования, не должно быть произвола чиновников. Использование такой экономической формы предполагает разработку системы нормативов затрат, засчитываемых предприятиям (организациям) в счет сокращения бюджетной нагрузки. В основу такой системы нормативов – назовем ее системой нормативов налоговых зачетов (СННЗ) – целесообразно положить общегосударственные нормативы бюджетного финансирования с определением порядка зачета финансовых затрат предприятия (организации) в налоговые платежи. При этом в налоговые платежи должна засчитываться не вся сумма фактических затрат на те же цели, которые служат предметом также и бюджетного финансирования, а лишь в рамках норматива, включенного в СННЗ. Поскольку одни налоги уплачиваются в федеральный бюджет, а другие в региональные, то налоговые зачеты целесообразно использовать на двух уровнях: федеральном и региональном. Соответственно СННЗ нужно разрабатывать одну на федеральном уровне, другую на региональном. Регионы вправе утверждать собственную СННЗ. Однако в порядке методической помощи может быть разработана типовая региональная СННЗ, с модифицированными вариантами применительно к регионам определенного типа. Налоговые зачеты должны применяться в отношении предприятий, всех форм собственности, функционирующих в рамках рыночно-капиталистического или планово-распределительного механизма хозяйствования. Что касается государственной поддержки, налоговых и других льгот, предоставляемых в качестве протекционистского инвестиционного кредита, то части

предприятий (организаций) государственная поддержка, налоговые и другие льготы должны оказываться безвозмездно, полностью или частично в строго определенных обстоятельствах: (1.) когда вид деятельности не ориентирован на полную рыночную самоокупаемость и получение достаточной прибыли (космические и ядерные исследования, различные виды НИОКР, образование, здравоохранение, культура в части не ориентированной на рыночную прибыль и т.п.), хотя определенная прибыль и частичная окупаемость могут при этом возникать (например, когда государственный ВУЗ наряду с бесплатным обучением студентов оказывает часть образовательных услуг платно); (2.) когда действующие в условиях рыночно-капиталистического механизма хозяйствования государственные и частные предприятия, ориентированные на рыночную окупаемость и прибыль, подвергаются государственному регулированию, которое приносит им определенные убытки. Эти убытки можно компенсировать безвозмездным предоставлением государственной поддержки (безвозвратного финансирования, беспроцентного кредита), налоговыми и таможенными льготами, вплоть до полного освобождения от налогов, причем не в кредит, а безвозмездно. Кроме того, убытки, связанные с государственным регулированием (например, в виде установления верхнего предела цены, что делает производство малоприбыльным), должны компенсироваться в виде прямого бюджетного финансирования. Здесь возможны варианты: бюджетное финансирование в виде дотации может предоставляться как предприятию-производителю дотируемой продукции, так и потребителю этой продукции. Однако государственное регулирование, не позволяющее предприятиям и организациям получать монопольную прибыль, не должно компенсироваться из бюджета.

Наши предложения, связанные с введением протекционистского инвестиционного кредита и налоговых зачетов, направлены на более широкое использование принципа адресной финансовой возмездности в рамках государственной поддержки отдельных предприятий и отраслей и предоставления им налоговых и других льгот. Государственная поддержка и льготы, безусловно необходимые в традиционном понимании, противоречат принципу адресной бюджетной возмездности, что имеет ряд отрицательных последствий. Наши предложения реально позволяют восстановить

принцип адресной финансовой возмездности. Ни одно современное государство не развивается без стратегического планирования социально-экономического развития. Одни государства принимают стратегические планы открыто, например, Япония; другие разрабатывают стратегические планы в тиши кабинетов, а до общественности доводят программы мер государственного регулирования, как это имеет место в США. Россия не может быть исключением. Отказ от директивного планирования в командно-административной форме привел к отказу от планирования вообще, что оказалось явной ошибкой. Характерно, что в 1998 г. началась разработка трехлетнего плана экономического развития. Первый шаг к возрождению планирования на новом качественном витке развития сделан, но этого недостаточно. Необходима разработка стратегического плана социально-экономического развития минимум на 10 лет. В рамках такого плана, в качестве конкретизирующей его системы блоков, необходима разработка комплексного пакета инвестиционных программ по инициативе властей и снизу, в обстановке их широкого обсуждения общественностью и специалистами, с применением конкурсов для отбора самих программ и их исполнителей. Государству необходимо также разработать комплекс мер государственной поддержки (финансирования, льготного кредитования, протекционизма во внешнеэкономических связях, юридической защиты, научно-технической экспертизы и консультирования) инвестиционных программ в рамках государственного стратегического плана, а также системы налоговых и таможенных льгот для их поддержки. Коллективам управленцев и специалистов, выполняющим государственные инвестиционные программы, в случае их эффективного осуществления, должно быть обеспечено достаточно высокое материальное вознаграждение, а не стандартная зарплата чиновника на бюджетном окладе со стандартными премиальными.

Инвестиционные программы, включенные в государственный стратегический план, могут и должны осуществляться различными структурами – государственными, частными и смешанными. Их финансирование также может быть государственным, частным, смешанным, но во всех случаях на основе мобилизации финансовых инвестиционных ресурсов. Огромные финансовые ресурсы могут быть мобилизованы, если государство проявит для

этого достаточную политическую волю. Финансовые источники для инвестиций: (1.) полная монополия государства на производство и продажу алкогольной и табачной продукции; (2.) полное изъятие в бюджет всей абсолютной и дифференциальной ренты с природных ресурсов страны; (3.) полная монополия государства на осуществление перечислений валюты за рубеж, с запрещением функционирования на территории России псевдоиностранных предприятий, выполняющих роль ширмы для российских предпринимателей, особенно зарегистрированных в офшорных зонах; (4.) хозяйское использование российской собственности за рубежом (по разным оценкам ее величина колеблется от 100 до 300 млрд. долл.; годовой доход от нее может составить от 5 до 15 млрд. долл.); (5.) подлинная борьба с преступным миром и соответствующая конфискация ценностей. Утверждение, что у России нет собственных инвестиционных ресурсов для ускоренного экономического развития, не соответствует действительности. В стране достаточно природных ресурсов, высокий уровень образования и квалификации рабочей силы, достаточно развиты сферы науки и образования, создана мощная производственная инфраструктура, накоплены огромные производственно-технические мощности в виде всех видов машин и оборудования. Правда, во многих отраслях эти мощности в сильной степени изношены физически и морально, неравномерно распределены по территории и отраслям, причем наилучшие производственные мощности сконцентрированы в ВПК, что предполагает разумную конверсию и развитие производств двойного назначения. Для развития масштабного инвестиционного процесса, можно даже сказать инвестиционного бума на основе внутренних источников саморазвития страны все наличные факторы производства необходимо ввести в состояние их активного комбинирования друг с другом, что и является реальным инвестиционным процессом. Чтобы такой процесс запустить в масштабах, соответствующих инвестиционному потенциалу России, необходимы три условия: (1.) создание государством – через государственную поддержку и льготы при выработке стратегического плана развития и пакетов инвестиционных программ – благоприятных условий для инвестиций в реальном секторе экономики; (2.) осуществление эмиссионного финансирования инвестиционных проектов в рамках

инвестиционных программ в соответствии со стратегическим планом социально-экономического развития страны; эмиссия должна носить строго целевой характер при недопущении превращения длинных инвестиционных денег в короткие, используемые в спекулятивно-посредническом обороте – речь идет не о выпуске пустых, ничем не обеспеченных денег, а о деньгах обеспеченных наличными, но не используемыми производственными мощностями, а также об обеспечении этих денег товарами, которые станут выпускаться на этих мощностях, активизируемых благодаря целевой эмиссии; (3.) активная творчески созидательная деятельность по осуществлению эффективных инвестиционных проектов. Такая деятельность следствие двух предыдущих условий. Предприимчивых, целеустремленных, умных и образованных людей в России хватает, но их инициатива в советский период сковывалась бюрократическими рогатками. В результате проведенных преобразований последних лет в России выгодной стала лишь спекулятивно-посредническая деятельность, а инвестиции в реальный сектор заведомо убыточны, что подрывает реальную инвестиционную инициативу. Предложенная мера не вызовет всплеска цен. Сейчас в России имеет место инфляция издержек, а не инфляция спроса. Эмиссионное финансирование инвестиций сменит экономический спад на подъем, соответственно снизит экономические и технико-технологические издержки производства, что в конечном итоге выразится в снижении, а не повышении цен.

К.э.н. Кравцов И.И

**УПРАВЛЕНИЕ ФИНАНСОВО-ЭКОНОМИЧЕСКИМ
РАЗВИТИЕМ ТЕРРИТОРИЙ РОССИИ (НОРМАТИВНО-
ПРАВОВОЕ ОБЕСПЕЧЕНИЕ)¹**

В настоящее время, и до сих пор, финансово-экономическое положение подавляющей части региональных (субъекты РФ) и муниципальных образований, определяемые в дальнейшем как

¹ Исследования проводились при поддержке Российского гуманитарного научного фонда. Проект № 00-02-00299а

автономно хозяйствующие территории (или просто территории), весьма плачевно, поскольку на протяжении 1992-1998 годов происходило неуклонное снижение уровня их бюджетного обеспечения. Во всех территориальных образованиях объем доходной части бюджетов за последние пять лет (1993-1998 гг.) упал ниже объема минимально необходимых расходов, что привело к хронической задолженности бюджетов территорий РФ по всем статьям финансируемых ими расходов. Практически все автономно хозяйствующие территории в большей или меньшей степени оказывались лишенными соответствующих условий для обеспечения нормального внутреннего экономического воспроизводства. Возникли серьезные противоречия между Центром и регионами, что подрывает основы российского федерализма. В этой связи на первый план закономерно выдвигается необходимость выработки эффективной государственной региональной политики и в первую очередь в области обеспечения экономического роста и развития автономно хозяйствующих территорий. Резко возрастает роль институциональных и социокультурных факторов экономического роста и развития территорий и особенно нормативно-правового обеспечения этих процессов. Эффективность системы нормативно-правового обеспечения управления процессами экономического роста и развития территорий в значительной мере характеризуется ее способностью, или неспособностью, преодолевать так называемые «**институциональные**» и «**социокультурные**» преграды, что оказывает на экономический рост и развитие положительное или отрицательное влияние соответственно.

Система нормативно-правового обеспечения процессов управления финансово-экономическим развитием территорий сложное структурное образование так или иначе, прямо или косвенно, охватывающая все или почти все области государственного и частного права и действующая на всем их правовом поле. Однако такое определение применительно к данной работе было бы слишком расширительным и поэтому не конкретным. В первом приближении в структуру этой системы, по нашему мнению, следует включить Конституцию РФ (как основной закон), бюджетное, налоговое, инвестиционное и предпринимательское право, законодательство о

внешнеэкономической деятельности, страховое законодательство, законодательство об инновационных финансовых продуктах и услугах. В данной работе по понятным всем причинам не ставилась задача рассмотреть пути и возможности совершенствования этих видов законодательства. Задача этой работы состоит в попытке еще раз обратить внимание на необходимость и некоторые основные направления такой работы.

В условиях административно-командной экономики нормативно-правовая система, регулирующая экономическую деятельность, особенно такие ее отрасли, как финансовое, бюджетное, налоговое право, инвестиционное и таможенное законодательство и другие отрасли права разрабатывались не для условий рыночной экономики, а такая отрасль права, как предпринимательское право, вообще не разрабатывалась. Все это в той или иной мере, прямо или косвенно, не могло не сказаться и на действующей сегодня системе нормативно-правового обеспечения процессов управления финансово-экономическим ростом и развитием территорий. Поэтому она (эта система) и сегодня еще не свободна от «родимых пятен» прошлого. Понятно, что создать новую и тем более совершенную нормативно-правовую систему, полностью отвечающую всем требованиям и чаяниям рыночной экономики переходного периода за столь короткий период - задача далеко не из легких, особенно с учетом российской специфики. Сам факт перехода от административного регулирования экономики к регулированию, основанному на принципах публичного (частного) права, требует от законодателя не только коренного пересмотра традиционных идеологических и ценностных приоритетов, но и высочайшего юридического профессионализма. Нормативно-правовая система вообще - не инородное включение, она целиком и полностью определяется экономическим строем общества, природой и функцией государства.

Методы правового регулирования экономической деятельности и государственного управления ею - это (а) «метод общих дозволений» и (б) «разрешительный метод». **Метод общих дозволений.** При этом методе правового регулирования дозволяется вести любую не запрещенную законом хозяйственно-финансовую деятельность и принимать любые решения в этой области, а самостоятельность экономических агентов

ограничивается только двумя моментами: (а) отнесением решения тех или иных вопросов к компетенции органов власти и управления и (б) наличием в законодательстве запретов, выступающих либо в виде прямого запрета, либо косвенно в виде исчерпывающего перечня дозволенных действий, определения порядка совершения действий и др. Таким образом, границы дозволенного поведения экономических агентов предусматриваются всей системой правового регулирования гражданско-правовых отношений. **Разрешительный метод** используется для регулирования собственно управленческих отношений. Здесь, как правило, действует принцип - «запрещено все, что не разрешено». При этом орган власти и управления обязан действовать только в пределах своей компетенции и с соблюдением установленного порядка, нарушение которого влечет (во всяком случае, должен влечь) негативные для этого органа последствия.

Тот очевидный факт, что действующая сегодня система нормативно-правового обеспечения процессов управления финансово-экономическим ростом и развитием территорий (как, впрочем, и вся наша правовая система) нуждается в дальнейшем совершенствовании и развитии, сегодня уже ни у кого не вызывает сомнения. Вот только несколько наиболее ярких примеров из области бюджетного, налогового и инвестиционного законодательства.

Бюджетное законодательство, с точки зрения рассматриваемой нами темы, прежде всего нуждается в совершенствовании двух своих основных направлений: межбюджетных отношений и бюджетного кодекса, поскольку именно они определяют и реализуют бюджетную политику. Несовершенство бюджетного законодательства в самом общем виде проявляется в рассогласовании на нынешнем этапе механизмов финансовой поддержки территорий с целями и задачами государственной финансово-экономической политики, что проявилось в отсутствии комплексного подхода к социально-экономическому развитию регионов. Одна из основных причин - это большой разрыв между потребностями территорий в финансовой помощи и возможностями федерального бюджета для ее оказания. К другим причинам следует отнести недостатки методического характера и отступление в ряде случаев от принципиальных положений нормативно-правовых актов. Например, недостатки

нормативно-долевого определения трансфертов, размеров финансовой помощи и компенсаций из ФФПР; принятие за точку отсчета бюджетных расходов дореформенного (1991) года с последующим доведением их до года, принимаемого за базовый, расширяет по доходам возможности субъективных решений, что ослабляет действие стимулирующих факторов по самозарабатыванию территориями денег. По существу, происходит возврат к печально известному методу планирования «от достигнутого», недостаточно обоснованы и закреплены «расходные» и «доходные» полномочия каждого уровня бюджетной системы.

Остро чувствуется отсутствие директивной системы гибких и всесторонне обоснованных социальных и финансово-экономических нормативов, обслуживающих бюджет. Так, например, социальные нормативы должны отражать уровень минимальной обеспеченности каждого гражданина РФ набором социальных благ и услуг (народное образование, здравоохранение, жилищно-коммунальное обслуживание и т.п.). Понятно, что эти нормативы должны (и, я надеюсь, будут) дифференцированы по отдельным регионам страны с учетом их климатических и этнических особенностей, а также уровня фактической обеспеченности населения этими благами и услугами. При этом следует учитывать, что действующее сегодня экономическое районирование уже устарело.

Не намного улучшит положение и «Новая Концепция Межбюджетных Отношений», поскольку ее реализация требует разработки упомянутой выше системы социальных и финансово-экономических нормативов; нет и нормативной основы для финансовой оценки доходной базы территорий и др. Положительным моментом мы считаем создание Фонда регионального развития, в котором будут аккумулироваться капитальные вложения, ныне разбросанные по разным направлениям – федеральные целевые программы, отраслевые программы и «так называемые, «разрозненные капитальные вложения»».

Утвержденный недавно (17 июля 1998 года) Бюджетный Кодекс Российской Федерации по своим основным ключевым позициям не в достаточной мере может служить правовой основой реформирования и дальнейшего совершенствования бюджетной

системы страны. Многочисленные публикации в периодической и научной печати справедливо отмечают его многочисленные и серьезные недостатки. Отметим только некоторые и наиболее важные из них.

Во-первых, в БК РФ не даны определения бюджетного федерализма, его содержания и принципов; оставлены только те правовые нормы, которые лишь частично отражают данное понятие (см. главу 16 «Межбюджетные отношения»). Во-вторых, наблюдается несоответствие БК РФ Гражданскому Кодексу РФ, другим нормативным актам и в некоторых случаях даже Конституции России - например, ст. 85 БК РФ входит в противоречие со ст.ст.71, 72, 73 Конституции РФ и др. Вообще российское бюджетное право, ориентируясь главным образом на сугубо федеральные проблемы, далеко не всегда и не по всем позициям отражает интересы бюджетов субъектов Федерации и автономно хозяйствующих территорий, что не способствует их развитию.

Власти более высокого уровня, с одной стороны, могут накладывать ограничение на действия властей более низкого уровня (региональные, муниципальные), а с другой - могут предоставлять им единовременные контролируют местные (региональные, муниципальные), то результаты реализации федеральных и отраслевых программ могут и не соответствовать их ожиданиям и поэтому Центр должен быть готов к этому. Возникающая при этом проблема косвенного контроля должна соответствовать планированию налоговой политики и расходной части федерального бюджета, а правительство должно учитывать реакцию региональных и муниципальных образований. В этой связи встает ряд совсем нелегких нормативно-правовых вопросов, касающихся обоснования вмешательства центральной власти в «дела» территорий. Такое вмешательство вообще возможно по трем «форвардным» основаниям, а именно: (а) перераспределение; (б) внешние факторы (т.н. «переливы»); (в) коррекция неэффективности в равновесии территориальных общественных благ (образование, здравоохранение, жилищно-коммунальное обслуживание и др.). Вместе с этим возникает принципиально важный вопрос: почему вообще существуют местные (региональные, муниципальные) правительства?! Зачем центральное правительство использует местные власти в качестве

посредников? Если центральная власть заботится о **перераспределении**, то почему оно не попытается перераспределять свою финансовую помощь напрямую между имеющимися к этому отношении индивидуумами, а делает это косвенно путем предоставления субсидий более бедным территориям. Если имеются «переливы» (внешние факторы), например, в сфере образования, то почему центральная власть не ведет свои дела напрямую и сама не платит за, скажем, образовательную программу. То же можно сказать и о коррекции неэффективности в равновесии местных (региональных, муниципальных) общественных благ.

Здесь мы не предпринимаем попытку решить эти основополагающие вопросы, относящиеся к структуре управления, а лишь указываем на возможность и необходимость увязать их решение с разработкой соответствующей нормативно-правовой базы процессов управления финансово-экономическим развитием территорий РФ.

Основным недостатком российского налогового права является то, что оно (это право) не основывается на таких естественных и фундаментальных принципах, как **эффективность и справедливость**. В нем не реализуется основополагающее правило - «налоговое бремя следует распределять справедливо, не умаляя при этом государственного процветания». Следует указать на явно недостаточную развитость фискального федерализма. Резкое сокращение числа местных налогов и сборов, с одной стороны, упрощает налоговую систему, но одновременно с этим сокращает количество рычагов, с помощью которых органы местного самоуправления могут влиять на экономические процессы на подведомственных им территориях.

Не решены вопросы усиления заинтересованности органов власти и управления территорий в увеличении налогового потенциала и росте собственных бюджетных доходов.

Разработка оптимальной концепции налоговых скидок в рамках фискального федерализма не увенчается успехом до тех пор, пока эта концепция, опять-таки, как и налоговая политика, не будет основываться на всемирно признанных принципах эффективности и справедливости и не будет тесно увязана со **способностью платить налоги**. В качестве примера можно привести так называемые «медицинские расходы». Если медицинские услуги не

предоставляются государством или в большей своей части не покрываются социальным страхованием, то способность платить налоги должна измеряться доходом, из которого следует исключить необходимые медицинские расходы.

Примерно также может быть решена и проблема благотворительных отчислений. Здесь налоговые льготы должны зависеть от той степени, в которой они вообще способствуют социальным целям. В идеале было бы желательно ограничить обеспечение через отчисления на благотворительные цели до уровня обеспечения общественными благами или перераспределительных платежей, хотя подчас очень трудно отличить блага, которые в значительной степени являются государственными, от тех, в которых присутствует существенный частный элемент. И вообще, если бы отчисления на благотворительные цели были ограничены общественными благами, то до тех пор, пока обеспечение через частную благотворительность не превышало бы общественно желаемого уровня, никакой разницы между этими двумя видами обеспечения не было бы.

И еще один важный вопрос. Существующая сегодня в России система социального обеспечения неправомерно рассматривается как нечто совершенно отдельное от налоговой системы, что позволяет каждой из них создавать свои правовые нормы, не скоординированные между собой со всеми вытекающими отсюда негативными последствиями. Между тем, профессиональный подход к этой проблеме не оставляет сомнения в том, что два этих важных направления социально-экономической (в том числе и налоговой) политики, одинаково важных как для Центра, так и для территорий, очень тесно связаны между собой и требуют последовательного, системного и скоординированного подхода к планированию и реализации этих двух ветвей государственной политики. Центральная идея подхода к этой проблеме заключается в том, чтобы политика поддержания доходов была бы органично увязана с политикой налогообложения доходов в систему надления особо нуждающихся целевыми пособиями или в систему, так называемых, социальных дивидендов.

Представляется совершенно необходимым привести бюджетный и налоговый кодексы, бюджетное и налоговое законодательство в

соответствие с Федеральным законом «О финансовых основах местного самоуправления в РФ».

Несмотря на наличие ряда важных законодательных актов в стране на федеральном и региональном уровнях практически отсутствует достаточное и эффективное нормативно-правовое обеспечение инвестиционной деятельности как отечественных, так и зарубежных инвесторов, которое правильно и полно отражало бы хозяйственные реальности сегодняшнего дня. Не созданы нормативно-правовые условия для широкого привлечения иностранных инвестиций в реальный сектор экономики. Анализ положения дел с инвестиционной деятельностью показал, что многие руководители, работники территориальных органов власти и управления и даже сотрудники финансово-кредитных учреждений, работники малых предприятий не в полной мере информированы об уже существующих нормативно-правовых основах и эффективных механизмах привлечения инвестиций в реальный сектор экономики. Инвестиции являются важным фактором экономического развития и роста, об актуальности и масштабности этой проблемы свидетельствуют следующие данные. В Россию планируется привлечь примерно 10-12% мирового рынка инвестиций, объем которого составляет 350-400 млрд. долл. США. Накопления российских граждан оцениваются в 35-50 млрд. долл. США. Есть и другие оценки. Общий объем инвестиций в России в 1998 году составил 730,5 млрд. рублей. На долю финансовых вложений пришлось 184 млрд. руб. Доля краткосрочных инвестиций составила 63,5% от общей суммы, долгосрочных - 36,5%. В структуре инвестиций в нефинансовые активы 73,7% было вложено в основной капитал. Инвестиции российских предприятий за рубеж в том же, 1998 году, составили миллиард долл. США, а иностранные инвестиции в Россию - 11,7 млрд. долл. США.

Таким образом, на первый план выдвигается вопрос о повышении и стимулировании инвестиционной активности территорий РФ. Самый реальный способ повысить инвестиционную активность - это строгое, под контролем государственных органов, исполнение обязательств покупателей приватизированных предприятий вплоть до отмены приватизационных сделок в случае неисполнения контрактов. Немалую роль играет и нормативно-правовые акты,

300

стимулирующие инвестиционную деятельность по привлечению инвестиций для финансово-экономического развития и роста территорий РФ. Практика показала, что в тех немногих регионах, где были законодательно закреплены льготы и гарантии для инвесторов, удается привлекать значительные инвестиции в реальный сектор экономики.

Мощным фактором повышения инвестиционной активности является налоговое законодательство регионального уровня, которое позволяет устанавливать льготы по налогу на прибыль, зачисляемой в местный бюджет, налогу на имущество, на пользование автомобильными дорогами, на транспортные средства. Законодательство территорий может и должно устанавливать гарантии для инвесторов, применять для них режим наибольшего благоприятствования, а также ряд других льгот и привилегий, которые могут варьироваться достаточно широко в зависимости от специфики территории РФ.

Следует и дальше совершенствовать законодательство, стимулирующее широкое использование нетрадиционных для российской экономики источников инвестиций: лизинг, налоговый инвестиционный кредит, налоговые льготы, инвестиционные потребительские займы (использование сбережений населения для реализации инвестиционных проектов и программ под производства товаров потребительского назначения на условиях их льготного приобретения инвесторами этих программ и проектов).

Весьма эффективным направлением повышения инвестиционной активности территории РФ мог бы стать так называемый «национальный режим функционирования» для иностранных инвесторов, который устанавливал бы: (а) отсрочку действия любого нового федерального закона, если он ухудшает условия реализации инвестиционного проекта или режима функционирования иностранного инвестора; (б) гарантии иностранным инвесторам на свободное использование их доходов и прибыли вплоть до увода их за рубеж РФ. Для реализации этого национального режима функционирования иностранных инвесторов есть вполне обоснованные предложения по созданию Государственного агентства по страхованию и гарантированию кредитных и инвестиционных рисков этих инвесторов. Такое предложение следовало бы реализовать.

Не менее важной проблемой повышения инвестиционной

активности территорий РФ мы считаем скорейшую разработку директивных нормативно-методических документов по финансово-экономическому обоснованию проектов инвестиций и инноваций, разработке бизнес-планов и других тому подобных документов, отражающих современный уровень экономической науки и требования хозяйственной практики. учитывали бы рисковый характер инвестиционной деятельности, а главное объективно отражали специфику рыночной экономики. Для этого уже имеется хорошая методическая база, разработанная ЮНИДО (Вена, 1991 год), которая может и должна быть адаптирована к российским условиям.

В условиях рыночной экономики все большее значение для финансово-экономического развития территорий начинает приобретать и такая «экзотическая» проблема, как законодательная защита инновационных финансовых продуктов и услуг, поскольку финансовая индустрия все в большей степени использует эти продукты и услуги. Здесь речь идет о законодательной защите ценных бумаг (акции, облигации, сертификаты, полисы и др.), страхования, банковского дела и финансовых инноваций. Объектом правовой защиты подлежат также финансовые инструменты, циркуляры о предложениях, компьютерные программы, связанные с созданием, оцениванием, преобразованием, обменом или иной поддержкой финансовых продуктов; художественное оформление банковских чеков и сертификатов акций. При этом правовой защите подлежат только готовые авторские продукты, а не лежащие в их основе идеи. Инструментами правовой защиты выступают патенты, законы о нечестной конкуренции (незаконном присвоении) и торговые марки. При разработке законодательства о защите авторского права на инновационные финансовые продукты и услуги в правовых актах должно быть четко прописано: что может и что не может быть объектом защиты; как получить правовую защиту; меры принуждения (судебные, административные); комментарии к законодательным актам.

Следует также совершенствовать и законодательство о защите промышленной собственности (патенты, свидетельства на открытие), которая не является простой разновидностью права собственности, хотя такое заблуждение еще бытует в силу общности терминов. Нуждается в дальнейшем развитии и

приближении к хозяйственным реальностям рыночной экономики порядок использования патентов и свидетельств на открытие, регулирование лицензионной деятельности, порядок определения и выплаты авторского вознаграждения, если оно не определяется по соглашению сторон. При разработке законодательства о защите промышленной собственности в правовых актах также должно быть четко определено: что может быть и что не может быть объектом защиты; как получить правовую защиту; меры принуждения (судебные, административные); комментарии к законодательным актам.

Существующая сегодня система нормативно-правового обеспечения процессов управления финансово-экономическим развитием территорий РФ, по нашему мнению, должна совершенствоваться в следующих основных направлениях: (1.) систематизация и координация действующего федерального и регионального законодательства с целью нормативно-правового обеспечения программ восстановления и развития финансово-экономического потенциала территорий РФ; (2.) приведение в соответствие бюджетного и налогового законодательства РФ (и в том числе соответствующих кодексов) в соответствие с Конституцией РФ и гражданским законодательством, а также дальнейшее развитие принципов бюджетного и фискального федерализма; (3.) определение перечня первичных мер по применению нормативно-правовых актов в регионах РФ; (4.) разработка нормативно-правовых актов, направленных на преодоление институциональных и социокультурных преград; (5.) расширения прав и возможностей территорий РФ в области повышения и стимулирования инвестиционной деятельности; (6.) переход от принципа «централизация полномочий и координация усилий» к принципу «децентрализация полномочий и координация усилий»; (7.) расширение прав территорий РФ в области внешнеэкономической деятельности и ее либерализация; (8.) разработка директивной системы гибких и всесторонне обоснованных социальных и финансово-экономических нормативов, обслуживающих бюджет; (9.) разработка директивных нормативно-методических документов, регламентирующих финансово-экономическое обоснование проектов инвестиций и инноваций, подготовку бизнес-планов и других тому подобных

документов, отражающих современный уровень мировой экономической науки и требования хозяйственной практики; (10.) развитие и углубление законодательной защиты инновационных финансовых продуктов и услуг.

К.э.н. Ибрагимов С.Т.

**ОСОБЕННОСТИ И СТРУКТУРА ИСТОЧНИКОВ
ФИНАНСИРОВАНИЯ ИНВЕСТИЦИЙ В ОСНОВНОЙ
КАПИТАЛ ПРОМЫШЛЕННОСТИ РЕСПУБЛИКИ
КАЗАХСТАН**

На рубеже веков в Республике Казахстан валовые инвестиции в основной капитал включали в себя следующие основные источники: средства предприятий и организаций негосударственного сектора (46,6% в 1999 г. и 45,3% в 2001 г.), средства иностранных инвесторов (39,6% в 1999 г. и 38,3% в 2001 г.), средства республиканского и местного бюджетов (9,4% в 1999 г. и 9,1% в 2001 г.), а также средства населения (2,5% в 1999 г. и 3,9% в 2001 г.) и пр.

Пока финансовый сектор плохо выполняет функцию аккумуляции временно свободных средств хозяйствующих субъектов для их использования в производстве. Средства самофинансирования предприятий и организаций и иностранных инвесторов являются основными источниками капиталовложений в национальную экономику. Что касается первого, то, в условиях платежной задолженности, частные хозяйствующие субъекты предпочитают «жить в долг», беспроцентно кредитую собственное производство за счет своих партнеров по поставкам сырья и готовых товаров, а иностранные инвестиции - фактор дополнительной экономической неопределенности, хотя заменить этот источник капиталовложений очень трудно. В этой связи

перспективы устойчивого финансирования воспроизводственной системы Казахстана, ориентирующейся на самофинансирование хозяйствующих субъектов и иностранный капитал, трудно просматриваются, тем более, что иностранные же инвестиции обычно следуют за внутренним инвестиционным бумом. Отсюда замедление притока прямых инвестиций в страну в 1999-2001 гг.: если в 1999 г. приток прямых иностранных инвестиций в страну составлял 1583,5 млн. долл., то в 2000 г. они сократились до 1258 млн., а в 2001 г. планируются на уровне 964 млн. долл.

Что касается инвестиционных ресурсов национальной банковской системы, то, с количественной точки зрения, их характеризуют следующие цифры: во второй половине 90-х годов число действующих на территории страны коммерческих банков существенно сократилось: со 101 в 1996 г. до 71 в 1998 г. и 55 в начале 2000 г. Такие изменения объясняются усилением конкуренции в банковской сфере, что побуждает мелкие банки к слиянию и ведет к увеличению числа банкротств. В результате санации банковской системы в конце 90-х годов было установлено, что из оставшихся банков приблизительно 20-25 нежизнеспособны и, скорее всего, будут либо ликвидированы, либо преобразованы в небанковские финансовые учреждения. По мере сокращения количества финансовых институтов происходила концентрация банковского капитала. По оценкам ведущих рейтинговых агентств мира, Казахстан вошел в первую тройку среди государств СНГ по темпам проведения реформ в банковской сфере, что позволило стране размещать свои еврооблигации на европейском рынке ценных бумаг. Однако дефицит собственного капитала, ограниченность работоспособных активов остаются основными «болевыми точками» банковской системы Казахстана на рубеже веков.

В стране имеет место углубляющаяся разбалансированность воспроизводственного процесса, проявляющаяся в подавленности функции сбережения и мотиваций инвестирования у основных хозяйственных агентов; сокращение объема валовых инвестиций сопровождается качественным ухудшением и количественным сокращением потенциала инвестиционного комплекса; деформации структуры источников инвестирования и самого процесса инвестирования.

Экономика не может длительное время функционировать в режиме коротких инвестиционных и производственных циклов. Необходим переход к циклам сбалансированности большей протяженности, которая (сбалансированность) гарантирует соразмерность процессов накопления и потребления, перераспределяя ресурсы между текущим и будущим потреблением. Сбалансированность циклов различной протяженности означает восстановление способности к устойчивому накоплению и достижение самодостаточности для трансформации в новую хозяйственную структуру.

В основе сопряжения во времени коротких циклов с циклами большой протяженности постоянное наращивание инвестиций долговременного характера. Далее рост накопления позволит перейти к более широкой технологической модернизации экономики.

Главная отличительная особенность инвестиционного процесса в Казахстане - весомая доля долгосрочных источников финансирования. Так, соотношение краткосрочных и долгосрочных кредитов в кредитовании банками отраслей экономики разительно отличается в лучшую сторону от всех других стран СНГ. Так, если в России доля долгосрочных кредитов варьируется от 4 до 7 процентов, то в Казахстане устойчиво превышает 40%.

За последние годы накоплен опыт эффективного использования мощностей на основе реконструкции и технического перевооружения в таких отраслях как пищевая промышленность (пиво-безалкогольная, кондитерская, хлебопекарная, мясоперерабатывающая отрасли), швейная промышленность, производство строительных материалов (плиточные и кровельные материалы, санитарно-технические изделия), приборостроение и промышленность средств связи.

Когда замена изношенных мощностей, изменение их структуры, поддержание достаточности системы рабочих мест станет в ряд первоочередных задач привлечения инвестиций в соответствующие инвестиционные проекты, выявление перспективных направлений вложений превратится в главную задачу инвесторов. На первом этапе под регулирующее воздействие государства в части создания преференций должны попадать промышленные производства, которые не исчерпали

потенциала развития, имеют или могут завоевать рынок сбыта. В последующий период приоритет и преференции должна распространяться на проекты, несущие структурные изменения производства, поддержанные рыночным спросом на продукцию.

Перечень отраслей, которые являются относительно благополучными - это отрасли, ориентированные, в основном, на экспорт, и предъявляют эффективный спрос на инвестиции. Остальные отрасли, а их большинство, как бы сильно они не нуждались в инвестициях, самостоятельно привлечь их не могут. Предприятиям надо помочь создать платежеспособный спрос на инвестиции, а для этого облегчить налоговый пресс, стимулировать спрос путем государственных заказов, разумной протекционистской внешнеэкономической политикой, мерами по восстановлению уровня благосостояния населения и их платежеспособного спроса на отечественную продукцию. Это дало бы мультипликативный эффект и позволило бы предприятиям не только топливной промышленности и металлургии, но и других отраслей активно искать инвестиции, находить их, осваивать, расплачиваться с кредиторами и развивать производство. Спрос на инвестиции мог бы стать действительно платежеспособным, а сами инвестиции превратились бы в мощный фактор реального экономического роста.

На протяжении 1999-2000 года сохранилась и получила свое развитие тенденция к активизации инвестиционной деятельности предприятий и организаций. Улучшение финансовых результатов деятельности предприятий и организаций, сокращение количества убыточных предприятий, некоторое снижение объемов неденежных расчетов, сохранение благоприятной внешнеэкономической конъюнктуры, постепенное восстановление реальных располагаемых денежных доходов населения, явились важными факторами оживления инвестиционных процессов.

Вместе с тем остающиеся проблемы в денежно-кредитной системе (высокая стоимость кредитов; продолжающееся замещение, хотя и в меньших объемах, финансовых потоков бартером и денежными суррогатами; низкий уровень банковских капиталов), наличие на предприятиях многих отраслей экономики устаревших основных фондов, низкий платежеспособный спрос населения, высокая налоговая нагрузка на реальный сектор экономики, рискованность осуществления капитальных вложений

в экономику отечественными и зарубежными инвесторами, необходимость обслуживания значительного внешнего долга, сохраняющаяся проблема вывоза капитала за рубеж являлись сдерживающими факторами развития инвестиционных процессов.

Основным условием выхода экономики из кризисного состояния и создания предпосылок для устойчивого развития промышленности является выработка концептуальных научно-методических положений национальной инвестиционной стратегии, определения принципов и направлений привлечения и использования инвестиций в промышленности РК.

Главной целью инвестиционной политики является создание инвестиционного климата для привлечения накоплений населения, внутренних и внешних инвесторов.

Рост инвестиционной активности будет направлен на:

- создание привлекательного инвестиционного климата для притока прямых инвестиций (преимущественно иностранных);
- развитие рынка ценных бумаг как механизма привлечения в экономику сбережений населения, а также свободных финансовых средств других потенциальных групп инвесторов;
- создание строительной индустрии, продукция которой будет конкурентоспособной как на внутреннем, так и на внешних рынках;
- оказание государственной поддержки развития объектов общенационального пользования и импортозамещения;
- создание условий для участия населения в инвестиционных фондах на рынке корпоративных ценных бумаг.

В качестве целевого индикатора в области инвестиций определен среднегодовой прирост инвестиций в основной капитал в размере 15-20%.

Количество источников инвестиций в экономику ограничено: инвестиции за счет собственных средств предприятий; государственные инвестиции; иностранные инвестиции; инвестиции собственных средств банков; инвестируемые сбережения населения; нетрадиционные источники.

Ограничен также и объем потенциальных и реальных внутренних инвестиций.

В области источников финансирования главным приоритетом является рост доли частных (прямых) инвестиций и портфельных инвестиций.

В отраслевой структуре инвестиций в начале века приоритеты сохраняются за нефтегазовой (включая транспортировку нефти по трубопроводу КТК) и металлургической промышленностью. Одновременно будут создаваться условия для ускоренного развития агропромышленного комплекса (включая проекты импортозамещения в легкой и пищевой промышленности), машиностроения, промышленности строительных материалов, химической и нефтехимической промышленности, фармацевтики, парфюмерии, электроники и производства электротехнических товаров. Необходимо создать условия для развития современной рациональной суверенной транспортной сети и соответствующей инфраструктуры.

Достижение целей государственной инвестиционной политики будет достигаться за счет создания и совершенствования следующих механизмов:

- стимулирования накоплений у населения и предприятий, хранения их на депозитных счетах в банках;
- создания стимулирующих условий для вложения капитала в долгосрочные инвестиционные проекты;
- совершенствования условий стимулирования привлечения прямых инвестиций в приоритетные сектора экономики;
- создания условий для вложения портфельных инвестиций в развитие экономики, содействия развитию рынка ценных бумаг;
- совершенствования методов выбора инвесторов и прозрачности процедур отбора предлагаемых инвестиционных проектов;
- осуществления мониторинга и проведения систематических анкетных опросов состояния инвестиционного климата;
- создания действенной системы защиты и страхования инвестиций.

Важно по мере истечения налоговых каникул, предоставленных инвесторам, работающим в Казахстане, детально проанализировать итоги их деятельности и определить взаимовыгодные условия, при которых будут складываться дальнейшие взаимоотношения инвесторов с Правительством.

Основная задача в области государственного инвестирования - добиться рационального и эффективного инвестирования ограниченных государственных и привлекаемых государством средств в приоритетные секторы экономики.

Основным источником финансовых вложений предприятий и инвестиций в нефинансовые активы являются их собственные средства, составляющие основную часть общего объема инвестиций. Прослеживается тенденция к уменьшению доли собственных средств с начала текущего года и соответственно увеличение доли привлеченных средств, в основном в связи с нехваткой живых денег в реальном секторе экономики.

Отличительная особенность инвестиционного процесса в Казахстане в том, что собственные средства предприятий - главный источник финансирования инвестиций в основной капитал в странах СНГ, играет не основную, вторую роль.

Но главное не в этом. В условиях хронических неплатежей и недостатка собственных оборотных средств валовая прибыль (отчисления на реновацию и чистая прибыль) используется предприятиями главным образом на повседневные, а не перспективные нужды. Об объемах нецелевого расхода реновационных отчислений можно судить лишь по примерным расчетам. Они свидетельствуют о разрыве между объемами собственных финансовых источников вложений в основные фонды и самими вложениями. Основная часть выделяемых на прямые вложения финансовых ресурсов в условиях экономики неплатежей использовалась на удовлетворение сиюминутных потребностей, а не на замену, модернизацию фондов, техническое перевооружение производства, в которых так нуждается экономика.

Величина разрыва между начисленным износом основного капитала и капитальными вложениями в отрасли промышленности, по ориентировочным оценкам, составляет в целом по промышленности в 55-60%, а по отраслям машиностроения более чем в 2 раза. Это свидетельствует о том, что проблема финансирования и кредитования капитальных вложений заключается не только в изыскании источников финансирования прямых инвестиций, но и в разрушении сложившегося в условиях хронической и крупномасштабной задолженности механизма нецелевого использования финансовых источников прямых инвестиций в реальный сектор экономики.

С точки зрения развития производства инвестирование собственных средств предприятий наиболее эффективно, потому что в этом случае предприятия не должны часть получаемой прибыли направлять на текущее обслуживание долгов. Поэтому из

общей суммы имеющихся средств все будет использовано на инвестиции, в то время как в случае займа часть денег уйдет на оплату банковских услуг. Кроме того, не связанные условиями предоставления займов, предприятия могут инвестировать собственные средства в долговременные проекты, в исследования и т. д., обеспечивая себе задел на будущее и укрепляя, таким образом, свои позиции на рынке в глобальном плане. По мере повышения стабильности и эффективности работы предприятия и снижения долгового бремени (кредиторской задолженности) будут все большую часть прибыли инвестировать в основной капитал. Таким образом, реальный сектор экономики Казахстана сможет в большей, чем сейчас, степени развивать их за счет собственных ресурсов.

Многие крупные или просто эффективно работающие корпорации в мире контролируют огромные финансовые активы и обладают поэтому собственным огромным инвестиционным потенциалом, за счет которого способны не только покрывать собственные потребности в инвестиционных ресурсах, но предоставлять часть свободных средств для инвестирования другим компаниям. Однако, если экономика депрессивна и производство не обеспечивает получения значительных прибылей, прежде всего это сказывается на падении инвестиций за счет собственных средств предприятий.

Собственные средства предприятий в ближайшие по крайней мере 10 лет останутся основным источником финансовых вложений предприятий и инвестиций в нефинансовые активы, хотя финансовое положение предприятий продолжает оставаться сложным. Некоторое увеличение оборотных средств не сопровождается сокращением объема платежей. Они продолжают свой рост. И это несмотря на благоприятные в целом для отечественных производителей изменения конъюнктуры внутреннего рынка, связанные с некоторым сокращением импорта, значительный рост валютной выручки (из-за роста мировых цен). Поэтому увеличение оборотных средств предприятий как приоритет государственной экономической политики оздоровления предприятий само по себе без подкрепления необходимым механизмом их наиболее рационального использования не приведет к повышению платежеспособности предприятий и сокращению их долгов.

Государственные инвестиции при рыночной экономике могут быть весьма важны в отдельных отраслях, от которых зависит, например, национальная безопасность, или в ситуации, когда государственная поддержка необходима для осуществления структурных преобразований или для придания первоначального импульса к развитию новых территорий или производств. За счет государственных инвестиций разумно поддерживать перспективные исследования или отрасли, которые не способны на быструю отдачу от вложенных средств, но развитие которых важно в стратегическом плане. Часто государственные органы инвестируют в производства, развитие которых представляется значимым в социальном плане, исходя из соображения поддержания приемлемого уровня занятости и т. д. Во всем мире правительства инвестируют значительные средства в ходе осуществления так называемых общественных работ, таких как дорожное строительство или благоустройство городов, развитие производственной инфраструктуры.

Вместе с тем, в целом государственные инвестиции считаются менее эффективными в экономическом плане, поскольку они часто бывают направлены на достижение не экономических, а других целей. К тому же осуществление значительных государственных инвестиций возможно только при наличии необходимых средств в бюджете, а это не типично для нас.

Номинально государство имеет возможности для увеличения государственных инвестиций, потому что оно прямо распоряжается государственными финансами. Но для реальной оценки положения дел в этой части инвестиционного сектора необходимо учитывать, что чтобы произвести значительные инвестиции, необходимо иметь доходы. Доходов у государства настолько мало, что об этом пока можно только мечтать.

Конечно, нельзя отрицать необходимость государственных инвестиций. Важно только отметить, что пока реально на этот источник не приходится надеяться. Правительство делает ставку на привлечение иностранных инвестиций. Сложная ситуация в российской экономике стала причиной снижения доверия иностранных инвесторов практически ко всем государствам СНГ, в особенности к странам, имеющим большие объемы товарооборота с Россией, к которым относится и Казахстан. Результатом явилось значительное, хотя и временное снижение объемов иностранных

инвестиций (включая портфельные), поступающих в республику, с 79,0 млрд. тенге в 1997 году до 47,4 млрд. тенге в 1998.

Сложившаяся к 1999 году устойчивая тенденция к снижению доходов, аккумулируемых бюджетной системой, а также непомерное бремя внутреннего и внешнего долга государства сделали практически невозможным нормальное финансирование государственных инвестиций. В итоге, несмотря на увеличение поступлений в бюджет, в структуре инвестиций в основной капитал по источникам финансирования продолжает уменьшаться доля бюджетных средств.

Для улучшения ситуации в этом направлении следовало бы на уровне государства стимулировать деятельность таких институциональных форм рыночно инфраструктуры, как страховые, пенсионные и паевые фонды, а также разработать механизм стимулирования финансирования инвестиций за счет акционерного капитала, в частности, через госгарантии и правовую поддержку средних по размеру акционерных обществ, которые эмитируют акции с целью расширения и совершенствования действующего производственного потенциала.

Главным достижением и главной особенностью инвестиций в Казахстане является определяющая их объем доля иностранных инвестиций. Среди стран переходной экономики Казахстан безусловный лидер по привлечению иностранных инвестиций на душу населения. Их удельный вес в общем объеме инвестиций в основной капитал увеличился с 13,5% в 1996 году до 22% в 1997 году, до 29% - в 1998-м и 41,4% - в 1999 г.¹

Использование всего широкого арсенала форм привлечения иностранного капитала для стабилизации обстановки и поступательного развития экономики выдвинуто в качестве первоочередной стратегической цели государственной политики Казахстана на современном этапе и в перспективе.

¹ Статистический ежегодник Казахстана. - Алматы, 2000. с. 292.