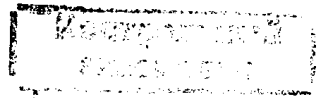


08.00.01
X 694



На правах рукописи

Ходоровский Евгений Павлович

**ФОРМИРОВАНИЕ ЭФФЕКТИВНОГО РЫНКА
ФИНАНСОВОГО КАПИТАЛА В ТРАНСФОРМИРУЕМОЙ ЭКОНОМИКЕ**

Специальность 08.00.01 – «Экономическая теория»

Автореферат
диссертации на соискание ученой степени
кандидата экономических наук

Работа выполнена на кафедре экономической теории и мировой экономики Южно-Уральского государственного университета.

Научный руководитель – доктор экономических наук,
профессор Бархатов В.И.

Официальные оппоненты: доктор экономических наук,
профессор Журавлева Г.П.,
кандидат экономических наук,
Щенников А.В.

Ведущая организация – Уральский социально-экономический институт
Академии труда и социальных отношений.

Защита состоится 27 декабря 2001 г., в 16.00 часов, на заседании диссертационного совета К 212.296.01 при Челябинском государственном университете по адресу 454136, г. Челябинск, ул. Молодогвардейцев, 70 «б», ауд. 123.

С диссертацией можно ознакомиться в библиотеке Челябинского государственного университета.

Автореферат разослан 26 ноября 2001 года.

Ученый секретарь
диссертационного совета,
кандидат экономических наук,
доцент



Ребрыш Л.А.

I. ОБЩАЯ ХАРАКТЕРИСТИКА РАБОТЫ

Актуальность темы исследования. Процесс экономических преобразований в России породил множество проблем во всех секторах экономики. Финансовый сектор является самым чувствительным ко всем изменениям, которые происходят и в жизни людей, и в функционировании крупных корпораций, и в государственной политике. Финансовые рынки России за десять лет реформ не раз подвергались разрушительным кризисам, от которых страдали не только финансовые круги, но и население России в целом.

Необходимо отметить, что финансовый капитал, который представлен на этих рынках, совсем недавно стал оформляться в некоторое подобие того, что экономисты вкладывают в это понятие, поэтому требуется определенная концептуальная основа процесса его развития. Во времена Советской власти само существование и функционирование финансового капитала не представлялось возможным, так как плановое хозяйство не нуждается в тех экономических механизмах, которые работают на его основе. В этой связи, существует ряд вопросов, требующих решения, таких как: изучение направлений движения финансовых потоков с целью их упорядочивания, формирования на этой основе эффективного рынка финансового капитала, а также достижения и поддержания экономического роста. Исследование специфики формирования и развития эффективного рынка финансового капитала в трансформируемой экономике требует рассмотрения теоретических основ содержания возникшего в последнее десятилетие финансового капитала, учитывая опыт его развития как в пореформенной России, так и в странах с социальноориентированной рыночной экономикой.

Финансовый капитал, возникший на рубеже XIX и XX вв. как определенное качественное явление развития капитала в целом, в 80-е годы XX столетия приобрел новые формы под воздействием новых тенденций в развитии западных экономик, например, таких как глобализация капитала. Особенность российского финансового капитала обусловлена как влиянием внутренних, так и внешних факторов. Его формирование происходило в условиях распада государственной собственности, возникновения новых экономических субъектов, изменения правил игры этих субъектов при деформациях финансового, в том числе и фондового, рын-

ков. До сих пор на функционирование финансового капитала оказывают влияние нерешенные в полной мере проблемы рентных отношений, не реформируемых до сих пор естественных монополий. Все это не может не отразиться на структуре развивающегося финансового капитала трансформируемых экономик.

Таким образом, перечисленные проблемы свидетельствуют об актуальности избранной темы и ее практической значимости.

Степень разработанности проблемы. Изучением капитала занимались еще классики политической экономии А. Смит и Д. Рикардо. Капитал был объектом исследования других течений научной мысли, представителями которых были Ж.Б. Сэй, Н. Сениор, К. Маркс.

Изучению финансового капитала большое внимание уделял немецкий ученый-экономист Р. Гильфердинг в начале XX века. В той или иной степени проблемы, связанные с финансовым капиталом, поднимали такие видные ученые, как Дж.Д. Гобсон, А. Маршалл.

В это же время в России теорией финансового капитала занимался В.И. Ленин и Н. Бухарин.

На западе широкое распространение имеет денежная трактовка капитала. Представителями этого подхода являются Б. Минц, М. Шварц, К. Макконел, С. Брю, Д. Бегг, С. Фишер, Р. Дорнбуш.

Конкретным формам функционирования финансового капитала на финансовых рынках в современной экономической науке уделяют внимание У. Шарп, Г. Александер, Дж. Бэйли, Г. Марковиц, Л.Дж. Гитман, М.Д. Джонк, Р.У. Колб, С. Коттл, Р.Ф. Мюррей, Ф.Е. Блок, Ченг Ф. Ли, Дж. И. Финнерти.

В отечественной науке велось исследование финансового капитала такими учеными, как В.Е. Мотылев, М.Я. Волков, С.М. Меньшиков, Г.П. Черников, В.И. Бовыкин, И.И. Беглов, И.Н. Сысоев, Л.С. Худякова, В.Б. Мотугин, В.Ф. Железова, В.В. Голосов, В.Т. Мусатов, Г.Г. Чибриков, А.М. Сарчев, Г.П. Солос и др. Особенно пристально занимались и сейчас продолжают заниматься финансовым капиталом Эскиндаров М.А., Уткин Э.А., Беляева И.Ю. Проблемы рентных доходов в настоящее время нашли отражение в работах академика Д.С. Львова, С. Кимельмана, В. Санько, С.И. Ивановского, В. Горбунова и др.

Исследования российских экономистов в области финансового капитала можно разделить на два этапа. Часть ученых в основном занималась проблемами финансового капитала в странах с рыночной экономикой. Другие (в частности, Эскиндаров) рассматривают содержание и специфику развития финансового капитала в новейших тенденциях российской экономики, но финансовый капитал настолько подвижен и зависит от меняющихся экономических условий, что требует пристального изучения его особенностей с вновь возникшими обстоятельствами.

Мало исследованы не только такие специфические черты финансового капитала в России, как объединяющий все сферы жизнедеятельности характер его функционирования, сильнейшая чувствительность к изменениям в экономике, его тесная связь с социальными проблемами в обществе, процессы его формирования, эффективность его функционирования на финансовых рынках, но и до сих пор остаются малоизученными те методологические положения, которые наработаны западной экономической мыслью и могли бы быть использованы для понимания происходящих процессов в экономической системе России. Малоизученность ряда теоретических и практических сторон формирования финансового капитала и эффективности его функционирования на финансовых рынках, а также высокая значимость этих вопросов для становления устойчивой экономической системы в России и предопределили выбор темы диссертации, ее цель и задачи.

Цель и задачи исследования. Целью диссертационного исследования является выявление сущности процессов формирования эффективного рынка финансового капитала в трансформируемой экономике как условия развития рыночной системы хозяйствования и его особенностей. Задачи исследования:

- уточнить понятие финансового капитала и его содержание в условиях трансформируемой экономики России на основе изучения различных существующих теорий и гипотез о финансовом капитале;
- проанализировать несоответствие теоретических и практических подходов к проблеме эффективности функционирования финансового капитала на финансовых рынках;
- исследовать современные взгляды экономистов на проблему эффективности рынка финансового капитала и дать оценку российского рынка финансового капитала с позиции его эффективности.

- дополнить представления о структуре финансового капитала и его формах с учетом специфики современных условий экономики России;
- изучить причины спекулятивного характера финансового капитала в России и дать оценку его негативного влияния на функционирование национального фондового рынка и инвестиционные процессы;
- выявить причины невозможности формирования финансового капитала долгосрочного характера и наметить возможные подходы к решению этой проблемы для трансформируемой экономики России;
- проанализировать существующие методы привлечения финансового капитала в корпоративной и финансовой сферах экономики, а также для целей государственного регулирования экономики и выработать новые подходы для повышения эффективности этих процессов;
- охарактеризовать природу рентных отношений в России и очертить степень влияния рентных доходов на процессы формирования финансового капитала и его структуру.

Объектом исследования диссертационной работы являются процессы формирования и движения финансового капитала на финансовых рынках.

Предметом исследования являются экономические отношения, и в их числе финансовые отношения в особенности, характеризующие специфику формирования финансового капитала и механизмы его функционирования в трансформируемой экономике с целью повышения ее эффективности.

Теоретическая и методологическая основы исследования. Диссертационная работа базируется на фундаментальных трудах по экономической теории в целом, а также в области финансов. Теоретической основой исследования являются положения, концепции, гипотезы, выдвинутые в рамках экономической теории. Основные методы исследования: макроэкономический анализ, системный подход, сравнительный анализ, экономико-статистические методы. Информационной базой послужили официальные рыночные показатели, публикуемые в периодических изданиях и на информационных серверах электронных торговых систем, данные бухгалтерской отчетности предприятий, касающиеся процессов привлечения капитала, статистические материалы из периодических изданий и глобальных компьютерных сетей.

Научная новизна исследования

1. На основе исследования особенностей финансового капитала в развитой рыночной и трансформируемой экономиках уточнено содержание финансового капитала.

2. Определены особенности финансового капитала в трансформируемой экономике.

3. Уточнено понятие субъектов финансового капитала в трансформируемой экономике.

4. Предложены механизмы и методы превращения финансового капитала спекулятивного характера в финансовый капитал долгосрочного инвестирования в трансформируемой экономике

5. Раскрыт механизм формирования рентных доходов как особой формы финансового капитала в трансформируемой экономике России.

Практическая значимость работы. Практическая ценность исследования заключается в возможности применения изложенных выводов при совершенствовании функционирования финансового рынка, в том числе фондового рынка России, работы предприятий по привлечению инвестиций, а также в разработке рекомендаций по повышению эффективности формирования системы государственных финансов на основе превращения рентных доходов в финансовый капитал долгосрочного характера в условиях трансформируемой национальной экономики России. Результаты исследования могут использоваться в преподавании учебных курсов «Экономическая теория», «Макроэкономика», «Рынок ценных бумаг и биржевое дело», «Финансовые технологии», «Организация деятельности и техника операций финансовых институтов», «Институциональная экономика», «Финансы предприятий», «Дивидендная политика предприятий».

Апробация работы и результатов исследования. Основные положения исследования докладывались и обсуждались на международном симпозиуме «Новые технологии в образовании», проводимом под эгидой Министерства образования РФ и Всемирного технологического университета (Кипр, 2001 год), на региональной научно-практической конференции «Стратегии развития миллионного города» (г. Челябинск, 2000 год), на конференции «XXI Российская школа по проблемам науки и технологий» (г. Миасс, 2001 год), на республи-

канских научно-теоретических конференциях «Россия на пути реформ: основные парадигмы развития общества», «Россия на пути реформ: механизмы интеграции современного общества» и на Всероссийских научно-практических конференциях «Россия на пути реформ: XXI век – камо грядеши?», «Россия на пути реформ: подводя итоги XX столетия» в Уральском социально-экономическом институте Академии труда и социальных отношений (г. Челябинск, 1998–2001 гг.), а также на 52 научно-технической конференции Южно-Уральского государственного университета (г. Челябинск, 2000 год).

Отдельные положения диссертации использованы при составлении учебных пособий «Экономическая теория», «Рынок ценных бумаг и биржевая деятельность» и «Финансовые технологии», изданных в Издательстве Южно-Уральского государственного университета.

По теме диссертации опубликовано десять работ общим объемом свыше 3 п.л. авторского текста.

II. СОДЕРЖАНИЕ РАБОТЫ

В первой главе «Теоретические основы финансового капитала: сущность и особенности» рассматриваются содержание экономической категории финансового капитала, особенности структуры финансового капитала, а также процесс формирования финансового капитала в трансформируемой экономике.

Обобщив мнения ученых-экономистов по поводу определения понятия финансового капитала, можно утверждать, что под финансовым капиталом понимается слияние и взаимообогащение банковского и промышленного капиталов, представленных в денежной форме. Развитие фондовых ценностей в виде фиктивного капитала обогатило содержание финансового капитала, и его движение приняло не только денежную форму, но и форму фондовых ценностей.

Особый научный интерес представляет обогащение содержания финансового капитала в соответствии с развитием экономических и финансовых отношений, которое на современном этапе развития представляет собой сложную систему образований, находящихся под влиянием финансовой глобализации, взаимодействия и взаимообуславливания социальноориентированных рыночных экономик и трансформируемых экономик, в том числе России.

Интегрированный финансовый капитал функционирует и перетекает между экономическими субъектами, прежде всего, в денежной форме. Глобализация экономики выдвигает на передний план движение не столько денег, сколько фондовых ценностей, финансовых инструментов, с помощью которых происходит перемещение мобильного финансового капитала. Фондовые ценности включают в себя как все разновидности первичных ценных бумаг, так и их производные инструменты.

На наш взгляд финансовый капитал представляет собой объединенный (интегрированный) капитал, формируемый и используемый всеми экономическими субъектами, включая промышленный капитал предприятий, банковский капитал банков, денежный капитал финансовых компаний, пенсионных и паевых фондов, страховых компаний, государственных финансовых органов и учреждений, которые взаимодействуют между собой в процессе интеграции капиталов, в основе которой заложены их концентрация и централизация, при этом он беспрерывно находится в поиске наиболее выгодных мест применения и тем самым приносит его владельцам дополнительный доход.

Происходящие экономические процессы в социальноориентированных и трансформируемых экономиках порождают ряд особенностей в функционировании финансового капитала. Банковско-промышленный капитал превращается в особый вид финансового капитала, вбирающий в себя все формы капитала, в том числе торговый капитал. В формировании финансового капитала участвует средний и мелкий бизнес в денежной форме. Таким образом, усиливается взаимозависимость, взаимообусловленность владельцев различных форм капитала. Возникает новое явление, когда все большая масса индивидуальных капиталов в той или иной форме участвует в формировании финансового капитала. Особо эти превращения касаются сферы движения акционерного капитала, когда фондовые ценности в виде акций формируют финансовый капитал. Происходит изменение пропорций финансового капитала, когда банковский капитал, игравший доминирующую роль, уступает место движению фиктивного капитала в виде фондовых ценностей. Возникновение транснациональных корпораций и их развитие под влиянием процессов глобализации изменили место и роль промышленного капитала во взаимопроникновении и слиянии с банковским капи-

талом. Концентрация массы капитала у транснациональных корпораций свидетельствует об усилении их роли в формировании финансового капитала.

Эволюция капитала означает его развитие и преобразование в более сложную и высокоорганизованную форму. Поэтому к финансовому капиталу нужно подходить, во-первых, как к высшей форме капитала по отношению к предыдущим; во-вторых, как к несущей в себе не только элементы разрушения старого хозяйственного порядка, но и условия создания нового; в-третьих, что очень важно, как к находящейся в постоянном движении и эволюционирующей форме капитала, которая рано или поздно начнет перерастать в новую, более высокой ступени сложности и развития. На основе диссертационного исследования выявлены следующие особенности современного финансового капитала:

- непрерывное возрастание размера финансового капитала;
- способность к движению во всех областях экономики;
- порождение конкурентных отношений внутри самого себя;
- непрерывное усложнение форм движения финансового капитала.

Трансформация финансового капитала остро ставит проблему его эффективных рынков. Под эффективностью рынка финансового капитала понимается степень достоверности информации, используемой для принятия решений. От того, какой объем информации получает участник трансакций о рынке зависит разрыв между величиной реально получаемой прибыли и величиной нормальной прибыли, определяемой на основе инвестиционной стоимости каждой фондовой ценности. Таким образом, эффективность финансового капитала в целом зависит от степени эффективности фондового рынка. На наш взгляд о рынке финансового капитала можно говорить как об эффективном в той или иной степени, так как понятие абсолютно эффективного рынка есть некий идеал.

Во второй главе «Финансовый капитал в трансформируемой экономике (на примере России)» исследуются особенности возникновения и тенденции развития финансового капитала в целом и в том числе фондового рынка в России.

Финансовый капитал России возникает в процессе приватизации, начавшейся в начале 1990-х годов. Анализируя процессы его возникновения в России и в странах с развитой рыночной экономикой, были выявлены тенденции и особенности развития финансового капитала.

Финансовый капитал развитых зарубежных стран возник на базе устоявшейся частной собственности, эволюционно-революционного развития промышленности и банковской системы. Процесс его развития осуществлялся, конечно, противоречиво, но одновременно, подчиняясь объективным экономическим законам развития конкуренции, монополии, экономической роли государства. Поэтому финансовый капитал развитых стран прошел все этапы собственного эволюционного развития внутри страны, выхода на мировую арену, проникновения в управляемость экономикой и участия такой управляемости со стороны государства.

Финансовый капитал в России прошел особенный путь развития. Во времена Советской власти не было объективной необходимости существования финансового капитала хотя бы потому, что вообще капитал как самодвижущаяся, самовозрастающая стоимость в СССР не существовал. Возникновение и развитие капитализма в России предполагает замену суррогатных форм на реальные экономические, в том числе финансовые отношения, адекватные движению капитала в рыночной экономике. В процессе проводимых экономических реформ произошло возникновение новых агентов, в пользу которых произошло перераспределение общественного богатства, в том числе и в денежной форме, что стало предпосылкой и основой возникновения финансового капитала в России. Кроме того, предпосылкой появления финансовых средств, способных сформировать финансовый капитал, стал процесс создания коммерческих банков с конца 1988 года, что создало условия для возникновения банковского капитала. В совокупности с имевшимся на тот момент промышленным капиталом банковский капитал мог начать формировать и финансовый капитал. Кроме того, государство, наделив коммерческие банки правами осуществлять любые операции на фондовом рынке, сделало возможным формирование российский фондовый рынок, а вместе с ним и фиктивный капитал.

Особенность формирования финансового капитала в России заключается в том, что финансовом рынке сложился с высокой долей фиктивного капитала в спекулятивной форме. Это идет в разрез с потребностями экономики в целом и реального сектора в особенности, так как в трансформируемой экономике требуется направить формирование финансового капитала в соответствии с долгосрочными целями инвестирования. Долгосрочный характер финансового капи-

тала подразумевает поиск новых источников его формирования и вообще новой структуры финансового капитала.

Существенная доля фиктивной составляющей в общей структуре финансового капитала России предрасполагает к дальнейшему развитию финансового капитала не в мобилизационном, а в спекулятивном направлении. Мобилизационное направление развития подразумевает создание условий для формирования крупного капитала, призванного обеспечивать достижение долгосрочных целей инвестирования в реальном секторе экономики. В свою очередь спекулятивный характер развития является практически обратным мобилизационному: используются относительно мелкие суммы денежных средств либо для осуществления краткосрочного инвестирования, либо, что более распространено, для операций на фондовом рынке с целью получения спекулятивных прибылей. Использование капитала для этих целей выводит его из реального сектора экономики, превращая его сначала в фиктивный капитал, а затем в спекулятивный. На наш взгляд можно выделить понятие спекулятивного капитала, как части фиктивного капитала в виде спекулятивной прибыли, которая появляется в результате его применения в операциях с ценными бумагами и вновь превращенная в ценные бумаги. В отличие от фиктивного спекулятивный капитал не ищет себе применения в реальном секторе, а стремится туда, откуда он собственно и появился. Это происходит из-за того, что спекулятивный капитал может существовать только в том случае, если он применяется в краткосрочном вложении в активы. В противном случае спекулятивная прибыль не может быть получена, что является его основой, поэтому спекулятивный капитал избегает долгосрочного инвестирования, если какие-либо внешние силы не вмешиваются в его функционирование. Этими силами могут быть, например, политика государства, направленная на развитие реального сектора экономики, или влияние такого же спекулятивного, но зарубежного капитала, который бы уменьшал доходность спекулятивных операций из-за своего большего размера или из-за разницы в процентных ставках в России и за рубежом. Если привлекательность спекуляций падает, то спекулятивному капиталу приходится трансформироваться сначала в фиктивный, затем в ссудный, в банковский и, может быть, даже в промышленный, что превращает его в полноценный финансовый капитал мо-

биллизационного характера. Финансовый капитал мобилизационного характера представляет собой капитал в форме «длинных» денег, то есть состоит из долгосрочных средств, объединенных на основе мобилизации капитала.

Усиление мобилизационного характера финансового капитала предполагает необходимость прогноза поведения субъектов, в том числе и иностранных на рынке капиталов в России. В виду того, что Россия относится к странам с «возникающими рынками» капитала, интерес представляет теория «возникающих рынков» М. Фабера. Согласно теории М. Фабера каждый «возникающий рынок» капиталов развивается циклически, проходя в каждом цикле шесть основных фаз (рис. 1).

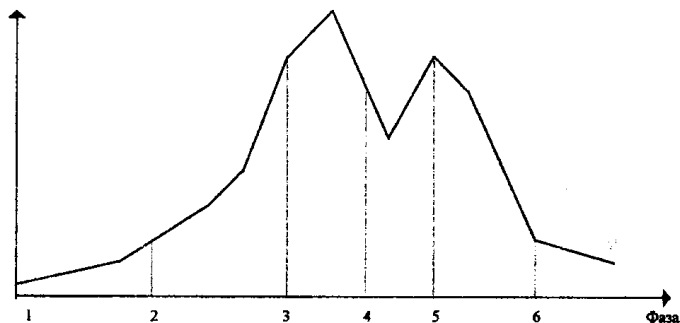


Рис. 1. Фазы развития «возникающих рынков»

Вплоть до начала 1996 г. российский рынок капиталов находился, если следовать классификации М. Фабера, в фазе 1. Несмотря на огромную потенциальную привлекательность рынка в целом, высокие процентные ставки и явную недооцененность российских акций, иностранные портфельные инвесторы явно воздерживались от инвестиций на рынке России, опасаясь политической и макроэкономической нестабильности. Однако 1996 г. принес на рынок большие перемены, и российский рынок капиталов по всем позициям перешел в стадию роста. Хорошей иллюстрацией этого роста на примере рынка акций может служить график долларového МТ-индекса (рис. 2), на котором ясно виден перелом тренда в первой половине 1996 года. В 1997 г. российский рынок находился, по М. Фаберу, в фазах 2 и 3 – фазах быстрого роста, сопровождающихся позитивными макроэкономическими и политическими переменами. Резкий рост притока иностранных портфельных инвестиций в российские ценные бумаги подтверждает это. В то же время российский рынок ценных бумаг на данном этапе, очевидно, был еще далек от переоценки. Так, среднее значение p/e ratio для акций, составляющих МТ-

индекс, тогда было равно приблизительно 11,5, что позволяло надеяться на более или менее стабильный рост рынка при условии сохранения темпов на протяжении еще полутора-двух лет. Вместе с тем, анализ с точки зрения теории М. Фабера указывает на то, что будущее иностранных портфельных инвесторов в России во многом будет зависеть от их участия в конкретных инвестиционных проектах, так как рано или поздно рынок будет переоценен, и простое вложение в «индексные» акции уже не будет приносить сегодняшних сверхприбылей.

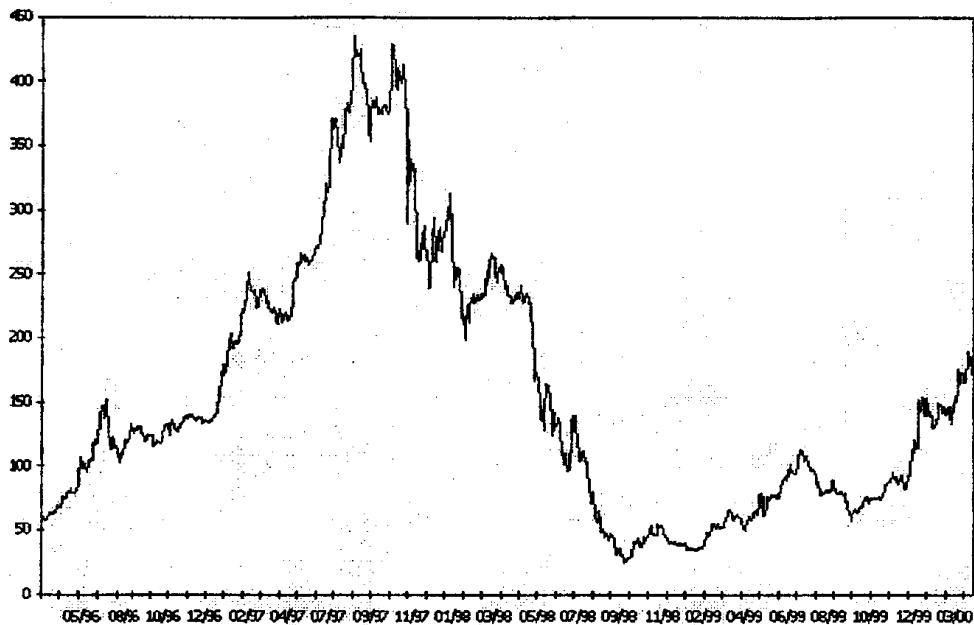


Рис. 2. Развитие российского фондового рынка (MT-индекс)

Таким образом, фондовый рынок России 1996–1999 гг. можно считать типичным «возникающим» рынком, так как общая его тенденция, выраженная MT-индексом, в значительной степени совпадает с процессами развития рынков, рассмотренными в теории М. Фабера. Вместе с этим можно судить о формировании российского рынка финансового капитала. Высокая активность в сфере функционирования фиктивного капитала, чем является фондовый рынок, показывает, что интерес экономических субъектов направлен на достижение спекулятивных целей, тем самым формирующих финансовый капитал в основном в форме фиктивного капитала. Финансовый капитал России принимает краткосрочный характер,

что идет в разрез с потребностями реального сектора экономики, испытывающего острейшую нужду в привлечении долгосрочных инвестиций.

Итак, российский рынок капиталов претерпел в 1996–1997 гг. существенные перемены. Сейчас уже можно говорить о том, что в стране сложилась основа для стабильного долгосрочного развития финансового рынка и достигнуты первые значительные успехи.

Таким образом, отслеженная трансформация появившегося недавно российского фиктивного капитала в спекулятивный дала возможность выявить причины развития финансового капитала в спекулятивном направлении. Это стало основой для выработки концепции мобилизационного капитала, системы методов и технологий его формирования и развития, что позволило наметить пути преобразования финансового капитала, адекватного современным потребностям российской экономики.

На основе выделенных особенностей финансового капитала в трансформируемой экономике России пересмотрено понятие субъекта финансового капитала. В сфере финансового капитала функционируют не только финансовые институты, такие как коммерческие банки, финансовые компании, пенсионные и паевые фонды и другие, но и корпоративные предприятия, предприятия мелкого и среднего бизнеса, население, а также государство в лице министерств и ведомств, осуществляющих государственную финансовую политику. Таким образом, субъектом финансового капитала может выступать любой рыночный субъект, выходящий на рынки финансового капитала с целью привлечения или инвестирования денежных средств.

Особо выделена роль государства в трансформируемой экономике России как субъекта финансового капитала. Для российской экономики, пережившей несколько глубоких кризисов, вмешательство государства должно стать в значительной степени стабилизирующим фактором, хотя одновременно с этим будут внесены определенные ограничения экономической свободы субъектов рыночного пространства. Такой шаг нам представляется объективно необходимым, что объясняется спецификой российских условий существования экономических отношений таких как:

- огромные масштабы территории страны и связанное с этим возрастание транзакционных издержек;
- необходимость для российской экономики развития теснейших связей между предприятиями всех регионов.
- противоречие целей государственной экономической политики и интересов рыночных субъектов.

Первую проблему классические (по А. Смит) рыночные отношения в чистом виде не способны решить без вмешательства государства. Вторая проблема возникла в результате реформирования российской экономики, когда был нарушен принцип интеграции и сотрудничества всех регионов и теперь государству необходимо его восстанавливать и дальше усиливать, что должно повысить эффективность экономических взаимоотношений предприятий. И наконец, третья проблема заключается в том, что «невидимая рука рынка» в поисках самого эффективного применения капитала не всегда находит тот путь развития, который соответствует выбранной государственной политике, а государство формирует свою политику, опираясь не только на слепое стремление в удовлетворении потребностей страны, но и исходя из принципа укрепления внутренних и внешних позиций страны.

В третьей главе «Разработка модели рынка финансового капитала и эффективность финансового капитала в трансформируемой российской экономике» исследуются механизмы формирования финансового капитала в трансформируемой экономике, а также анализируется возможность повышения эффективности его формирования за счет использования адекватных российским условиям источников финансового капитала.

Сопоставляя российские предприятия реального сектора и рынок ценных бумаг, обнаружено, что модель поведения российских предприятий более напоминает континентально-европейскую или японскую, тогда как рынок ценных бумаг стремился развиваться в рамках англо-американской модели. Это означает неадекватность институционального построения существующего фондового рынка, с точки зрения реального сектора, задачам развития промышленного производства. В результате фондовый рынок как механизм привлечения капи-

тала, регулирования экономики и контроля управления оказывается не востребованным со стороны реального сектора.

В качестве механизма превращения финансового капитала спекулятивно-го характера в финансовый капитал долгосрочного инвестирования в корпоративной сфере трансформируемой экономики России корпоративным предприятиям рекомендуется привлекать стратегических инвесторов. Корпоративные предприятия для привлечения стратегических и мелких инвесторов выпускают корпоративные ценные бумаги, которые перед тем, как найти своего инвестора, проходят процедуру размещения. В России эта процедура еще далеко не совершенна, имеет ряд специфических черт, поэтому были выработаны методы совершенствования выпуска ценных бумаг отечественными предприятиями. Главное преимущество публичного размещения акций заключается в том, что компания получает возможность увеличить свой собственный (акционерный) капитал и, как следствие, продолжить свой рост. Компания с большим собственным капиталом, в свою очередь, получает более широкий доступ к рынку капитала и, соответственно, большую возможность привлекать дополнительный капитал как собственный, так и заемный.

Предлагается привлекать капитал двумя способами: размещение ценных бумаг на фондовом рынке либо с привлечением инвестиционных институтов в качестве финансовых посредников – синдицированное размещение ценных бумаг, либо самостоятельно за счет средств и возможностей самой компании – продажа по подписке, размещение ценных бумаг через финансовых посредников и некоторые другие виды.

В первом случае следует принять во внимание следующие особенности. В случае, если цена размещения установлена на высоком уровне, то, во-первых, данная стратегия потребует достаточно больших затрат со стороны участников синдиката на проведение маркетинга размещения и, во-вторых, если после размещения акций цена на вторичных торгах существенно снижется, то данное обстоятельство негативно скажется не только на компании при последующих размещениях, но и на престиже участников синдиката и, прежде всего, на престиже главного менеджера.

Акции распределяются среди как можно большего круга инвесторов с тем, чтобы ограничить риск концентрации большого пакета у одного инвесто-

ра, поскольку такая концентрация может повлечь за собой вмешательство в операционную и хозяйственную деятельность компании. Это делается и для того, чтобы не оказаться перед лицом поглощения или «враждебной» покупки сразу же после публичного размещения ценных бумаг.

И, наконец, последняя важная цель компании – создание активного вторичного рынка своих ценные бумаги. Данная задача решается синдикатом инвестиционных институтов, либо правильным выбором времени и рынка, на котором будет происходить размещение ценных бумаг. Распределение акций среди большого круга инвесторов способствует не только активной торговле на вторичном рынке ценных бумаг, но и более «правильной» оценке рыночной стоимости компании.

Определив стратегические цели, компания осуществляет выбор рынка, на котором будет происходить размещение. Это может быть как внутренний рынок, так и международный рынок, доступ на который будет осуществляться путем выпуска либо американских депозитарных расписок, либо глобальных депозитарных расписок. Компания должна также выбрать тип рынка, на котором будут обращаться выпускаемые ценные бумаги, т.е. это будет либо биржевой рынок, либо внебиржевой рынок ценных бумаг.

Проведенное исследование показало, что сложившиеся формы финансового капитала, в том числе банковский и фиктивный капитал, оказались не способными сформировать условия для долгосрочного инвестирования экономики России вследствие их спекулятивного характера. Поэтому, на наш взгляд, по причине того, что Россия обладает значительным земельным и природным богатством, которое до сих пор было недоступным для иностранных капиталов, оно может быть представлено как еще один потенциальный источник формирования финансового капитала. Организовать мобилизацию рентных доходов необходимо так, чтобы эти ресурсы остались собственностью России, а сформированный капитал не утекал за рубеж, а инвестировался в реальный сектор России. Возникает еще одна составляющая финансового капитала – назовем его рентным капиталом, который представлен земельными ресурсами и природными ископаемыми богатствами и вливается в финансовый капитал в виде рентных доходов, собираемых собственниками земли и природных ресурсов за использование их собственности с рыночных субъектов.

В связи с этим предлагается использовать систему налогов, в которой основное их бремя падает на рентный доход от использования земли и других естественных продуктов природы. Следует изменить субъекта налогообложения, так как рента образуется не у предприятия, добывающего сырье, а у торговых посредников, реализующих сырье либо на внутреннем рынке, либо за рубежом.

В современных условиях страна остро нуждается в кредитном механизме, который обслуживал бы мобилизацию капитала для инвестиций в реальный сектор, как в основной капитал, так и в оборотный капитал. Определены причины, по которым существующий банковский механизм не в состоянии справиться с этой задачей: сложившийся уровень доходности банковских операций; ориентация на обслуживание экспортно-импортных сделок, посредничества, финансового рынка; гипертрофия обязательных и добровольных резервов коммерческих банков; тяжелое финансовое положение реального сектора экономики.

Для преодоления этой неблагоприятной ситуации предлагается система инвестиционных институтов, напрямую выходящих на мировой денежный рынок, проводящих определенную, согласованную с государством инвестиционную и структурную политику, обеспечивающих массированное привлечение источников внутри страны и иностранных инвестиций. Такими институтами должны стать крупные инвестиционные банки с большой долей государственного капитала, имеющие государственные гарантии. Желательно, чтобы банки-партнеры являлись одновременно акционерами российских инвестиционных банков, участвовали в разработке их инвестиционных программ и могли надежно представлять интересы иностранных инвесторов. Этим определяется и еще одна особенность предлагаемой системы – ориентированность крупных российских инвестиционных банков на финансовый рынок определенной страны (Германии, Японии, США и др.) в зависимости от региона размещения этих банков, интереса данной страны-инвестора к данному региону, акционерного участия в инвестиционном банке (или банках) той или иной страны.

Важнейшим элементом такой институциональной структуры могли бы явиться банки реконструкции и развития (БРР). Формы инвестирования, применяемые этими институтами, могут развиваться по определенной схеме (см. таблицу) по мере стабилизации и улучшения конъюнктуры в реальном секторе, роста его доходности.

Этапы долгосрочного инвестирования БРР

Этапы	Содержание этапа
1. Инициализация проектов	Долгосрочный кредит предприятиям
2. Поддержка выполнения проектов	Приобретение корпоративных облигаций
3. Осуществление проектов	Приобретение привилегированных акций
4. Поддержание экономического роста	Приобретение обыкновенных акций

В рамках этой системы привлечение иностранного капитала сочетается с массированными инвестициями за счет внутренних источников, а значит, с мобилизацией этих источников на инвестиции в реальный сектор. Крупными потенциальными внутренними источниками инвестиций являются сбережения населения, составляющие весьма внушительную долю от располагаемого дохода, тевзавирированная населением иностранная валюта, резервы банков, прежде всего добровольные, но отчасти и обязательные, ресурсы Центрального банка (рис. 3).

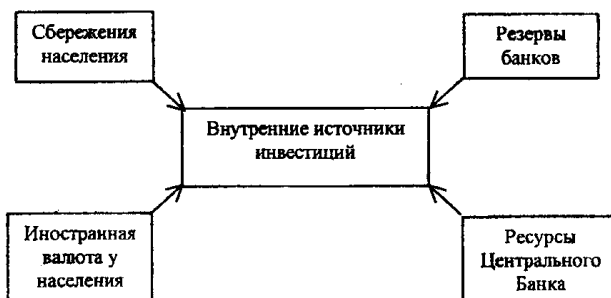


Рис. 3. Состав внутренних источников инвестиций в России, недостаточно охваченных финансовой системой

Разработка инвестиционной политики, направленной на развитие системы инвестиционных институтов предполагает определенную логическую последовательность и приоритетность инвестиций в трансформируемой экономике России:

- инфраструктура рынка сельскохозяйственных товаров;
- производство машин, оборудования, химикатов, стройматериалов для сельского хозяйства, рыбной промышленности, первичной переработки и хранения продукции;
- товары широкого потребления (одежда, обувь), бытовая техника;

- инвестиции в наукоемкие отрасли;
- инвестиции в обновление оборудования и технологии добывающих отраслей и геологоразведку.

Разумеется, эта логическая последовательность не исключает ни одновременных вложений, ни даже их передвижки во времени, когда, например, вложения в обновление трубопроводного транспорта могут оказаться неотложными. Важна логическая соподчиненность вложений и общая задача: превращение России в могучую индустриально-аграрную страну.

Итак, повышение эффективности рынка финансового капитала в трансформируемой экономике (в России в частности) напрямую зависит от особенностей экономики в целом. Для России важнейшее влияние на финансовый капитал оказывает сырьевая направленность экономики, что выводит на первый план проблему мобилизации рентных доходов собственником (то есть государством) природных и земельных ресурсов. Кроме того, на эффективность рынка финансового капитала оказывает влияние инвестиционная политика, принятая государством. Ее разработка должна быть подчинена целям долгосрочного инвестирования.

III. РАБОТЫ ПО ТЕМЕ ДИССЕРТАЦИИ

1. Ходоровский Е.П. Необходимость и актуальность формирования оптимального портфеля ценных бумаг для корпоративных предприятий // Особенности функционирования предприятий в условиях экономической реформы и проблемы становления российского менеджмента: Тезисы докладов и выступлений республиканской научно-теоретической конференции «Россия на пути реформ: основные парадигмы развития общества». – Челябинск, 1998. – С. 66–67.
2. Ходоровский Е.П. Риск и доходность портфеля ценных бумаг // Актуальные проблемы переходной экономики: Сб. научн. трудов / Под ред. В.И. Бархатова. – Челябинск: ЮУрГУ. 1999. – С. 291–306.
3. Ходоровский Е.П. Трансформация государственной собственности в финансовый капитал в переходной экономике России // Государственное регулирование экономики: механизмы интеграции: Тезисы докладов и выступлений республиканской научно-практической конференции «Россия на пути

- реформ: механизмы интеграции современного общества».— Челябинск: УрСЭИ АТиСО, 1999. — С. 25–27.
4. Ходоровский Е.П. Современные финансовые технологии снижения налогового бремени корпоративных предприятий // Проблемы совершенствования и развития экономических отношений в переходной экономике: Сборник научных трудов / Под ред. В.И. Бархатова. — Челябинск: ЮУрГУ, 2000. — С. 137–149.
 5. Ходоровский Е.П. Проблемы эффективности рынков финансового капитала в развитой экономике и в экономике переходного периода // Вестник ЮУрГУ. Серия «Экономика». — Челябинск: Издательство ЮУрГУ, 2000. — С. 26–27.
 6. Бархатов И.В, Ходоровский Е.П. Анализ использования фондовых инструментов в корпоративных отношениях // Ежеквартальный научно-аналитический журнал «Коммерция и экономическая безопасность». — № 11. — 2000. — Челябинск: Издательство ЧПО «Книга». — С. 18–21.
 7. Ходоровский Е.П. Тенденции и возможные пути снижения налогового бремени предприятий с помощью использования муниципальных ценных бумаг / Тезисы докладов и сообщений научно-практической конференции «Стратегии развития миллионного города». Челябинск: ООО ЦОТ «Площадь Эволюции», 2000. — С. 122–123.
 8. Ходоровский Е.П. Проблемы взаимосвязи предпочтений к сбережениям и инвестициям и развития рынка ценных бумаг в переходной экономики России / Тезисы докладов и выступлений всероссийской научно-практической конференции «Россия на пути реформ: XXI век — камо грядеши?» Секция «государственная экономическая политика: проблемы перехода к рынку». — Челябинск, 2000. — С. 56–57.
 9. Ходоровский Е.П. Проблемы корпоративного контроля в трансформационной экономике России // XXI Российская школа по проблемам науки и технологии: Тезисы докладов. — Миасс: МНУЦ, 2001. — С. 123.
 10. Ходоровский Е.П. Проблемы мобилизации финансового капитала в трансформационной экономике России // Национальная экономика России: от кризиса к экономическому росту: Материалы секции Всероссийской научно-практической конференции «Россия на пути реформ: подводя итоги XX столетия». — Челябинск: УрСЭИ АТиСО, 2001. — С. 101–102.