

---

прибыль будет направлена на инвестиции. Таким образом, финансирование инвестиционных проектов может быть осуществлено не только из прибыли, амортизационных отчислений, долгосрочных кредитов, но фактически и за счет кредиторской задолженности и финансовых ресурсов, полученных от действия финансового рычага.

В целом рассмотренный методологический подход, направленный на повышение

эффективности производства и продаж продукции на основе уточнения затрат на единицу продукции, позволяет существенно улучшить качество технико-экономического и финансового анализа ситуаций. Считаем важным учитывать рассмотренные ситуации при моделировании деятельности предприятия и оценке эффективности инвестиционных проектов, что позволит повысить качество принятия управленческих решений.

### СПИСОК ЛИТЕРАТУРЫ

1. Методические рекомендации по оценке эффективности инвестиционных проектов и их отбору для финансирования: Издание официальное. М.: Информэлектро, 1994.
2. Методические рекомендации по оценке эффективности инвестиционных проектов и их отбору для финансирования (вторая редакция): Официальное издание. — М.: Экономика, 2000.
3. Приказ Минэкономразвития РФ и Минфина РФ от 23 мая 2006 г. № 139/82н «Об утверждении Методики расчета показателей и применения критериев эффективности инвестиционных проектов, претендующих на получение государственной поддержки за счет средств Инвестиционного фонда Российской Федерации».

### REFERENCES

1. Metodicheskie rekomendacii po ocenke effektivnosti investicionnyh proektov i ih otboru dlja finansirovanija. Izdanie oficial'noe. M.: Informjelektro, 1994.
2. Metodicheskie rekomendacii po ocenke effektivnosti investicionnyh proektov i ih otboru dlja finansirovanija (vtoraja redakcija). Oficial'noe izdanie. M.: Ekonomika, 2000.
3. Prikaz Minekonomrazvitija RF i Minfina RF ot 23 maja 2006 g. № 139/82n «Ob utverzhenii Metodiki rascheta pokazatelej i primenenija kriteriev effektivnosti investicionnyh proektov, pretendujuschih na poluchenie gosudarstvennoj podderzhki za schet sredstv Investicionnogo fonda Rossijskoj Federacii».

*А. И. Хусаева*

### СТРАТЕГИЧЕСКИЕ И ТАКТИЧЕСКИЕ ЗАДАЧИ РАЗВИТИЯ РОССИЙСКОГО РЫНКА КАПИТАЛА ПРИ ПЕРЕХОДЕ К ИННОВАЦИОННОЙ ЭКОНОМИКЕ

*Автор рассматривает проблемы реформирования российского рынка капитала в условиях перехода России к инновационной экономике. Исследует функционирование российского рынка капитала и выделяет стратегические направления его развития. Анализирует и формулирует тактические задачи, позволяющие приблизиться к модели рынка капитала в условиях модернизации и формирования инновационной экономики.*

**Ключевые слова:** российский рынок капитала, инновационная экономика, источники капитала, инвестиции, рынок слияний и поглощений.

«STRATEGIC AND TACTICAL OBJECTIVES  
OF THE RUSSIA'S CAPITAL MARKET DEVELOPMENT  
UNDER THE TRANSITION TO INNOVATIVE ECONOMY»

*The issues of Russia's capital market reforming in the conditions of the transition to innovative economy are regarded, Russian capital market operation is described, and strategic directions of its development are pointed out, with the tactical objectives analyzed and formulated. These objectives are assumed to facilitate constructing the capital market model in the conditions of modernization and the development of innovative economy.*

**Keywords:** Russia's capital market, innovative economy, sources of capital, investments, market M&A.

Спад производства в конце 2009–2010 гг. прекратился, но коренные причины кризиса не устранены, напротив, в мире разбухают новые финансовые пузыри. Эмиссия доллара в США выросла вдвое, частные банки получают деньги под 0,5% годовых и снова вкладывают их в ценные бумаги, в основном зарубежные. На мировой нефтяной и российский фондовый рынки снова пришли спекулянты, взвинтившие цены.

Проблемы рынка капитала, обнажившиеся в годы кризиса, требуют своего решения. Длительный период роста мировых цен на нефть и их высокий уровень породили в российских деловых кругах уверенность в относительно хороших перспективах нефтяного бизнеса. До последнего времени тезис о том, что высокие цены на нефть являются причиной ускорения темпов роста России, был общепринятым [5, с. 27]. Однако модель, основанная на высоких ценах на нефть и доступности «длинных» внешних кредитов, исчерпана. Для модернизации экономики необходимо найти собственный капитал, адаптируясь к снижению экспортных доходов и к ухудшению платежного баланса.

Целью данной статьи является обобщение результатов исследований, посвященных реформированию рынка капитала в условиях перехода России к инновационной экономике.

Формирование рынка капитала в России характеризует три взаимосвязанных аспек-

та: изменение структуры собственности на предприятиях, особенности агентской проблемы и конкурентоспособность отечественных предприятий. Исследование взаимосвязи этих аспектов показало, что процесс реструктуризации собственности начался с ваучерной приватизации и привел к появлению новых экономических субъектов — собственников, инвесторов, профессиональных менеджеров. В связи с этим российские предприятия столкнулись с агентской проблемой корпоративного управления, характерной для стран, экономика которых строится на признании частной собственности, — с конфликтом интересов менеджеров (агентов) и поставщиков ресурсов (принципалов) [7, с. 3]. Первоначально реструктуризации подверглась только государственная собственность через механизм ваучерной приватизации, залоговых аукционов, а позднее — и денежной приватизации. С 1994–1995 гг. начался передел собственности с использованием рыночных механизмов слияний и поглощений, банкротства неконкурентоспособных отечественных предприятий, консолидации акций, которую ускорил финансовый кризис 1998 г. В результате число действующих предприятий и организаций промышленности в государственной собственности сократилось, выросла доля частных предприятий, предприятий, находящихся в смешанной российской и совместной российской и иностранной собствен-

---

сти. Все это позволяет сделать вывод о том, что рынок капитала не может самостоятельно справиться с проблемами, ему необходимо государственное вмешательство.

Рынок капитала требует решающей координационной роли со стороны государства, так как при принятии решений о создании новых производств бизнес ориентируется на краткосрочную или, как максимум, среднесрочную перспективу возврата инвестиций. Только государство может адекватно оценивать комплексные долгосрочные задачи развития экономики, взаимосвязи отраслей, регионов для решения этих задач. Капиталы, которые зарабатываются в России, должны, как правило, вкладываться в ее экономику, прежде всего в высокие технологии и инфраструктуру. Из-за недостаточного развития фондового и кредитного рынка вложения капитала в развитие производства осуществляются большей частью за счет собственных средств, которыми располагают немногие фирмы. Более 45% инвестиций корпораций составляют собственные средства. Далее следуют бюджетные госинвестиции (21,2–4,6% ВВП), банковские кредиты (2006 г. — 3,5%, 2008 г. — 9,3%, по прогнозу 2020 г. — около 22%). Роль эмиссии акций (1,1%) и корпоративных облигаций (0,2%) незначительны (в странах ОЭСР она достигала 40–50%).

Главная проблема российского рынка капитала состоит в том, что он не обеспечивает превращения сбережений в инвестиции, не направляет их для коренной модернизации экономики, для перехода к инновационной модели развития. Внутренние источники и резервы, а не внешние займы и ресурсы мировых рынков должны рассматриваться как основной источник капитала. Проблемы рынка капитала связаны также с низкой долей длительных пассивов, с незащищенностью собственности, с низким качеством корпоративного управления, соблюдения контрактов. Капитал, привлекаемый с мирового рынка, пред-

ставлен в основном кредитами и спекулятивными портфельными, а не прямыми инвестициями (его главным источником остаются Кипр и другие оффшоры). Невелика роль пенсионных накоплений.

Анализ функционирования российского рынка капитала позволяет выделить стратегические направления развития. К ним относятся:

1. Реальная рыночная оценка интеллектуальной собственности, деловой репутации, человеческого капитала [1].

2. Эффективное использование пенсионных накоплений. В 2010 г. под управлением ВЭБ находится около 800 млрд, по прогнозу 2011 г. — 1,2 трлн руб., которые теперь могут вкладываться не только в государственные ценные бумаги (их доля в 2010 г. составила 0,15%), но и в корпоративные и ипотечные облигации, долговые инструменты международных финансовых институтов и т. д. Снижение базовой ставки ЦБ до 8,5% повысило доходность ПИФов до 50–60%.

3. Создание Российского финансового агентства, управляющего государственными финансовыми активами и долгами, банков развития, действующих в особом нормативном поле и не конкурирующих с коммерческими банками в сфере привлечения и размещения средств.

4. Ликвидация оффшорных схем вывода активов и уклонения от налогов. В США в 2009–2010 гг. после налоговой амнистии, позволяющей избежать уголовной ответственности при условии выплаты налогового долга, согласно данным IRS, более 14,7 тыс. американских налогоплательщиков согласились вывести деньги со своих оффшорных счетов в банках около 70 государств. Швейцарский банк UBS помог состоятельным американцам спрятать от налогов 15–20 млрд долл. В 2002–2007 гг. «серыми» схемами в швейцарском банке воспользовались около 20 тыс. граждан США. Банк согласился выплатить 780 млн долл. штрафа правительству США и

сотрудничать по делу о налоговых махинациях, назвав имена американцев, нарушивших налоговое законодательство.

5. Создание единой системы правил, норм и принципов регулирования, а в перспективе — единого регулятора рынка капитала (в отношении банков эту функцию выполняет ЦБ, страховых компаний — Минфин, участников фондового рынка — ФСФР и т. д.).

6. Развитие инфраструктуры рынка капитала, включая центральный депозитарий, клиринг, систему электронных бирж Единого экономического пространства, создаваемого с 2012 г. Россией, Беларусью и Казахстаном.

7. Налоговое стимулирование превращения сбережений в производственные инвестиции, эмиссии инфраструктурных облигаций, расширения номенклатуры финансовых инструментов, инвестиций в обновление производства, НИОКР и человеческий капитал.

8. Развитие законодательства о системе компенсаций и бонусов, об учете финансовых рисков на балансе, о финансовой отчетности.

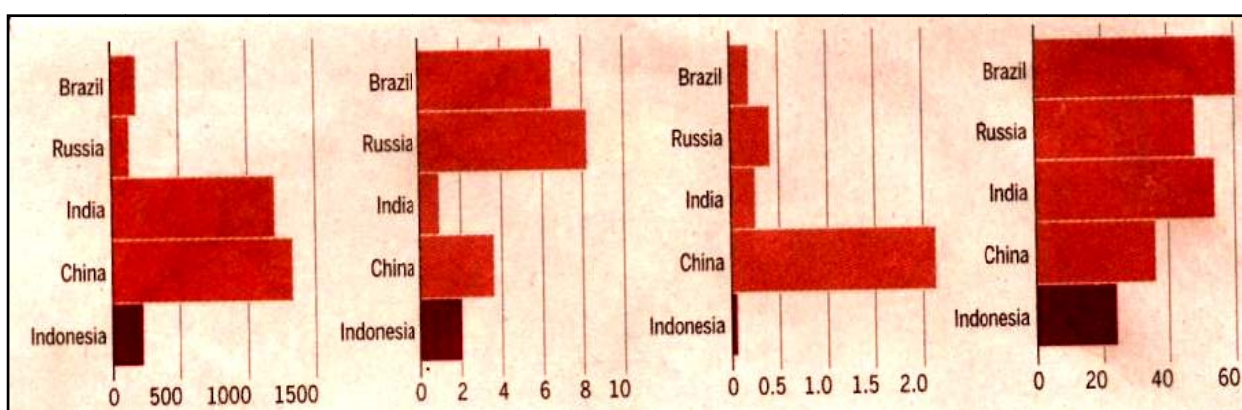
9. Создание в Москве Международного финансового центра, стимулирование использования российских площадок для

размещения ценных бумаг, а рубля — как региональной резервной валюты.

10. Повышение капитализации и конкурентности банковского рынка с целью обеспечения доступности долгосрочных кредитов и снижения их цены, консолидации рынка на основе современных технологий.

11. Развитие региональных банков, которое повышает привлекательность местных рынков капитала. Исследование Эксперт-РА (Эксперт. 2009. № 50) показало, что первые места по привлекательности для бизнеса заняли Липецкая обл., Краснодарский край, Ростовская обл., Петербург, Пензенская, Воронежская (за три года она перешла с 68-го на 7-е место), Тамбовская области и Башкортостан (9-е место). Москва сохранила первое место по развитию финансовой инфраструктуры, но не вошла в первую десятку из-за низкого уровня экологии, безопасности и эффективности управления. С 2010 г. регионы могут получать долгосрочные кредиты для дорожного строительства под 4% годовых.

Сравнение России с другими странами БРИК (см. рис., данные МВФ и Thomson Datastream, 2008 г.) показывает, что она располагает возможностями для формирования полноценного рынка капитала.



Население,  
млн чел.

ВВП на душу  
населения, тыс. долл.

Золотовалютные  
резервы, млрд долл.

Расходы на личное по-  
требление (% к ВВП)

Сопоставление макроэкономических показателей России и других стран БРИК (2008 г.)

---

Россия занимает последнее место среди 5 стран БРИК по численности населения, но первое — по душевому ВВП, второе после Китая по золотовалютным резервам и третье (после Бразилии и Индии) — по доле персонального потребления в ВВП, что означает достаточно высокую долю сбережений.

Российский рынок капитала находится на среднем уровне (все в процентах к ВВП): по объему банковских депозитов (47-е место), частных кредитов (43-е), денежной массы (47-е), прямых иностранных инвестиций (ПИИ — 30-е), а также по стоимости ведения бизнеса (39-е), по налогообложению, по размерам банковской филиальной сети (46-е). По оценке ЮНКТАД (Комиссия ООН по торговле), по инвестиционной привлекательности в 2009 г. Россия среди крупных стран уступала лишь США, Франции, Китаю и Англии.

Проблемы реформирования рынка капитала исследованы рядом авторов. Выявлены особенности институтов и культуры России и других стран БРИК, которые ограничивают их догоняющее инновационное развитие [10]. Рассмотрены различные сценарии и траектории развития экономики, дающие универсальный оптимум и магистральный эффект [9]. Обоснована роль рынка капитала как глобальной управляющей системы при переходе к постиндустриальной информационной экономике [8]. Предложены меры по повышению стабильности и капитализации банковской системы в условиях финансовых кризисов, пути расчистки банковских балансов [4]. Исследованы ключевые проблемы антикризисной политики и реформирования банковского сектора, включая «плохие» долги и развитие региональных банков [2].

Разделяя точку зрения авторов о необходимости реформирования рынка капитала, полагаем, что к числу тактических мер, которые могут быть реализованы уже в 2010–2011 гг., можно отнести:

- изменение правил M&A, способствующее реализации синергетического эффекта [3], прозрачности финансирования [6], устранению рейдерства; развитие института реорганизации компаний, включая соглашения реорганизуемых лиц с кредиторами; предъявление требований о досрочном прекращении обязательств; исполнение реорганизуемой организацией обязательств перед кредиторами;

- создание единой системы депозитариев, контроля за ведением реестров, противодействия вовлечению реестродержателей в корпоративные конфликты, создание единой государственной системы учета прав на бездокументарные ценные бумаги;

- сокращение теневого капитала, доля которого, по оценке Росстата, составляет 25% и включает незарегистрированное предпринимательство, подпольное производство и реализацию алкоголя (по оценке Счетной палаты — 35–40 млрд руб.), откаты при госзакупках, оффшорное уклонение от налогов (по оценке С. Степашина, бюджет недополучает 2 трлн руб. в год, не считая черного рынка наркотиков и т. д.);

- развитие корпоративного законодательства, включая преобразование ОАО, не регистрирующих эмиссию акций, в ООО, обеспечение конфиденциальности и ответственности за разглашение инсайдерской информации на рынке капитала, развитие институтов оценки активов и определения рыночной стоимости торгуемых ценных бумаг;

- регламентация поведения менеджмента при слияниях, поглощениях и других изменениях на рынке капитала, обеспечения ответственности за действия, нарушающие интересы компании и ее акционеров;

- усиление защиты собственности на капитал, противодействие рейдерству, вмешательству правоохранительных органов в конкурентные отношения, неэффективному аресту предпринимателей и их имущества;

– разработка механизма списания безнадежных долгов и «плохих» активов, расчистки балансов без особого ущерба для капитализации финансовых компаний;

– развитие механизма резервирования и страхования активов с участием государства. Не требуют дополнительного резервирования лишь кредиты заемщикам со стабильным денежным потоком, имеющим госзаказ или строительные объекты высокой степени готовности в сегментах повышенного спроса. Наблюдаемое в настоящее время увеличение вложений банков в долговые ценные бумаги означает лишь передачу «плохих» кредитов в ПИФы;

– реформа стандартов учета и аудита, позволяющая освободиться от виртуальных цен, дутых отчетов и сомнительных рейтингов. На Давосском (2009 г.) форуме В. В. Путин отмечал, что «оценка бизнеса должна строиться на фундаментальной

стоимости активов, их способности генерировать добавленную стоимость, а не на субъективных представлениях... Будущая экономика должна стать экономикой реальных ценностей».

Реализация сформулированных выше тактических задач позволит приблизиться к модели рынка капитала, необходимого инновационной экономике.

Таким образом, в статье обобщены предложения по развитию источников капитала, направлений их вложения и по совершенствованию механизма функционирования рынка капитала в условиях модернизации и формирования инновационной экономики. Сделана попытка выделения тактических мер, которые могут быть реализованы в краткосрочном и среднесрочном периодах и которые требуют дополнительного исследования и стратегического обоснования.

#### СПИСОК ЛИТЕРАТУРЫ

1. Агеев А. Неоцененные активы // Экон. стратегии. 2009. № 2.
2. Андрюшин С., Кузнецова В. Банковский сектор России и пути его реформирования // Вопр. экономики. 2009. № 7.
3. Гвардин С. В. Создание добавленной стоимости компании при сделках слияний и поглощений. Российский опыт. М.: Эксмо, 2008. С. 76.
4. Греф Г., Юдаева К. Российская банковская система в условиях глобального кризиса // Вопр. экономики. 2009. № 7.
5. Жидков Н. И. Текущее состояние экономики нефтедобывающей отрасли и возможные сценарии развития // Георесурсы. 2009. № 2 (30).
6. Жиленков М. О. Инновации в организации финансирования сделок М&А: Мировые тенденции и российские перспективы LBO // Инновации. 2007. № 6 (104). С. 12–14.
7. Либман А. В. Методологические и информационные аспекты решения агентской проблемы в управлении корпорацией: Дис. ... канд. экон. наук. СПб., 2003. РГБ ОД, 61:03-8/3533-5.
8. Никитин В. Антикризисный потенциал глобальной биржевой стимуляции в информационной экономике // Экон. стратегии. 2009. № 5–6.
9. Поспелов Н. Моделирование российской экономики в условиях кризиса // Вопр. экономики. 2009. № 10.
10. Ясин Е., Снеговая М. Институциональные и культурные ограничения догоняющих стран // Вопр. экономики. 2009. № 11.

#### REFERENCES

1. Ageev A. Neocenjonnye aktivy // Ekon. strategii. 2009. № 2.
2. Andrjushin S., Kuznecova V. Bankovskij sektor Rossii i puti ego reformirovanija // Vopr. ekonomiki. 2009. № 7.
3. Gvardin S. V. Sozdanie dobavlennoj stoimosti kompanii pri sdelkah slijanij i poglowenij. Rossijskij opyt. M.: Eksmo, 2008. S. 76.

- 
4. *Gref G., Judaeva K.* Rossijskaja bankovskaja sistema v uslovijah global'nogo krizisa // *Vopr.jekonomiki.* 2009. № 7.
  5. *Zhidkov N. I.* Tekushee sostojanie ekonomiki nefteobryvajascej otrasli i vozmozhnye scenarii razvitija // *Georesursy.* 2009. № 2 (30).
  6. *Zhilencov M. O.* Innovacii v organizacii finansirovanija sdelok M&A: Mirovye tendencii i rossijskie perspektivy LBO // *Innovacii.* 2007. № 6 (104). S. 12–14.
  7. *Libman A. V.* Metodologicheskie i informacionnye aspekty reshenija agentskoj problemy v upravlenii korporacij: Dis. ... kand. jekon. nauk. SPb., 2003. RGB OD, 61:03-8/3533-5.
  8. *Nikitin V.* Antikrizisnyj potencial global'noj birzhevoj stimuljacii v informacionnoj ekonomike // *Ekon. strategii.* 2009. № 5–6.
  9. *Pospelov N.* Modelirovanie rossijskoj ekonomiki v uslovijah krizisa. // *Vopr. ekonomiki.* 2009. № 10.
  10. *Jasin E., Snegovaja M.* Institucional'nye i kul'turnye ogranichenija dogonjajuschih stran // *Vopr. ekonomiki.* 2009. № 11.