

На правах рукописи

Галимова Эльвира Рафаэлевна

**Институциональные связи
реального и финансового секторов
в современной российской экономике**

Специальность 08.00.01 - Экономическая теория

**Автореферат
диссертации на соискание ученой степени
кандидата экономических наук**

Казань - 2007

Работа выполнена в Казанском государственном университете им. В.И. Ульянова-Ленина.

Научный руководитель – кандидат экономических наук,
доцент **Сингатуллина Гузель Рафиковна**

Официальные оппоненты: доктор экономических наук,
профессор **Смирнова Елизавета Михайловна;**

кандидат экономических наук,
доцент **Краснова Ольга Михайловна**

Ведущая организация: **Институт переподготовки и повышения
квалификации МГУ им. М.В. Ломоносова**

Защита состоится 25 мая 2007 года в 16.00 часов на заседании диссертационного совета ДМ 212.083.02 при Казанском государственном финансово-экономическом институте по адресу: 420012, г. Казань, ул. Бутлерова, д. 4

С диссертацией можно ознакомиться в библиотеке Казанского государственного финансово-экономического института.

Автореферат разослан «__» апреля 2007 года.

Ученый секретарь
диссертационного совета
кандидат экономических наук, доцент

К.И. Азизов

ОБЩАЯ ХАРАКТЕРИСТИКА РАБОТЫ

Актуальность темы исследования. До начала рыночных преобразований 90-х годов реальный и финансовый секторы находились в государственной собственности, а их взаимодействие носило регламентированный характер. При переходе от командно-административного к рыночному типу хозяйствования взаимодействие реального сектора и финансовой сферы приобрело новые качественные и количественные характеристики. С изменением экономической системы появились новые формы, признаки и условия данного взаимодействия. В современной экономике России динамично развивается финансовый сектор, значительно увеличивается его влияние на деятельность реального, что в частности обусловлено их активным взаимодействием. Особенности и тенденции взаимодействия реальной и финансовой сфер определяют уровень, направления и эффективность социально-экономического развития России. Именно эти условия предполагают более глубокое изучение взаимосвязи реальной и финансовой подсистем российской экономики.

Степень разработанности проблемы. Сущность и формы взаимосвязи реального и финансового секторов относятся к числу недостаточно изученных и дискуссионных вопросов в отечественной экономической теории. Западный опыт исследования этой тематики является более продолжительным и, несомненно, представляется важным и интересным для изучения.

По мере эволюции и развития экономической теории, усложнения предстоящих перед ней задач, взаимодействие реального и финансового секторов исследовалось Р. Гильфердингом, Й. Шумпетером, К. Марксом, Дж. М. Кейнсом. Современный анализ взаимосвязи реальной и финансовой сфер экономики представлен работами Х. Мински, Л. Рэй, Д. Парадимитру, С. Фаццари, Ч. Уолен, С. Фримен, Дж. Доси, К. Перес, Дж. Стиглиц, Э. Вайсс, Дж. Гринвуд, Б. Йованович. Методологические и теоретические предпосылки экономического анализа взаимосвязи реальной и финансовой подсистем представлены достаточно ограниченным числом авторов в отечественной экономической литературе: В. Маевский, Я. Сергиенко, А. Мовсеян, А. Симановский, В. Рудолько-Силиванов, и т. д.

Несмотря на относительно небольшое число публикаций по взаимодействию реальной и финансовой сфер, их анализ позволяет утверждать, что ввиду сложности и многогранности данной проблемы, не все аспекты исследованы и проработаны. Это предполагает продолжение исследований в

направлении определения условий, признаков и форм эффективного взаимодействия реального и финансового секторов.

Объект, предмет, цели и задачи исследования. Объектом исследования в настоящей работе являются реальный и финансовый секторы современной России. Вместе с тем временные и территориальные рамки исследования не ограничиваются вышеназванным объектом. В ряде случаев материал исследования охватывает более широкий исторический период, а так же включает в себя необходимые международные сравнения и сопоставления.

Предметом настоящего исследования является институциональная характеристика связей реальной и финансовой сфер и социально-экономическая природа их взаимодействия.

Цель работы состоит в исследовании взаимосвязей реального и финансового секторов во всем многообразии их институциональных характеристик и форм проявлений на современном этапе развития экономической системы.

В соответствии с целью нашего исследования были поставлены основные задачи исследования:

- системно изложить эволюцию взглядов на взаимодействие реальной и финансовой подсистем и связать его с этапами развития экономической системы;
- дать всестороннюю институциональную характеристику реального и финансового секторов;
- исследовать социально-экономическую природу взаимодействия реальной и финансовой сфер;
- изучить диалектику взаимосвязи реального и финансового секторов;
- определить специфику отношений собственности во взаимосвязи реального и финансового секторов;
- уточнить роль взаимодействия реального и финансового секторов в воспроизводственном процессе;
- исследовать институциональные формы связи реальной и финансовой сфер экономики;
- изучить современные тенденции развития взаимосвязи реального и финансового секторов.

Методологической основой диссертационного исследования явились общенаучные методы познания, такие как системный подход, эмпирические методы, анализ и синтез, индукция и дедукция, периодизация динамики, сравнительный анализ и методы институционального анализа.

Информационной базой работы послужили материалы Федеральной службы государственной статистики, данные периодической печати и информационных агентств, сети INTERNET.

Новые научные результаты, полученные в ходе исследования, заключаются в следующем:

- В рамках институционального анализа экономического поведения участников реальной и финансовой сфер выявлены единство и согласованность интересов субъектов каждой подсистемы. Обосновано, что эффективная реализация экономических интересов агентов реального и финансового секторов возможна только при их сотрудничестве и взаимодействии.

- Выявлены институциональные формы взаимосвязи реального и финансового секторов на современном этапе развития российской экономики, в том числе такие новые формы как финансовый климат и связи с инвесторами (Investor Relations – IR). Было уточнено, что финансовый климат, являясь одновременно условием и результатом данного взаимодействия, определяет деятельность хозяйствующего субъекта и предопределяет темпы развития национальной экономики. Были выделены такие параметры финансового климата как средняя ставка процента, инфляция, налогообложение, потенциал национального финансового рынка и сила национальной валюты, которые оказывают определяющее влияние на взаимодействие реальной и финансовой сфер экономики.

- Предложена периодизация институционального становления взаимодействия реального и финансового секторов современной России на основе выделения этапов формирования его сущностных характеристик становление (1991-1995 гг.), стабилизация (1995-1998 гг.), кризис (1998г.), санация (1999-2002 гг.) и усиление влияния на экономический рост (2002г. по н.в.). Критерием выделения этапов послужили особенности институционального оформления, характерные черты каждого сектора, формы их взаимодействия и финансовый климат.

- Анализ отношений собственности во взаимосвязи реальной и финансовой сфер выявил, что отделение капитала-собственности от капитала-функции, производительного и денежного капитала в процессе кругооборота приводит к спецификации «пучка правомочий». При этом расщепление собственности на «пучок правомочий» позволяет наиболее полно реализовать экономические интересы субъектов каждого сектора и наиболее результативно осуществлять их деятельность.

- Обосновано, что взаимодействие реального и финансового секторов носит диалектический характер, так как, с одной стороны, происходит обособление рассматриваемых подсистем, а, с другой стороны, их взаимосвязь предполагает взаимообусловленность их существования и развития. Взаимодействие реальной и финансовой подсистем в процессе воспроизводства позволяет сократить продолжительность экономического кругооборота, ведет к ускорению оборачиваемости, росту рентабельности капитала участников всех секторов.

- Выделены следующие тенденции, характерные для взаимодействия реальной и финансовой сфер экономики: консолидация капитала, диверсификация рисков, глобализация, секьюритизация активов, информатизация, сочетание разгосударствления и концентрации на приоритетных направлениях.

Теоретическая и практическая значимость работы. Материалы диссертационного исследования, основные положения и выводы могут служить теоретической базой в дальнейших исследованиях экономического механизма взаимодействия реального и финансового секторов; могут быть использованы в учебном процессе в преподавании курсов «Экономическая теория», «Макроэкономика», «Институциональная экономика», «Финансы, денежное обращение и кредит», «Банковское дело»; в деятельности предприятий реальной и финансовой сфер российской экономики для повышения эффективности их взаимодействия, а также в деятельности экономических и финансовых органов для формирования благоприятного финансового климата, повышения инвестиционной активности участников реального и финансового секторов.

Апробация работы. Результаты научного исследования прошли обсуждение на ежегодных итоговых научных конференциях Казанского государственного университета 2005 и 2006 гг. Основные положения и выводы диссертационной работы служили основой для подготовки научных публикаций общим объемом 2,2 п.л.

Структура работы. Объем и структура работы обусловлены характером рассматриваемых вопросов, задачами и методами исследования. Диссертационная работа состоит из введения, двух глав, содержащих семь параграфов, заключения, списка использованной литературы и двух табличных приложений. Диссертация изложена на 195 страницах машинописного текста, содержит 10 таблиц, 5 рисунков. Список использованной литературы включает 191 наименование.

ОСНОВНОЕ СОДЕРЖАНИЕ РАБОТЫ

Во **введении** раскрываются цели и задачи работы, обосновывается ее актуальность и степень разработанности исследуемых вопросов.

Первая глава «Теоретико-методологические основы исследования межсекторных взаимосвязей» посвящена анализу эволюции взглядов на взаимодействие реального и финансового секторов, определению институциональной характеристики реальной и финансовой сфер, рассмотрению социально-экономической природы и диалектики взаимосвязи реального и финансового секторов и раскрытию специфики отношений собственности в данном взаимодействии.

Проведенное в работе системное исследование взаимодействия участников реального и финансового секторов позволило сделать вывод, что с развитием и усложнением экономической системы и структуры экономических отношений меняются формы, цели, условия их взаимодействия. Были выделены такие основные формы и цели взаимосвязи реальной и финансовой подсистем как участие в собственности и органах управления с целью получения доступа к кредиту и установления контроля над деятельностью, финансирование инновационно-активных предприятий с целью внедрения и распространения инноваций, кредитование, краткосрочные и долгосрочные инвестиции в корпоративные ценные бумаги с целью повышения их стоимости в будущем и с целью получения процентных доходов в будущем.

В рамках институционального анализа было выявлено, что реальный и финансовый секторы, как основополагающие части экономической системы представляют собой сложные многофункциональные подсистемы с определенной структурой, субъектами, ресурсами и экономическими интересами. Для целей данного исследования в состав реального сектора экономики включены отрасли материального производства и сфера производства нематериальных форм богатства и услуг. Согласно классификации СНС ООН к реальному сектору были отнесены сектор нефинансовых предприятий, НКО, обслуживающие домашние хозяйства, сами домашние хозяйства и сектор органов государственного управления и государственных учреждений в части оказания нефинансовых услуг. В такой трактовке реальный сектор рассматривается как нефинансовая сфера экономики.

К определяющему экономическому активу в реальном секторе, то есть активу, находящемуся в собственности институциональных единиц и приносящему его владельцу экономическую выгоду, был отнесен нефинансовый актив в произведенной и произведенной формах: материальный и нематериальный основной капитал, запасы, ценности и материальные произведенные активы, включающие землю, богатства недр, невыращиваемые биологические ресурсы и водные ресурсы.

Напротив, в финансовой подсистеме экономики в качестве специализированного актива были выделены финансовые активы, включающие монетарное золото и СДР, валюту и депозиты, ценные бумаги, включая акции и прочие виды акционерного капитала, страховые технические резервы, займы и прочие счета должников-кредиторов. Использование нематериальных активов, таких как патенты, программное обеспечение, деловая репутация позволяет увеличивать добавленную стоимость, как в реальном, так и в финансовом секторах. Данные сектора отличаются и ролью, выполняемой в экономической системе. Реальный сектор является трансформационным ядром, где исходные ресурсы формируются в новые виды благ и услуг, а финансовая сфера представляет собой транзакционную подсистему, которая опосредует финансовые потоки между агентами экономической системы.

Проведенное исследование социально-экономической природы взаимодействия реальной и финансовой сфер экономики позволило выявить, что взаимосвязь финансового и реального секторов обусловлена общностью интересов и целей их участников. Например, увеличение прибыли, доли рынка, рост капитализации, повышение конкурентоспособности были рассмотрены как важные цели для обеих сфер. И реализация этих целей для одного субъекта возможна только при взаимодействии с другим участником. Если рассматривать со стороны реального сектора, то для расширения доли рынка, повышения конкурентоспособности необходимы дополнительные финансовые ресурсы, которые могут быть предоставлены банками на условиях платности, срочности и возвратности. В свою очередь, расширение активных операций участников финансовой подсистемы влияет на рост доходов и прибыли предприятий за счет эмиссии, финансовых вложений и привлечения заемных средств.

Вместе с тем возможны ситуации, когда интересы агентов финансовой подсистемы лежат вне сферы взаимодействия с реальной экономикой, что свидетельствует об их неэффективной взаимосвязи. Были выделены традиционные причины неэффективного взаимодействия финансовой и

реальной сфер экономики: усиление финансового неравновесия и непроизводительное использование капитала на фоне либерализации финансовых рынков, интернационализации экономики. Несбалансированное взаимодействие проявляется в росте показателей FAR (отношение финансовых активов к реальным активам), а также в том, что темпы роста объемов кредитов выше, чем соответствующие показатели для добавленной стоимости. Это оказывает негативное влияние на финансовый сектор, увеличивается его волатильность, и цены активов на финансовых рынках сильнее отклоняются от их фундаментальной стоимости, что повышает вероятность возникновения кризисов. В свою очередь, искажение относительных цен на финансовых рынках нарушает оптимальное распределение ресурсов в реальной экономике.

В работе было установлено, что эффективность взаимосвязи реального и финансового секторов обусловлена наличием благоприятного производственного, инвестиционного и финансового климата. Было уточнено, что финансовый климат, являясь одновременно условием и результатом взаимодействия реального и финансового секторов, определяет деятельность хозяйствующего субъекта и предопределяет темпы развития национальной экономики. Финансовый климат инициируется из финансовой сферы, но воздействует на всю экономику, в том числе и на реальный сектор. Направление воздействия может быть как положительным, так и отрицательным в зависимости от специфических условий и параметров финансового климата. Были выделены следующие индикаторы финансового климата: средняя ставка процента, инфляция, налогообложение, финансовый мультипликатор, потенциал национального финансового рынка и сила национальной валюты, которые оказывают определяющее влияние на взаимодействие реальной и финансовой сфер. Благоприятный финансовый климат способствует их эффективной взаимосвязи, позволяет реализовать экономические интересы участников каждого сектора. Напротив, неблагоприятный финансовый климат является сдерживающим фактором, что проявляется в распространении и преобладании спекулятивных и краткосрочных тенденций в реальном и финансовом секторах экономики.

Изучение особенностей становления взаимодействия реального и финансового секторов в современной России позволило на основе выделения пяти этапов формирования сущностных характеристик данного взаимодействия провести периодизацию институционального становления. Критерием выделения этапов послужили особенности институционального оформления,

характерные черты каждого сектора, формы их взаимосвязи и финансовый климат.

Этап *становления взаимосвязи реального и финансового секторов* (1991-1995 гг.) характеризуется бурным ростом количества коммерческих банков, появлением первых финансовых и страховых компаний, негосударственных пенсионных и инвестиционных фондов. Активное формирование коммерческих банков отвечало потребностям новых частных предприятий в их обслуживании. Становление фондового рынка происходило в ходе ваучерной приватизации государственной собственности. Начиная с 1994 г. на российском фондовом рынке произошли важные события: была создана торговая система РТС и фондовая секция ММВБ. Началось обращение на фондовом рынке акций приватизированных предприятий, которые постепенно потеснили акции коммерческих банков. Таким образом, на этапе становления были созданы рыночные условия для взаимодействия реального и финансового секторов.

Следует отметить, что становление происходило, несмотря на неблагоприятный финансовый климат: относительно высокое налоговое бремя, высокие темпы инфляции. Ставка налога на доходы кредитных учреждений составляла 30%, с 1994 г. ставка налога на прибыль повысилась до 43%. Ставка налога на доходы от долевого участия, дивиденды, проценты по акциям и облигациям – 18%. Инфляция составила в 1991 г. – 260%, в 1992 г. – 2609%, в 1993г. – 940%, в 1994 г. – 320%. Рынок ГКО-ОФЗ в 1993г. составил 0,1 % ВВП, в 1994 г. – 3,4%. Отношение М2 к ВВП: в 1993г. – 19,4 %, в 1994г. – 16,0%.¹ В октябре 1994 г. произошло обвальное падение курса рубля по отношению к доллару.

На этапе *стабилизации взаимодействия реального и финансового секторов* (1995-1997 гг.) были приняты законы «Об акционерных обществах» и «О рынке ценных бумаг в Российской Федерации». Рост числа банков в 1995-1996 гг. постепенно замедлился вследствие роста филиальной сети и появления в России новых форм банковской интеграции, в частности банковских холдингов. В 1997 г. тенденция замедления процесса образования новых кредитных организаций сохранялась. Главной характеристикой этого этапа стал быстрый рост банковских инвестиций в государственные долговые обязательства. Формированию финансово-промышленных групп способствовало принятие от 30 ноября 1995г. Федерального закона №190 «О финансово-промышленных группах» и президентского указа №443 «О мерах по

¹ Рассчитано автором по: Российский статистический ежегодник. 2005: Стат. сб. Росстат. – Р76 М., 2006. С. 33-34, 615, 629.

стимулированию создания и деятельности финансово-промышленных групп» от 1 апреля 1996 г., в которых были устранены экономически неприемлемые ограничения по доле государственной собственности в ФПГ и взаимному участию в капитале. К началу 1997 г. в России насчитывалось более 49 ФПГ.

Денежный этап приватизации был представлен залоговыми аукционами, в результате которых к началу 1998 г. банки-победители аукционов уже полностью контролировали заложенные государством пакеты акций. Этап стабилизации характеризуется изменением тенденций на фондовом рынке. Если в 1995 г. доминирующим мотивом для участников фондового рынка было стремление сконцентрировать крупные пакеты акций в процессе перераспределения собственности, то в 1996 г. инвесторы отдавали предпочтение краткосрочным спекулятивным операциям.

На данном этапе стабилизируются отдельные параметры финансового климата. Введение валютного коридора с 8 июля 1995 г. до 1 июля 1996 г. позволило стабилизировать валютный курс. Инфляция снизилась со 131% в 1995 г. до 22% в 1996 г. и в 1997 г. составила 11%. Рынок ГКО-ОФЗ в 1995 г. составил 12% ВВП, в 1996г. – 23,9%, в 1997 – 25,8%. Отношение М2 к ВВП: в 1995 г. – 15,5%, в 1996 г. – 14,4%, в 1997 г. – 16,0%. Соотношение рентабельности активов в промышленности и процентной ставки по кредиту было следующее: в 1995 г. – 7,4% и 320,3%; 1996 г. – 2,2% и 146,81%; 1997 г. – 2,3% и 32,04%.²

Вместе с тем, кризис на мировых фондовых рынках в конце 1997 г. оказал негативное влияние на развивающийся российский финансовый рынок, что послужило толчком для третьего *кризисного* этапа. Российский индекс РТС с октября 1997 г. снизился почти на 35%. При этом наиболее активно в первый месяц после кризиса стали выводить деньги западные инвестиционные фонды, чтобы зафиксировать прибыль и переждать период нестабильности. В течение 1997-1998 гг. произошло значительное падение мировых цен на основные товары российского экспорта, что привело к резкому сокращению объема валютных резервов. Одновременно наращивалась доходность на финансовых рынках. На начало июля 1998 г. доходность ГКО превысила 77,21%, в то время как на конец 1997 г. составляла 39,6%, что способствовало проведению краткосрочных спекулятивных операций банками, которое в основном осуществлялось на деньги иностранцев. Проводимая государством жесткая

² Рассчитано автором по: Российский статистический ежегодник. 2005: Стат. сб. Росстат. – Р76 М., 2006. С. 33-34, 615, 629, 641, 803.

денежно-кредитная политика привела к снижению коэффициента монетизации ВВП до 14% за первые семь месяцев 1998 г.

Августовский кризис 1998 г. привел к резкому ухудшению параметров финансового климата. Инфляция составила 84,4% за 1998 год, хотя за первые 7 месяцев – 4,7%. Соотношение рентабельности активов в промышленности и процентной ставки по кредиту достигло значительного разрыва: -0,2 % и 41,79%. Владельцы валютных обязательств оказались в неблагоприятном положении.

На этапе *санации* (1999-2002 гг.), были приняты законы «О реструктуризации кредитных организаций», «О несостоятельности (банкротстве) кредитных организаций», «О защите конкуренции на рынке финансовых услуг», «О Центральном банке Российской Федерации (Банке России)», «О защите прав и законных интересов инвесторов на рынке ценных бумаг», «Об инвестиционных фондах». В 1999-2001 гг. продолжалось активное перераспределение крупных пакетов акций предприятий, входящих в ФПГ. Изменение в распределении долей в акционерном капитале этих предприятий отражает общую тенденцию консолидации собственности и контроля в российской промышленности. По данным Госкомстата, за 1999-2002 гг. суммарный прирост ВВП достиг 25,2%, промышленного производства – 35,3%.

В целом финансовый климат способствовал оздоровлению экономики, о чем свидетельствуют его основные параметры. Был осуществлен переход на управляемый плавающий валютный курс. Инфляция в 1999 г. снизилась до 36,5%, в 2000 г. – 20,2%, 2001 г. – 18,6%. Соотношение рентабельности активов в реальном секторе и процентной ставки по кредиту составило: в 1999г. – 8,7% и 39,72%; 2000 г. – 12,9% и 24,43%; 2001 г. – 8,8% и 17,91%. Рынок ГКО-ОФЗ резко уменьшился в 1999г. до 0,2% ВВП, 2000 г. – 0,3%, 2001 г. – 1%. Отношение М2 к ВВП: в 1999 г. – 14,8%, 2000 г. – 15,8%, 2001 г. – 18,0%.³ Рост отношения банковских активов к ВВП свидетельствует об усилении взаимодействия реального и финансового секторов: в 1999 г. – 15,8%, 2000 г. – 19,4%, 2001 г. – 23,5%. Отношение собственного капитала банков к ВВП: в 1999 г. – 2,9%, 2000 г. – 3,2%, 2001г. – 3,9%.⁴ С установлением благоприятного налогового режима связано развитие рынка корпоративных облигаций. В 2000г. его объем составил – 0,5% ВВП, 2001 г. – 0,8%.⁵

³ Рассчитано автором по: Российский статистический ежегодник. 2005: Стат. сб. Росстат. – Р76 М., 2006. С. 33-34, 615, 629, 641, 803.

⁴ Мальцев В.А. Российский рынок банковских услуг: инновационное управление развитием // ЭКО. 2006. №8. С.124.

⁵ Рассчитано автором по: Информационная система cbonds.info [Электронный ресурс]. – Режим доступа <http://www.cbonds.info/ru/rus/emissions/index.phtml>, свободный.

Пятый этап характеризуется *усилением влияния реального и финансового секторов на экономический рост* и начинается с 2002 г. Во многом благодаря снижению налога на прибыль юридических лиц в 2002 г. резко возросла общая рентабельность банковского сектора. Как следствие, существенно увеличился его совокупный капитал. Банковский сектор расширил свою инфраструктуру и стал активнее взаимодействовать с реальным сектором экономики. Отношение кредитов к реальному сектору экономики возросло с 13,9% в 2002 г. до 32,8% в 2005 г., отношение собственного капитала банков к ВВП с 4,4% до 7,2%, отношение банковских активов к ВВП с 29,2% до 48,3%.⁶

Снижение с января 2004 г. ставки налога на операции с ценными бумагами с 0,8% до 0,2% от номинальной суммы выпуска способствовало активному взаимодействию эмитентов и инвесторов. В 2004 г. объем размещения акций на внутренних рынках вырос более чем в 20 раз. Корпоративных облигаций было размещено на 74% больше по сравнению с 2003 г. Капитализация рынка акций за 2005г. увеличилась на 90% и составила на начало 2006 г. 63% ВВП.⁷

Таким образом, социально-экономическая природа взаимодействия реального и финансового секторов меняется вместе с развитием экономической системы. На каждом этапе экономического развития финансовый климат оказывает стимулирующее или сдерживающее влияние на данное взаимодействие. Эволюция взаимосвязи финансовой и реальной сфер в российской экономике характеризуется различной степенью активности, вектором направления и формами проявления этой объективной связи.

В работе были выделены противоречия взаимосвязи реального и финансового секторов и противоречия, возникающие внутри каждого сектора. Противоречие реального сектора между потребностями его развития и имеющимися ресурсами, противоречие финансовой сферы между наличием свободных денежных ресурсов и потребностью их выгодного размещения разрешаются при взаимодействии участников друг с другом. Для реализации инвестиционных планов предприятия привлекают заемные средства финансового сектора, используя кредит, эмиссию, лизинг и другие финансовые инструменты. В процессе кредитования предприятий реальной экономики обеспечивается эффективное управление банковскими активами и пассивами.

⁶ Мальцев В.А. Российский рынок банковских услуг: инновационное управление развитием // ЭКО. 2006. №8. С.124.

⁷ Воронова Н. С. Российский финансовый рынок: перспективы развития // Вестник СПбГУ. 2006. Сер. 5. Вып. 3. С.134.

Финансовый сектор в процессе взаимодействия с предприятиями реальной экономики удовлетворяет потребность последних в денежных ресурсах, но не в полной степени, что связано с неразвитостью финансовых институтов, асимметрией информации, высокой концентрацией в реальном секторе. Это способствует возникновению противоречий исследуемой взаимосвязи. Экономический интерес компаний-заемщиков состоит в том, чтобы получить денежные средства по низкой цене, на более длительный срок, в том числе и для реализации своих инвестиционных программ. Целью финансовых учреждений также является увеличение прибыли. Они заинтересованы в предоставлении денежных ресурсов по более высокой цене (процентной ставке), на более короткий срок. Возможны ситуации, когда интересы агентов финансовой подсистемы лежат вне сферы взаимодействия с реальной экономикой, что свидетельствует об их неэффективной взаимосвязи. Например, займы под высокий («ростовщический») процент для получения максимального дохода. Данное противоречие разрешается через согласование интересов каждого участника в процессе установления такой процентной ставки, которая была бы приемлема и для реального, и для финансового секторов. Адекватное соотношение средней ставки процента и рентабельности активов предприятий характеризует эффективное взаимодействие участников реальной и финансовой сфер.

На способы разрешения противоречий взаимосвязи влияют как внешние макроэкономические условия, так и внутренние. Благоприятный финансовый климат, характеризующий внешние условия, способствует более эффективному согласованию интересов участников реальной и финансовой сфер. Внутренние условия, такие как снижение затрат, увеличение конкурентоспособности и рост прибыли также влияют на снижение ставки процента и повышение рентабельности. Доступ финансовых учреждений к свободным денежным ресурсам по более низкой цене позволяет снизить процентную ставку заемных средств для предприятий реальной экономики.

Дальнейшее развитие инструментов финансового сектора также способствует разрешению противоречий. Например, получает распространение синдицированный кредит, который заключается в объединении нескольких банков для предоставления кредита, что позволяет аккумулировать необходимый объем денежных ресурсов и распределить риски среди всех участников сделки. Для устранения асимметрии информации применяются различные наборы процедур, которые позволяют финансовым учреждениям более точно оценить вероятность возврата долга заемщиком, то есть снизить

кредитный риск. В большинстве случаев кредиты выдаются финансовыми учреждениями под определенное обеспечение (залог), как правило, превышающее по рыночной стоимости на момент заключения кредитного договора сумму основного долга и причитающихся процентов по кредиту.

Исследование взаимосвязи реального и финансового секторов с позиций собственности выявило многообразие форм реализации отношений собственности, которые позволяют удовлетворить экономические интересы субъектов каждого сектора. К основным формам реализации отношений собственности были отнесены участие в капитале, кредит, эмиссия и лизинг, которые предполагают частичный обмен правомочиями, что позволяет каждому из участников эффективно использовать объект собственности, сохраняя отдельные правомочия.

Было отмечено, что взаимодействие посредством участия в капитале позволяет снизить транзакционные издержки и достичь оптимального баланса интересов субъектов реальной и финансовой сфер. Чем эффективнее будут работать предприятия реальной экономики, тем больше возможностей у финансового учреждения размещать свободные денежные средства и получать проценты от этой деятельности. Компании реального сектора тоже заинтересованы в эффективной деятельности финансовой подсистемы, что позволяет им удовлетворять свои потребности в инвестициях.

Проведенный анализ отношений собственности, возникающих при кредитовании показал, что эффективность ссудной сделки как экономического института достигается за счет спецификации отдельных правомочий между кредитором и заемщиком. Это позволяет и кредитору, и заемщику прийти к единому соглашению по поводу приемлемых условий по срокам, процентной ставке и объемам кредитования. Закрепление отдельных правомочий между инвестором и эмитентом позволяет инвестору принять рациональное решение о вложении свободных денежных средств с учетом риска и доходности, а эмитенту – получить достаточный объем финансовых ресурсов под приемлемый процент. Это достигается за счет диверсификации рисков, гарантии доходности, безопасности участников эмиссионной сделки.

Во второй главе «Анализ взаимосвязи реального и финансового секторов в современной российской экономике» рассматривается роль взаимодействия реального и финансового секторов в воспроизводственном процессе, анализируются институциональные формы связи реальной и финансовой подсистем и определяются современные тенденции развития взаимосвязи реальной и финансовой сфер экономики.

Всестороннее рассмотрение роли взаимодействия реальной и финансовой сфер в воспроизводственном процессе показало, что чем эффективнее и полнее реализуются экономические интересы каждого из участника в процессе их взаимодействия, тем быстрее оборачивается капитал за счет сокращения продолжительности воспроизводственного цикла. Лучшая организация процесса взаимодействия между экономическими субъектами реального и финансового секторов должна привести к снижению транзакционных издержек, то есть к сокращению времени взаимодействия и продолжительности самого воспроизводственного процесса.

Взаимодействие осуществляется между самостоятельными экономическими агентами, к которым относятся бизнес, финансовые организации, домашние хозяйства и государства на следующих рынках: рынок трудовых и производственных ресурсов, финансовый рынок, рынок потребительских товаров и услуг. Очевидно, что взаимодействие между рассматриваемыми контрагентами осуществляется через рынки и можно предположить, что чем сложнее и продолжительнее транзакции между участниками, тем менее эффективно их взаимодействие, что в конечном итоге замедляет процесс воспроизводства. И наоборот, чем эффективнее и оперативнее реализуются экономические интересы каждого из участника в процессе их взаимодействия, тем более сокращается воспроизводственный цикл. Так как природа финансовой сферы транзакционная в отличие от трансформационной сущности реального сектора, то возникают транзакционные издержки. Лучшая организация процесса взаимодействия между экономическими агентами позволяет снизить транзакционные издержки, то есть сократить время взаимодействия и продолжительность самого воспроизводственного процесса.

В работе представлена схема, характеризующая количество и разнообразие взаимосвязей между участниками процесса воспроизводства. Высокая интенсивность взаимодействия характерна для бизнеса, финансовых организаций и финансового рынка. Количество разнообразных взаимосвязей между бизнесом и финансовым рынком почти в два раза превышает количество связей между домашними хозяйствами и финансовым рынком и примерно в три раза между государством и финансовым рынком. Частично взаимодействие между бизнесом и финансовым рынком осуществляется напрямую, частично опосредуется финансовыми организациями.

Таким образом, финансовый рынок обеспечивает существование и поддержание связей «производитель – потребитель», «накопления/сбережения

– инвестиции», «налоги – социальные трансферты», «ресурсы – доходы», то есть обеспечивает замкнутость и непрерывность воспроизводственного процесса. Все отношения между участниками процесса воспроизводства опосредуются финансовым рынком, что говорит о значительной роли финансового сектора (см. рис. 1).

В рамках исследования институциональных форм связи реальной и финансовой сфер экономики были выделены: ИБГ, лизинг, венчурные фонды, фондовый рынок, которые позволяют прийти к балансу экономических интересов и при этом сохранять приемлемый уровень риска для каждого участника. Если рассматривать институты как организации, то фондовый рынок представляет собой множество экономических агентов, обменивающихся друг с другом правами собственности. Для эффективной деятельности фондового рынка была предложена такая институциональная форма согласования интересов предприятия и инвесторов как Investor Relations.

Проведение таких мероприятий как освещение динамики развития предприятия, получение рейтингов, международных займов и акцент на прозрачности, ответственности и репутации, способствует повышению интереса к ценным бумагам эмитента и является необходимым этапом при эмиссии и при дальнейшей деятельности компании. Если у компании налажены связи с инвесторами, то появляется возможность контролировать условия размещения своих ценных бумаг, котировки ее акции, процессы на вторичном рынке. Результатом эффективного взаимодействия с инвесторами является успешное размещение ценных бумаг, снижение рисков компании на финансовом рынке и повышение привлекательности компании-эмитента для инвесторов.

В работе было отмечено, что фондовый рынок как институциональная форма связи реального и финансового секторов позволяет реализовать экономические интересы каждого сектора: предприятия реальной сферы получают возможность привлекать заемные средства посредством эмиссии, агенты финансовой подсистемы – возможность выгодно инвестировать свободные денежные ресурсы и получать доходы.

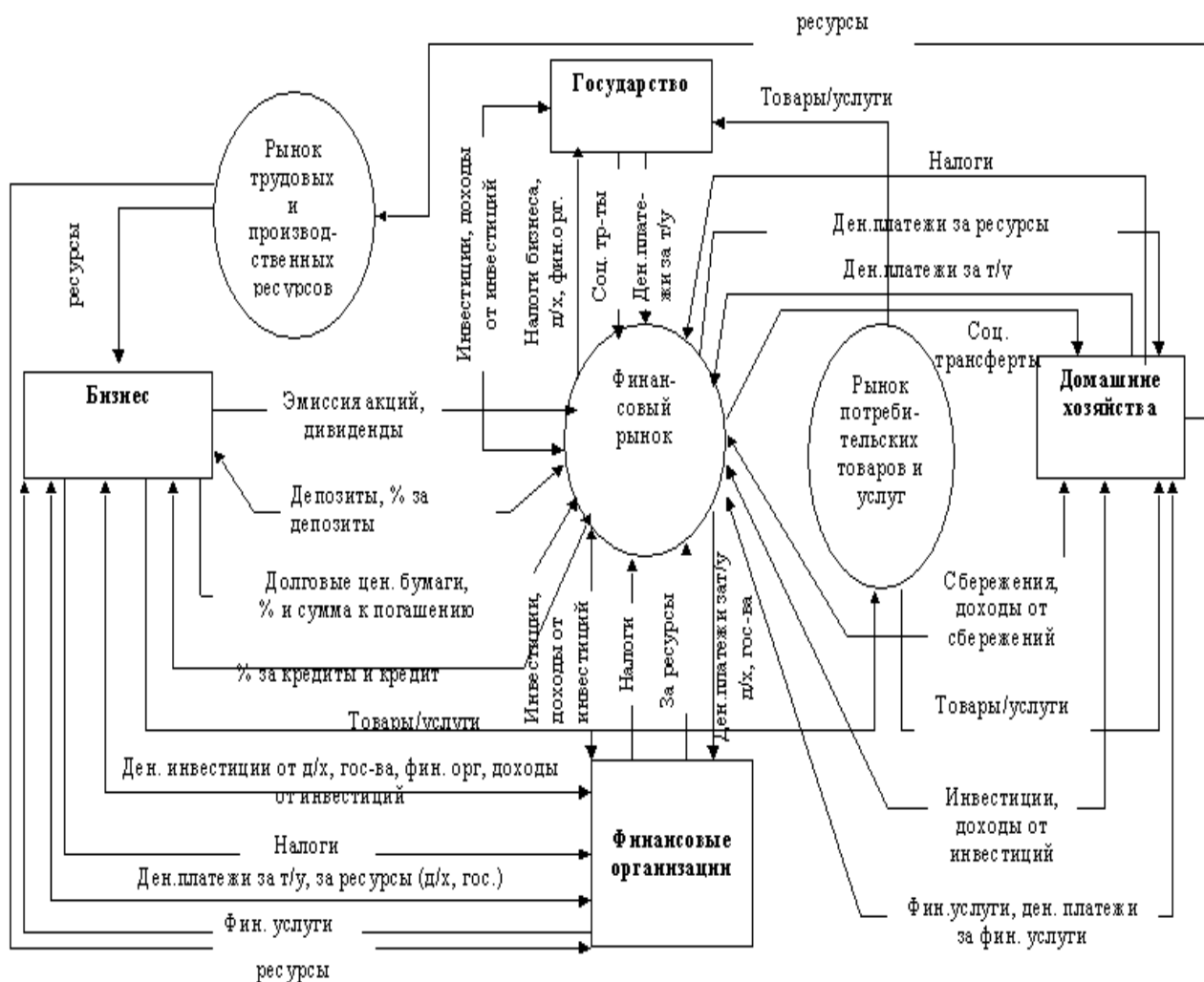


Рис.1 Взаимосвязи реального и финансового секторов в процессе воспроизводства

Интегрированные бизнес-группы (ИБГ) являются достаточно распространенной формой объединения промышленного и финансового капиталов, и характеризуются сложными внутренними связями между его участниками. ИБГ представляет собой сложный феномен и по экономическим взаимоотношениям, и по формам собственности, и по особенностям организации. Было уточнено, что объединение финансового и реального секторов позволяет снизить производственные и транзакционные издержки, повысить инвестиционную привлекательность бизнеса и его устойчивость в условиях колебания экономической конъюнктуры. Одно из основных преимуществ ИБГ заключается в том, что в результате интеграции экономических, организационных, технологических и интеллектуальных потенциалов их участников обеспечиваются реальные механизмы самофинансирования, наращивание инвестиционных ресурсов для новых высокоэффективных производств.

Институт венчурных фондов был охарактеризован как система экономических отношений по поводу привлечения финансирования новыми высокотехнологичными компаниями у инвесторов на долгосрочной основе и на условиях повышенной доходности. Ожидаемая инвесторами более высокая норма прибыли компенсирует высокую степень риска проектов, связанная с созданием новой инновационной компании. Взаимодействие венчурного инвестора и молодой инновационной фирмы определяется их взаимным интересом не только в получении высоких доходов, но и активным развитием инновационного бизнеса, разработками прогрессивных технологий, возникновением новых направлений научно-технического прогресса.

Такая институциональная форма взаимодействия реального и финансового секторов как лизинг является активно развивающимся инструментом в России. Лизинг как экономический институт был представлен как система норм, регулирующих отношения по приобретению материальных благ лизинговыми компаниями у поставщиков или производителей и передачу этих благ в пользование лизингополучателем на условиях срочности, возвратности и платности.

Было отмечено, что лизинг является эффективным механизмом взаимодействия финансового и реального секторов в случае нахождения оптимального баланса интересов и симметричного распределения рисков между участниками сделки. Экономический интерес лизингополучателя в приобретении необходимого оборудования реализуется с помощью

привлечения ресурсов финансового сектора. То есть с помощью лизинга предприятия получают необходимый производительный капитал, а финансовые организации – возможность получить доход от финансирования данной сделки.

На основании всестороннего изучения институциональных форм связи реального и финансового секторов было определено, что фондовый рынок, ИБГ, венчурные фонды и лизинг позволяют реализовать экономические интересы каждого сектора. Предприятия реального сектора получают доступ к финансированию своих инвестиционных проектов, финансовые организации – возможность разместить свободные денежные ресурсы. Каждая институциональная форма связи направлена на снижение рисков участников и повышение эффективности взаимодействия реальной и финансовой сфер экономики.

С развитием экономической системы изменяется взаимодействие реального и финансового секторов. Направление и характер этих изменений характеризуется современными тенденциями развития финансовой и реальной сфер. Для российской экономики характерна тенденция *консолидации капитала*, как новой формы проявления концентрации. Концентрация капитала путем объединения с другими предприятиями, то есть в форме поглощения или слияния была охарактеризована как консолидация. Современными формами консолидации капитала являются интегрированные бизнес-группы, стратегические межфирменные альянсы, картели, консорциумы, концерны и т.д.

Консолидация капитала характерна как для реального, так и для финансового секторов российской экономики. Это процесс связан со стремлением собственников и менеджеров компании обеспечить более высокую рентабельность бизнеса путем снижения издержек, что приводит к повышению производительной мощности предприятий и к росту производительности труда. Консолидация капитала является одним из способов решить проблемы недостатка инвестиций, технологического отставания, усиления рыночной власти.

В последние годы экономическая политика Центрального банка РФ способствует консолидации активов в российском банковском секторе. Его действия по укрупнению кредитных организаций и повышению финансовой устойчивости и прозрачности всей банковской системы в целом отражены в недавно принятых поправках в Закон «О банках и банковской деятельности». Вместе с тем мотивом консолидации в финансовой сфере также служит синергетический эффект, который проявляется в том, что показатели

деятельности объединенной финансовой организации, образовавшейся в результате слияния или поглощения, количественно и качественно превышают простой суммарный результат отдельно работавших ее частей. Синергетический эффект связан с экономией на масштабе, комбинированием взаимодополняющих ресурсов, а также укреплением позиций финансовых организаций в том или ином сегменте финансового рынка.

Концентрация в российском банковском секторе достигает высокого уровня. На первую пятерку банков приходится 64% его совокупных активов. Аналогичная концентрация наблюдается в странах Центральной и Восточной Европы. Среди стран Западной Европы близкие показатели (в диапазоне 65-70%) отмечаются в малых государствах – Португалии, Дании и Греции. Фактически российский банковский сектор представлен двумя сотнями банков из действующих 1205 банков. На них приходится около 80-90% активных и пассивных операций всего сектора.⁸

Современный процесс консолидации капитала и обобществления производства объективно ведет к однородности мирового экономического пространства. Это, в частности, влечет за собой тесную взаимосвязь мировых рынков, а также усиливающуюся конкурентную борьбу за факторы производства и разнообразные виды ресурсов (включая финансовые). В связи с этим для развитых стран в современных условиях характерна *тенденция глобализации*, охватывающая не только финансовую сферу, но и реальный сектор экономики.

Среди факторов, способствующих формированию мирового финансового рынка, были выделены: во-первых, новые информационные технологии, связавшие основные финансовые центры и резко снизившие транзакционные издержки финансовых сделок и время, необходимое для их совершения; во-вторых, изменение условий деятельности финансовых институтов в связи с дерегулированием банковской деятельности; в-третьих, развитие новых инструментов финансового рынка, а именно механизмов хеджирования и управления рисками. С развитием процессов глобализации основными движущими силами экономического развития начинают выступать ТНК и ТНБ, концентрирующие значительную долю материальных и финансовых ресурсов, находящихся в распоряжении субъектов всемирного хозяйства.

Для повышения конкурентоспособности и эффективности деятельности участники рынков используют такое средство как *секьюритизация активов*,

⁸ Безуглова Н.В., Новикова И.Я. Банковская система России // ЭКО. 2006. №9. С.96-97.

которую также можно рассматривать как современную тенденцию взаимодействия реального и финансового секторов. Секьюритизация активов представляет собой процесс, с помощью которого традиционные банковские активы, например, ипотечные кредиты или закладные, продаются другому финансовому институту, который, в свою очередь, продает эти активы в форме ценных бумаг. Секьюритизация, являясь финансовым инструментом, способствует более эффективному взаимодействию с субъектами реального сектора. Благодаря внесению поправок в закон об ипотечных ценных бумагах была осуществлена первая в России сделка по секьюритизации активов, организованная Газпромбанком под залог ипотечных кредитов своего дочернего банка «Совфинтрейд».

Для эффективного взаимодействия реального и финансового секторов участники используют *информационные технологии*. Использование ИТ-технологий финансовыми учреждениями, в частности, программы «Банк-клиент» позволяет предприятиям, не выходя из офиса, производить большинство расчетных операций с банком, что экономит время, ускоряет и упрощает процесс управления расчетным счетом. Отдельно стоит отметить платежную систему SWIFT, осуществляющую переводы валюты за границу. На начало 2006 г. в SWIFT зарегистрировано 448 российских финансовых организаций. Использование информационных технологий дает возможность выстраивать более гибкие связи с потребителями финансовых услуг, информировать их и успешно привлекать новых клиентов. Они позволяют финансовым учреждениям сокращать затраты и увеличивать выручку за счет расширения доли рынка, улучшения качества услуг и ускорения поставки финансовых продуктов.

После наступления кризисных событий в августе 1998 г. многие финансовые учреждения провели глобальную переоценку рисков. В связи с этим необходимо отметить современную тенденцию *диверсификации рисков*, которая направлена на минимизацию рисков взаимодействия с участниками реального сектора.

Диверсификация кредитного портфеля и ограничение размеров кредита, выданного одному заемщику, позволяет снизить кредитный риск, который является важнейшим риском взаимодействия с реальным сектором. Одним из новых инструментов управления рисками являются кредитные деривативы. К ним относятся свопы, связанные с неплатежом по обязательствам или кредитные свопы, свопы по полному возврату долга, кредитные ноты и опционы на разницу цен. В России в 2004 г. было всего девять выпусков

кредитных нот (CLN) на общую сумму 810 млн. долларов. На 1 мая 2006 г. объем размещенных кредитных нот по номиналу составил 3,68 млрд. долларов. Диверсификация банковских продуктов также позволяет снизить риски взаимодействия с предприятиями реального сектора. В частности такие банковские операции как банковские гарантии, авали, банковские акцепты, учет векселей, секьюритизация кредитов связаны с управлением и финансированием рисков клиентов.

Влияние государства на взаимодействие финансового и реального секторов осуществляется через непосредственное участие в крупных специализированных банках, интегрированных бизнес-группах или посредством формирования и регулирования правил взаимодействия, используя законодательные, административные рычаги. На современном этапе развития, государство снижает свое непосредственное участие в крупных банках, что должно способствовать их более эффективному и динамичному развитию, росту капитализации. С другой стороны, государство усиливает свое участие в финансовой сфере через создание специализированных корпораций, инвестиционных фондов, что позволит ему более эффективно взаимодействовать с реальной экономикой. В частности, на базе Внешэкономбанка, Росэксимбанка и Российского банка развития планируется создать «Банк внешнеэкономической деятельности и развития Российской Федерации», основным направлением деятельности которого будет поддержка среднесрочных и долгосрочных проектов на срок более 5 и 10 лет и финансирование крупных инфраструктурных и инновационных проектов, страхование политических и коммерческих рисков, гарантии под кредиты, осуществление лизинговых операций, экспертиза, стимулирование производства и экспорт высокотехнологичной продукции, поддержка НИОКР и импорт высокотехнологичной техники. Таким образом, государство предполагает создать прозрачный и эффективный механизм использования государственных средств, направляемых на инвестиции.

В заключении сделаны общие выводы и подведены итоги исследования.

Основное содержание диссертации отражено в следующих работах:

Статьи, опубликованные в ведущих рецензируемых научных журналах и изданиях ВАК

1. Галимова Э.Р. Эволюция институциональных связей реального и финансового секторов в современной российской экономике // Вестник НГУ, 2007. №2. – С.41-45.

Статьи и материалы научных конференций

1. Галимова Э.Р. Взаимосвязь концентрации капитала в реальном и финансовом секторах российской экономики // Трансформация экономической и философской мысли в социально-экономической системе России. – Казань: Изд-во Казанского ун-та, 2005. – С.90-94.

2. Галимова Э.Р. Фондовый рынок как институт взаимодействия финансового и реального секторов экономики // Новая экономика и хозяйственная система России: проблема трансформации в условиях глобализации. – Казань: Изд-во Казанского ун-та, 2006. – С.33-39.

3. Галимова Э.Р. Современные тенденции развития взаимосвязи реального и финансового секторов // Экономический вестник Республики Татарстан, 2007. №1. – С.5-7.

4. Галимова Э.Р. Фондовый рынок как институциональная форма связи реального и финансового секторов современной российской экономики // Материалы итоговой научной конференции Казанского государственного университета. – Казань: Изд-во Казанского ун-та, 2007. – С.23-24.

5. Галимова Э.Р. Реализация отношений собственности во взаимодействии реального и финансового секторов // Сборник статей молодых ученых и аспирантов. – Казань: Изд-во Казанского ун-та, 2007. – С.30-34.