

В.С. Панфилов, А.Г. Шураков, А.С. Стуков 

ИННОВАЦИОННЫЙ ТИП ЭКОНОМИЧЕСКОГО РАЗВИТИЯ: ВОЗМОЖНОСТИ И ОГРАНИЧЕНИЯ ФИНАНСИРОВАНИЯ¹

В статье рассматриваются возможности перехода российской экономики на инновационно-инвестиционный путь развития. Показывается, что для реализации такого пути необходимо кардинальное изменение механизмов финансирования экономического роста и бизнес-стратегий частного сектора. Особое внимание уделено роли финансирования предприятий с помощью эмиссии ценных бумаг и жилищного финансирования как важнейших факторов, обеспечивающих инновационный прорыв.

Исторический опыт XIX-XX вв. показывает, что основой прорывов в экономическом развитии, вызывающих революционные изменения как способа производства материальных благ, так и удовлетворения возрастающих в силу нововведений потребностей населения являются технологические новации.

В практическом плане в денежном хозяйстве потребность представляет собой не что иное, как платежеспособный спрос, поэтому любая уникальная технология не будет востребована, если продукция, произведенная на ее основе, не найдет *адекватного платежеспособного спроса*. Наглядным примером может служить история Китая. Изобретения китайцев (бумага, компас, книгопечатание, фарфор, порох, тачка и стремя) опередили в технологическом развитии остальной мир на столетия. Однако недостаточный платежеспособный спрос приводил к низкой интенсивности применения новых технологий. Как отмечает Дэвид Лэндс, в истории китайской промышленности были случаи забвения технологии и движения вспять².

История СССР и современной России также иллюстрирует важность этого наблюдения. В Советском Союзе были разработаны уникальные технологии в области металлургии и освоения космоса. Однако широкое применение советские разработки в области металлургии нашли за границей, прежде всего в Японии, которая, используя эти новации, смогла освоить значительную часть мирового рынка металлопродукции. Космические российские технологии после обвального сокращения государственного финансирования и при отсутствии в настоящее время перспектив на мировом космическом рынке, скорее всего, постигнет участь упомянутых китайских.

Чтобы определить, какие разработки необходимы сейчас для получения значимого социально-экономического результата, полезно изучить опыт технологических прорывов в послевоенный период в других странах. Не будет преувеличением утверждение, что для всех стран, кроме США, прорывы инициировались развитием мирового рынка. Японское судостроение, автомобилестроение, электроника не могли бы так быстро развиваться при отсутствии на мировом рынке соответствующего платежеспособного спроса. Даже

¹ Статья подготовлена при финансовой поддержке Российского гуманитарного научного фонда (проект № 03-02-00376а).

Инерционный тип развития экономики рассмотрен авторами в работе [1]. Ред.

² Цитируется по [2].

ведущие страны Европы не способны осуществлять технологические прорывы, ориентируясь в основном на собственный платежеспособный спрос.

Следовательно, на наш взгляд, инновационный прорыв возможен только в том случае, если в результате его осуществления выпускается продукция, востребованная на мировом рынке.

О каких рынках может идти речь в настоящее время, проиллюстрируем с помощью табл. 1.

Таблица 1

Мировой рынок высоких технологий

Отрасль	Объем продаж крупнейших компаний, млрд. долл.	Степень использования высоких технологий*
Автомобильное производство	1780,24	1
Телекоммуникации	853,35	2
Компьютерное оборудование	639,20	2
Медицина	609,75	2
Бизнес-оборудование	468,79	1
Фармакология	412,37	2
Химическая промышленность	408,24	1
Основное оборудование	401,93	1
Косметическая промышленность	316,27	1
Авиакосмическая и оборонная промышленность	273,95	2
Программное обеспечение	166,75	2
Полупроводники	153,31	2

* Степень использования высоких технологий: 1 – высокая; 2 – очень высокая.

Существуют два аспекта оценки возможности инновационного прорыва. Во-первых, необходимо проанализировать, имеются ли в РФ технологические заделы, способные увеличить долю отечественной продукции на каждом из вышеперечисленных рынков. При этом в качестве перспективных следует рассматривать такие отрасли, в которых реально достижение объема ежегодных продаж более чем на 10 млрд. долл. При их наличии потребует разработка бизнес-плана, в котором распределено участие государства и частного бизнеса в его финансировании и реализации. Во-вторых, важно знание перспектив инноваций в отраслях, где применение высоких технологий в настоящее время находится на относительно низком уровне, например, в сельском хозяйстве, промышленности строительных материалов, строительстве, металлургии. Для этого следует проинвентаризировать технологические заделы, стимулирующие революционные преобразования этих отраслей и соответственно увеличение доли продаж российских производителей на мировом рынке. При обнаружении соответствующих технологических заделов составляется аналогичный бизнес-план.

И первый, и второй аспект оценки предполагает целесообразность определения не только текущих, но и перспективных объемов мирового рынка.

Эффективное использование потенциала фондового рынка для инновационного прорыва. Чтобы стратегия технологического прорыва не оказалась очередным сверхоптимистичным «прожектором», необходимо иметь четкое представление о источниках финансирования ее реализации. Стремление развиваться «без оглядки» на конъюнктуру мировых рынков энергоресурсов означает развитие не только тех отраслей экономики, которые могут стать новыми точками роста, но и финансового сектора экономики, за счет которого будут осуществляться новые идеи и проекты. Безусловно, развитие банковской системы

и системы страхования определенным образом будет способствовать развитию перспективных компаний и отраслей экономики и в дальнейшем «отходу» от траектории инерционного развития. Но ввиду того, что поставленная задача чрезвычайно амбициозна, для ее решения необходимо «мобилизовать» и эффективно использовать в том числе и наиболее современные «экономические механизмы», а именно фондовый рынок.

Фондовый рынок в современной России функционирует уже продолжительное время. Вследствие того, что он в основном эволюционировал отдельно от реального сектора экономики, сформировалась точка зрения, согласно которой сопряженность стратегии развития фондового рынка со стратегией развития экономики не является необходимой, более того, продуманная стратегия развития фондового рынка вообще отсутствует. Отчасти это можно объяснить сложившимся мнением, что развитие фондового рынка носит вторичный характер и что при успешном развитии всей экономики будет развиваться и фондовый рынок. Действительно, динамика реального сектора, как правило, является первичной. Вместе с тем ситуация на фондовом рынке может в свою очередь оказывать влияние на реальный сектор. Иными словами, подъем на фондовом рынке создает дополнительные возможности для привлечения компаниями инвестиционного капитала путем дополнительных эмиссий акций. Кроме того, возможности привлечения банковского кредита, как правило, зависят от курсовой стоимости акций компании, т.е. развитие рынка акций, его рост есть необходимое условие роста производства в рыночной экономике. И наоборот, падение и стагнация фондового рынка через механизм обратных связей могут негативно влиять на реальный сектор. Падение курсовой стоимости акций уменьшает возможности компаний привлекать средства путем новых эмиссий акций. В качестве примера можно привести Японию – в конце 80-х годов, в период максимального подъема японского рынка акций японские корпорации как никогда активно осуществляли новые эмиссии, и наоборот, в 90-е годы объем новых эмиссий уменьшился практически до нуля.

Также положительную связь можно проследить между ростом фондового рынка и ростом покупательной способности населения, конечно, если часть активов населения сосредоточена в акциях. Не стоит забывать, что в результате массовой приватизации значительная часть населения стала акционерами. Те кто, допустим, вложили свои ваучеры в такие компании, как Газпром, стали богаче на 4 тыс. долл. (примерно столько стоит в настоящее время количество акций, которое можно было приобрести за 1 ваучер). Эта величина на несколько порядков больше рыночной стоимости ваучеров в 1993-1994 гг. Огромное число акций сохраняется в собственности трудовых коллективов, получивших их в процессе приватизации. В настоящее время большинство из них неликвидны и недооценены. Однако при возрождении обрабатывающей промышленности они могут стать значимым активом населения, сравнимым со сбережениями.

При пассивном отношении к стратегии развития фондового рынка ни о каком эффективном использовании его потенциала для осуществления стратегии технологического прорыва не может быть и речи. На наш взгляд, стратегия развития фондового рынка необходима, но при этом она не должна ограничиваться стремлением к достижению определенных количественных значений ряда показателей рынка. В ней должны быть определены в том числе и необходимые качественные изменения рынка, нацеленные на максимально эффективную реализацию его потенциала.

Одной из основных функций фондового рынка, помимо привлечения долгосрочных инвестиций и эффективного размещения средств основных групп инвесторов, является информационная функция: рынок является индикатором состояния и перспектив экономики. В период стабильного экономического роста, как правило, происходит переток капиталов основных групп инвесторов-домохозяйств и институциональных инвесторов (пенсионные фонды, страховые компании и т. д.), из инструментов с более низкой доходностью и риском в более рискованные и доходные ценные бумаги (акции). При этом приток капитала на рынок способствует росту фондовых индексов и капитализации. Тем самым формируется следующий самоподдерживающийся процесс: экономический рост → повышение привлекательности акций прибыльных компаний → приток капиталов на фондовый рынок → рост курсовой стоимости акций → улучшение условий привлечения новых инвестиций (посредством дополнительных эмиссий и IPO) → усиление экономического роста.

Для реализации этого процесса необходимо, чтобы на рынке уже были представлены компании – потенциальные реципиенты инвестиций, а компании, которые могут выйти на биржу, соответствовали ряду условий и чтобы был достаточным размер капитала основных групп инвесторов.

Компании, которые представлены на рынке, наиболее привлекательны для инвесторов. Дело в том, что выход компании на биржу означает:

- наличие таких перспектив развития, что собственники компании готовы уменьшить свою долю в капитале компании и соответственно в будущих денежных потоках ради реализации потенциала роста;

- достижение уровня развития, при котором цена котировок акций компании или цена, которую готовы предложить инвесторы, удовлетворяет ее собственников, т.е. дисконт, обусловленный короткой историей функционирования компании, неясностью перспектив развития, достаточно мал либо отсутствует;

- высокое качество корпоративного контроля и «прозрачность» компании для внешних инвесторов, т.е. в цене размещения ценных бумаг дисконт по этим факторам либо незначителен, либо отсутствует;

- такую оценку инвесторами перспектив компании, при которой инвестиции в ее акции являются более привлекательным средством размещения капиталов, чем в более безопасные, но низкодоходные активы, как облигации и банковские депозиты.

Гипотеза о том, что компания в процессе своего развития преобразуется из закрытой в публичную, подтверждается мировым опытом. Но при этом следует отметить, что время, которое требуется компании для выхода на биржу, зависит от уровня развития отрасли, к которой она относится, степени капиталоемкости производства и пр.

Достаточно часто в академической среде обсуждается вопрос, можно ли, используя потенциал фондового рынка, – перейти от стадии стагнации к стадии устойчивого экономического роста. На наш взгляд, экономический рост, хотя и инерционного характера, имеет место. *Основная цель – изменить характер этого роста, а именно перевести его с инерционного пути, на «рельсы» технологического прорыва.* Фондовый рынок должен развиваться в таком направлении, чтобы отрасли – «новые точки роста», могли использовать инструменты рынка для привлечения долгосрочных инвестиций.

В сложившейся структуре российского фондового рынка достаточно много «перекосов», следствием которых стала его достаточно низкая макроэкономическая эффективность. Отметим, что с макроэкономической точки

зрения основными показателями функционирования фондового рынка выступают объем долгосрочных инвестиций, направляемых через фондовый рынок в реальный сектор экономики, и условия предоставления этих инвестиций. Если рынок корпоративных облигаций, позволяющий привлекать заемные средства на более выгодных условиях по сравнению с банковскими кредитами, в качественном плане в последние три года достаточно успешно развивался, то рынок акций демонстрировал в основном эволюцию количественных показателей, т.е. инвестиции за счет эмиссии акций в посткризисный период практически не осуществлялись.

Анализ показывает, что предприятия начинают привлекать инвестиции практически всегда на рынках облигаций, и лишь с течением времени, при достижении такого уровня развития компании, при котором цена, предлагаемая инвестором, удовлетворяет собственников компаний или размер собственного капитала не позволяет в дальнейшем эффективно размещать долговые ценные бумаги (при увеличении доли долгового капитала в структуре компании растет стоимость привлечения заемных средств), объем привлеченных инвестиций начинает расти за счет эмиссии акций. Более того, в отдельных случаях привлечение инвестиций именно за счет долевых, а не долговых бумаг – более эффективный метод: при размещении IPO (или дополнительной эмиссии, если акции компании уже торгуются на бирже) компания получает неограниченные во времени ресурсы для инвестиций. Другое преимущество эмиссии акций – публичность как инструмент достижения очень многих целей, она, например, создает долгосрочные благоприятные условия для привлечения всех видов инвестиций. Так, открытая информация корпорации «Иркут» об эмиссии 23,3% ее акций на сумму 127 млн. долл. в 2004 г. и оценке портфеля на сумму 450-500 млн. долл. позволила инвесторам и кредиторам оценить его как заемщика высокого качества. Теперь корпорация имеет возможность вести с банками переговоры о существенном снижении ставки кредитования, в среднем около 2% годовых. Полученная экономия составит более 8 млн. долл. в год.

Еще один аргумент – с помощью размещения IPO можно быстро и четко понять, сколько в настоящее время стоит компания. В свою очередь полученная рыночная оценка позволяет акционерам компании приступить к разработке плана повышения ее стоимости.

С конца 2003 г. в мире начал восстанавливаться рынок IPO, период стагнации которого был обусловлен «крахом» рынка акций высокотехнологичных компаний. Анализ региональной структуры показывает, что наибольший вес реципиентов инвестиций имеют азиатские компании, т.е. регионы, в которых темпы экономического роста можно принять за образец для инновационного варианта развития (рис. 1).

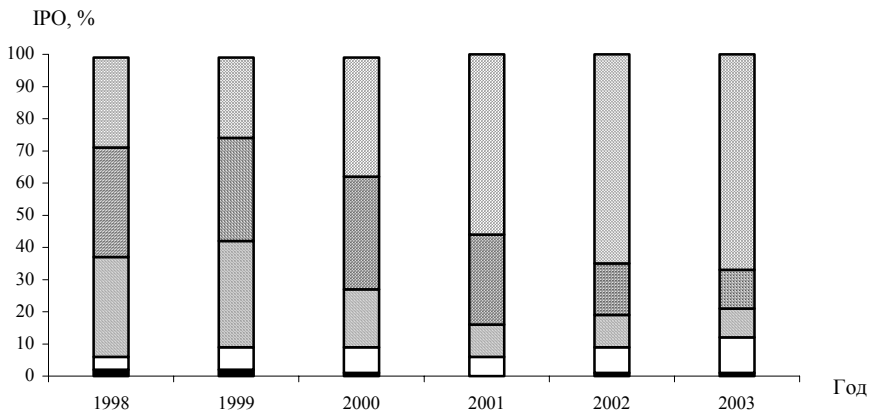


Рис. 1. Распределение IPO по регионам мира:

- Ближний Восток и Африка;
- Австралия и Новая Зеландия;
- ▒ Северная Америка;
- ▓ Европа;
- ▨ Азия

Такая статистика подтверждает наши предположения о том, что для успешного финансирования экономического роста необходимо не только использовать банковское кредитование, но и мобилизовать все возможные источники и механизмы привлечения инвестиций.

Отраслевой анализ рынка IPO также показывает, что доминируют на нем те отрасли (компании), развитие которых приоритетно и для России: высоких технологий, финансовые, потребительских товаров и услуг, промышленные предприятия. Поэтому необходимо, чтобы российские компании участвовали в возрождении этого рынка, в том числе как реципиенты инвестиций.

Рассмотрим, какая структура экономики, и в частности отраслевая структура фондового рынка, оптимальна для России.

В качестве образца наибольший интерес вызывает структура американского рынка (табл. 2). Ее выбор объясняется тем что, во-первых, фондовый рынок США является наиболее развитым рынком в мире. Во-вторых, на данной бирже котируются ценные бумаги не только американских, но и иностранных компаний. Поэтому с некоторым допущением можно спроецировать данную структуру и на мировой рынок капитала. В-третьих, на этом рынке представлены практически все крупные сырьевые компании.

Таблица 2

Отраслевой разрез фондового рынка США в 2003 г.

Фондовый рынок	Капитализация, млрд. долл.	Доля в капитализации, %	Выручка, млрд. долл.	Доля в выручке, %
Услуги	4293	20,9	2 358,6	21,3
Финансовые компании	4281	20,8	1 693,4	15,3
Высокие технологии	2618	12,7	731,6	6,6
Здравоохранение	2214	10,8	506,7	4,6
Нефть и газ	1839	8,9	1 586,1	14,3
Потребительские товары нециклического спроса	1210	5,9	575,0	5,2
Базовые отрасли экономики (сырье и материалы)	1000	4,9	669,5	6,0
Конгломераты	792	3,8	356,4	3,2

Потребительские товары циклического спроса	773	3,8	1 351,6	12,2
Электроэнергетика	705	3,4	559,5	5,0
Промышленные предприятия	549	2,6	507,0	4,5
Транспорт	303	1,5	196,6	1,8
Итого	20577	100,0	11092	100,0

Поэтому при оценке целевой отраслевой структуры фондового рынка целесообразно ориентироваться на структуру американского рынка, а также на следующие гипотезы.

Во-первых, к 2012 г. ВВП России возрастет по сравнению с 2004 г. в 2 раза в реальном выражении, рубль укрепится в 1,5 раза; в долларовом выражении – в 3 раза и составит примерно 1600 млрд. долл.

Во-вторых, при наличии устойчивых темпов экономического развития фондовый рынок, как правило, растет темпом, превышающим рост ВВП в 1,5-2 раза. Применительно к России это означает рост капитализации рынка в 5 раз, т.е. примерно до 1100 млрд. долл. Такой рост можно обосновать с помощью других предположений. Например, одним из показателей степени развитости рынка является отношение капитализации рынка к ВВП, в 2003 г. для России оно составляло примерно 43%. Анализ долгосрочной динамики данного показателя для американского фондового рынка позволяет оценить некоторое его среднее значение, которое можно считать равновесным – примерно 65-70%. Это значение можно рассматривать как целевое. В случае его значительного превышения можно говорить о «перегреве» фондового рынка (как это было в конце 90-х годов, когда для США значение данного показателя доходило до 180%), если же значение значительно ниже 65-70%, можно говорить о низкой макроэкономической эффективности рынка (пример – российский фондовый рынок). При предположении, что к 2012 г. рынок акций России перейдет в состояние «развитого», показатель его капитализации должен составить примерно те же 1100 млрд. долл.

В-третьих, капитализацию нефтегазовых и электроэнергетических компаний оценим на основе прогнозируемой выручки в 2012 г. и целевого значения показателя, определяемого как отношение капитализации компании к выручке (P/sales). Конечно, с методологической точки зрения это достаточно грубая оценка. Если считать что фундаментальная стоимость акции представляет собой соответствующий ей дисконтированный денежный поток, то оценка стоимости компании на основе такого статистического показателя не совсем корректна. Но, учитывая, что расчеты приблизительные, такая «точность» вполне удовлетворительна: она позволяет оценить долю данных отраслей в суммарной капитализации рынка. Для анализа ситуации в 2003 г. использовались данные только по тем компаниям, акции которых торгуются на фондовом рынке.

В-четвертых, долю остальных отраслей, осуществляющих стратегию технологического прорыва, можно оценить на основе данных американского фондового рынка.

Относительно перспектив ТЭК были сделаны следующие предположения.

Уровень мировых цен на нефть марки Urals в 2003 г. составил 27 долл./барр. Исходя из допущения благоприятной конъюнктуры рынка, цена на нефть в 2012 г. будет около 29 долл./барр.

Соотношение между внутренними и внешними ценами в 2003 г. было равным для нефти около 30%, для природного газа около 17,6%. Учитывая, что запасы энергоресурсов являются конкурентным преимуществом России, можно считать

нецелесообразным выравнивание внутренних и внешних цен до соотношения 1:1, следует оставить дисконт для нефти примерно 20%, для природного газа – 40%. При таких предположениях капитализация акций нефтегазовых компаний в 2012 г. составит около 270 млрд. долл.

Относительно перспектив компаний электроэнергетики были сделаны следующие предположения. Производство и внутреннее потребление электроэнергии растут темпами, близкими к темпам экономического развития в целом (7 и 6% соответственно). Экспортные поставки, экономия на масштабах и технологические нововведения позволяют удерживать рост тарифов на электроэнергию в пределах общего роста цен. Рентабельность компаний электроэнергетики сохраняется на приемлемом уровне в рублях, и существенно увеличивается в долларовом выражении, учитывая реальное укрепление рубля в 1,5 раза. При таких предположениях, капитализация акций компаний электроэнергетики составит около 88 млрд. долл.

В агрегированном виде отраслевая структура фондового рынка к 2012 г. показана на рис. 2.

По нашему мнению, население будет способствовать притоку капиталов на фондовый рынок: непосредственно – путем инвестирования части сбережений в акции российских компаний, косвенно – посредством пенсионных, страховых и паевых фондов. Следует отметить, что при стабильном экономическом росте будут расти доходы и сбережения населения. По мере укрепления доверия к рыночным институтам часть средств будет переводиться из «безрисковых», но низкодоходных инструментов в более доходные и рисковые. Поэтому выход на рынок новых перспективных компаний – в интересах как самих компаний, так и основных групп инвесторов, поскольку увеличивается число потенциальных объектов для инвестирования.



Рис. 2. Прогнозная отраслевая структура российского фондового рынка в 2012 г. при реализации технологического прорыва (доля капитализации каждой отрасли в суммарной капитализации рынка)

Методы поддержки перспективных компаний. Наметив целевую структуру фондового рынка, необходимо определить меры для ее достижения. Безусловно, повышение корпоративной культуры, прозрачности компаний, усиление защиты

миноритарных акционеров будут способствовать развитию фондового рынка, но только способствовать. Если на рынке будут отсутствовать, с одной стороны, компании, привлекательные для инвесторов, а с другой – потенциальные «локомотивы экономики», эти меры не приведут к полезному для страны результату, т.е. отходу от траектории инерционного развития. Необходимы действия со стороны государства, демонстрирующие его стремление избавиться от «нефтяной зависимости». Дотации перспективным компаниям – неэффективная мера. Во-первых, сам процесс дотирования не совсем прозрачен для широких кругов общественности. Во-вторых, роль населения в этом носит опосредованный характер. В-третьих, с психологической точки зрения необходимо показать, что эпоха «смутных времен», в которую благосостояние зависело от стоимости барреля нефти, подходит к концу, что Россия стремится вернуть себе позиции, утраченные со времен распада СССР, и достичь уровня жизни населения, сравнимого с уровнем жизни в развитых странах.

В России есть перспективные идеи и проекты, реализация которых позволит не только развиваться компаниям, их осуществляющим, но и «вытянуть» смежные предприятия. Это компании, продукция которых относится к сфере высоких технологий, глубокой переработке сырья, а также к отдельным подотраслям машиностроения и производства потребительских товаров. Но чтобы эти компании могли выйти на рынок, причем с целью привлечения инвестиций под конкретные проекты, необходима поддержка государства. Особенность таких компаний в отличие от проектов по добыче полезных ископаемых заключается в отсутствии гарантий востребованности и конкурентоспособности производимых ими продуктов как на внутреннем, так и на внешнем рынке. Поэтому банковское и долговое финансирование в данном случае излишне обременительно и труднодоступно. Прежде всего необходимо выплачивать проценты по кредитам и основную сумму долга. Кроме того, для реализации проектов могут потребоваться значительные средства, которые банки по разным причинам не смогут предоставить – такие кредиты увеличат риски банковского сектора, так как провал какого-либо из этих проектов, вследствие его масштабов может спровоцировать банкротство отдельных банков и, возможно, очередной банковский кризис.

Использование венчурного финансирования, а именно привлечение малого числа крупных стратегических инвесторов, также ограничено большим объемом необходимых капиталовложений, невысокой степенью развития венчурной индустрии в России.

Механизмом, с помощью которого можно реально профинансировать такие компании – новые локомотивы российской экономики – должен стать рынок акций. Для компаний данных отраслей ввиду неопределенности их успешного развития финансирование проектов за счет эмиссии акций, т.е. за счет рискованного капитала, более эффективно, чем за счет долгового капитала, который следует обслуживать и в конечном счете возвращать. Но необходимо разработать такие меры, чтобы компании могли проводить эмиссии на условиях, приемлемых не только для инвесторов, но и для самих компаний. Иными словами, нельзя допустить повторения ситуации 90-х годов, когда инвестиционно привлекательные компании «распродавались по дешевке». Для этого важно оказывать определенную поддержку компаниям при проведении эмиссии на открытом рынке. В отсутствие такой поддержки цена, приемлемая для инвесторов, будет иметь значительный дисконт от цены, устраивающей компании-эмитенты. Как следствие объем привлеченного капитала будет незначительным, и такие инвестиции окажутся достаточно дорогими. Поэтому при осуществлении эмиссий акций перспективными компаниями было бы

целесообразно использовать для повышения цены размещения³ потенциал финансовых накоплений государства.

В настоящее время возникла неопределенность относительно использования капитала, накопленного в Стабилизационном фонде. Объявлено, что цель его создания – некоторый запас прочности, который может понадобиться в период низких цен на нефть. Но не имея помимо топливно-энергетического комплекса других точек роста, средства Стабилизационного фонда в период «неблагоприятной» конъюнктуры будут достаточно быстро «проедены». Поэтому уже сейчас, не дожидаясь, когда цены на энергоресурсы «упадут», следует использовать финансовые накопления государства на создание в стране новых «локомотивов экономики». Если часть средств Стабилизационного фонда направить на финансирование перспективных компаний, они заменят дотации, о которых упоминалось выше. При этом средства населения и институциональных инвесторов не будут использоваться.

Мы не предлагаем использовать накопленный капитал для покупки долей в перспективных в стратегическом плане компаниях. На наш взгляд, более эффективными действиями со стороны государства (или уполномоченной структуры) по управлению финансовыми накоплениями было бы предоставление гарантий определенной минимальной доходности тем инвесторам, которые приобрели бы эти акции. Например, государство (или уполномоченная организация) гарантирует, что, допустим, через 5-7 лет после размещения акций оно выкупит их по цене, равной средней цене размещения с учетом накопленных процентов на основе ставки, сравнимой с процентной ставкой по государственным облигациям аналогичной длительности. Другими словами, акции такой компании будут иметь «присоединенный опцион», и в случае реализации негативного сценария, в котором компания потерпит неудачу, вложения в такие акции будут сравнимы с вложениями в облигации с безрисковой процентной ставкой.

Эффективный фондовый рынок невозможен без определенного уровня доверия. Сбережения населения являются одним из основных источников инвестиций на этом рынке. Но череда финансовых кризисов подорвала доверие населения к фондовому рынку. Поэтому у государства есть экономические и моральные основания часть рисков «взять на себя».

Примерный механизм реализации предложенной идеи может быть следующим:

– на первом шаге определяются приоритетные отрасли, внутри которых выделяются компании с перспективными проектами;

– на втором шаге проводится «предпродажная подготовка» – устраняются те негативные моменты, которые могут снизить справедливую стоимость компаний (т.е. улучшается корпоративное управление, уточняется стратегия развития компаний и т.д.);

– на третьем шаге осуществляется эмиссия акций («с присоединенным опционом») данных компаний, равная необходимому объему инвестиций в проект.

В дальнейшем при эффективном использовании полученных инвестиций стоимость компаний будет расти и приведет к тому, что исполнение опциона будет невыгодным. С одной стороны, будут привлечены капиталы в наиболее важные для дальнейшего развития отрасли, с другой – будут максимально снижены риски инвестирования в активы данных отраслей. Даже в случае неудачи проекта государство не понесет значимых финансовых потерь. Получив в собственность компанию с молодыми производственными фондами и проведя ее реструктуризацию, государство выставляет эти активы на торги и выручает вложенные финансовые ресурсы. Естественно, выступая гарантом по

³ Цена, по которой аддерайтер проводит размещение акций среди инвесторов.

исполнению опциона, государство накладывает определенные ограничения на действия собственников и менеджеров компании. Такими ограничениями могут быть лимиты на выплату дивидендов, зарплат и бонусов высшего эшелона компании, запрет на владение контрольным пакетом акций и т. д.

На конец 2004 г. финансовые накопления государства (денежные остатки на счетах бюджета, средства Стабилизационного фонда), по нашей оценке, при сохранении высоких цен на мировых рынках энергоресурсов составляют 600-800 млрд. руб., которые в настоящее время «работают», по сути, на благо американской и европейской экономик. Если предположить, что гарантируемая процентная ставка равна 7% годовых и задействуется 50% накоплений, то объем инвестиций, который можно привлечь за счет эмиссии акций под государственные гарантии исполнения опциона составит 215-285 млрд. руб. (более 60% годовых инвестиций в промышленность без отраслей ТЭК).

Положительные стороны такого метода привлечения инвестиций следующие.

Перспективные компании смогут привлечь бессрочный капитал, причем на более выгодных условиях, чем эмиссия акций без таких гарантий или привлечение «дорогого» долгового капитала.

Такие акции будут обладать нелинейной зависимостью «доходность – риск». По степени риска и нижнему значению доходности они будут сравнимы с государственными облигациями. Верхней границы «доходности» эти акции не будут иметь – в случае успешной реализации проекта фундаментальная стоимость акций может вырасти многократно (в качестве примера, можно привести акции высокотехнологичных компаний).

Такие акции – привлекательные объекты для инвестиций как населения, так и институциональных инвесторов: пенсионных фондов и страховых компаний. Учитывая особенности этих акций, инвестиции институциональных инвесторов могут рассматриваться как инвестиции не в рискованные ценные бумаги, а в достаточно «безопасные» инструменты, лимиты на которые в структуре инвестиций таких групп инвесторов, как правило, превышают лимиты на акции⁴.

Переток капитала в акции таких перспективных компаний способствовал бы сокращению утечки капитала из страны, формированию более рациональной структуры финансовых активов населения и тем самым – снижению риска появления спекулятивных пузырей на других рынках. Вложения в акции таких компаний морально комфортны: растет цена акций → растет мое личное богатство → растет экономическая и технологическая мощь страны. Они отличаются от других вложений, например в акции нефтяных компаний, где последовательность иная: растет цена акций → растет мое личное богатство → в еще большей степени растет богатство олигархов → закрепляется статус страны как сырьевого придатка.

Возможные перспективы реализации такого метода зависят от степени доверия основных групп инвесторов к государству, достаточно низкой из-за череды кризисов в 90-е годы. Тем не менее, используя такие положительные моменты, как высокий рейтинг президента, реальная необходимость другого пути развития, можно добиться доверия населения к такой модели. Тем более та степень открытости, которая предъядвляется к компаниям, акции которых торгуются на рынке, будет способствовать достижению достаточной степени прозрачности компаний, что невозможно в случае дотационного финансирования перспективных разработок.

⁴ Имеется в виду, что в пенсионных фондах и страховых компаниях есть определенные ограничения на долю капитала, которая может быть помещена в акции, облигации и в депозиты.

Переход на инвестиционно-инновационный путь развития предполагает политику инновационного шанса. Для этого государство должно использовать собственные финансовые накопления и стимулировать привлечение инвестиций из других источников. Так, если крупные финансовые и финансово-промышленные компании выступают гарантами исполнения опционов и получают за предоставление гарантий определенный процент акций, то такой доход должен быть выведен из под налогообложения.

Жилищное обеспечение как вклад в экономический рост и стабильность.

Значение жилищного финансирования для национальной экономики можно рассматривать в двух аспектах. Один из них состоит в том, что жилищный сектор во многом определяет уровень развития национальной экономики, другой – без гибкой и эффективной системы финансирования невозможно его полноценное функционирование. К наиболее значимым тенденциям финансирования в мировой экономике относятся следующие.

Во-первых, интенсивный процесс внедрения инноваций в области финансовых услуг и информационных технологий привел к международной интеграции финансовых систем и согласованию методов их работы.

Во-вторых, по мере развития процессов либерализации финансового сектора, приватизации финансовых институтов и снятия барьеров входа новых участников на рынок менялась роль государства.

В-третьих, демографические сдвиги – замедление роста населения, высокий уровень урбанизации, старение населения и рост среднего класса – еще более актуализируют вопрос формирования эффективных систем жилищного финансирования. В целом эти изменения обусловили большее многообразие схем, применяемых в разных странах для финансирования строительства и приобретения жилья.

В-четвертых, в отличие от установившихся традиционных мнений современные исследования показывают, что финансы – нечто существенно большее, чем пассивный элемент экономического развития. Более того, международные сравнения позволяют утверждать, что страны с развитыми финансовыми системами демонстрируют темпы роста более высокие и стабильные.

Развитие системы жилищного финансирования зависит от исторического прошлого страны, ее масштабов, географических особенностей, институциональной структуры, политической организации, уровня технологического и экономического развития и – самым непосредственным образом – *от общего уровня развития финансовой системы.*

В России экономические различия на региональном и местном уровнях обуславливают неравномерное становление, распространение рынков жилья во времени и пространстве. Этот процесс идет по логистической кривой. Вначале это чрезвычайно медленное движение без каких-либо видимых признаков прогресса, сменяющееся затем нарастающим ускорением, за которым следует завершающий этап насыщения. В российской ситуации имеет важное значение вопрос, насколько может затянуться первый этап замедленного распространения.

Текущие тенденции развития рынка недвижимости в России при сохранении существующей динамики и качества экономического развития страны уже в *среднесрочной перспективе в лучшем случае ведут к стагнации динамики жилищного строительства*, а в худшем – к масштабному кризису. Данное утверждение основано на следующих предположениях.

Объем жилищного строительства в послекризисный период составляет ежегодно 30-36 млн. кв. м, или около 50% объема, достигнутого в 1990 г., когда на территории

(тогда еще части СССР) РСФСР был обеспечен ввод в эксплуатацию 61,7 млн. кв. м общей площади жилья. Важным сигналом является и тот факт, что жилищное строительство оказывается практически единственной крупной отраслью экономики, не показавшей отчетливой положительной динамики в период экономического роста 1999-2002 гг. Большинство отраслей уже вернулись на уровень 1993-1994 гг. в то время как уровень жилищного строительства остается на 20% ниже.

Такая ситуация типична для рынков с недостатком спроса. Однако для таких рынков обязательно падение цен, по крайней мере, относительно общего уровня цен. Анализ динамики средней по стране стоимости 1 кв. м жилых помещений показывает, что был только один такой период – с 1998 г. (после августа) до IV кв. 2000 г. Во все остальное время рост цен на жилье в РФ существенно опережал общую инфляцию.

На фоне высокого роста доходов увеличивается дифференциация доходов населения (разрыв между наиболее доходной и наименее доходной 20-процентными группами населения возрос в 15 раз и более).

По состоянию на начало 2004 г. лишь половина населения была способна создавать сбережения. Из них только 5-процентной доле населения было доступно приобретение жилья за счет собственных средств. Кредитные ресурсы (ипотечное жилищное кредитование – ИЖК) потенциально доступны менее 10% населения. Доступность ипотечных кредитов снижается для тех групп населения, чьи доходы растут медленнее, чем рост цен на жилье.

Опережающий рост цен и тарифов на энергоносители и базисные материалы увеличивает себестоимость строительства жилья (рост цен на основные строительные материалы – цемент, металл – в 2003 г. составил 40%).

Продолжение такой динамики в скором времени приведет к критическому снижению доступности жилья. Наиболее обеспеченные слои населения смогут приобрести (или уже приобрели) необходимую и достаточную по статусу жилую недвижимость, тогда как основное большинство будет неспособно улучшить свои жилищные условия самостоятельно. Возрастание социальной напряженности в стране потребует увеличения социальных жилищных программ, что, учитывая возможности бюджета и эффективность бюджетных расходов, не решит и малой доли проблемы. Возможен вариант инвестиционного строительства жилья для сдачи в аренду населению. Однако арендная плата в долгосрочном плане растет пропорционально росту стоимости жилья. Поэтому в условиях отставания роста доходов населения от темпов роста стоимости жилья доля населения, способного снимать жилье по договорам аренды на рыночных условиях, соответственно также снизится. Снижение платежеспособного спроса со стороны населения и рост себестоимости строительства приведут к сокращению строительства и как следствие к кризису одной из важнейших отраслей экономики.

В таких условиях функционирования рынка жилой недвижимости меры по увеличению платежеспособного спроса со стороны населения (с помощью ИЖК, увеличения уровня доходов, создания доступных жилищных программ) без увеличения чистого прироста жилищного фонда приведут к существенному росту цен на жилье. И наоборот, увеличение жилищного строительства при текущем отставании доходов населения от цен на жилье, создаст предложение жилья, не обеспеченное платежеспособным спросом. Такой вариант приведет к существенному падению цен на строящееся жилье (вследствие возникновения массового незаконченного строительства из-за недостаточного финансирования) и убыточности большинства строительных компаний вследствие продолжающегося роста себестоимости строительства (цен на строительные материалы, зарплаты строителей и подрядчиков, тарифов на электроэнергию и тепло и т. д.).

На данный момент основными препятствиями на пути к эффективному функционированию рынка недвижимости (в частности рынка жилья) являются: несоответствие доходов и уровня сбережений населения ценам на жилье; монополизм и сверхприбыли в отрасли жилищного строительства; низкие объемы вводов нового жилья (в макроэкономическом плане лишь незначительно превышающие выбытие ветхого и аварийного жилья), недоступность кредитных ресурсов для финансирования нового жилищного строительства, а также для приобретения жилья основной массой населения.

Во избежание негативного сценария развития рынка недвижимости и обеспечения устойчивого роста одной из важнейших социально-экономических сфер необходимо:

- в период повышенного роста цен и тарифов на энергоносители и базовые материалы (по нашим оценкам – до 2009 г.) темп роста цен на жилье должен снижаться до уровня общей инфляции в стране. Такая динамика темпов роста цен реализации и себестоимости жилищного строительства приведет к нормальному уровню рентабельности (15% годовых). Кроме того, умеренный рост цен на жилье позволит большому числу семей улучшить свои жилищные условия через рынок жилья;

- должны быть обеспечены высокие темпы роста ВВП и соответственно доходов населения во всех отраслях экономики. Кроме того, крайне необходимо снизить уровень дифференциации доходов населения в целях создания значительного слоя достаточно обеспеченных семей (среднего класса), способных накапливать более-менее существенные сбережения и быть кредитоспособными по ипотечным кредитам. Доля таких семей к концу рассматриваемого периода должна составлять примерно 50% общего их числа;

- потребуются формирование мощных институтов и инструментов для целевого финансирования строительства жилья, а также финансирования и жилищного кредитования населения.

Решение поставленных задач возможно при принятии энергичных мер в области социальной и финансово-кредитной политики, а также в банковском секторе.

Во-первых, создание программ для целевого финансирования (кредитования) строительства жилья при участии банковской системы позволит контролировать затраты на строительство и избежать завышения цен. Вместе с тем формирование специализированной ипотечной банковской системы повысит доступность кредитных ресурсов для населения за счет более низких процентных ставок и более длительных сроков кредитования, но при этом ограничит максимальный уровень цен приобретаемой жилой недвижимости.

В этих условиях увеличение спроса населения на жилье вследствие ИЖК не явится фактором дополнительного роста цен. При этом строители жилья, испытывая ограничения, с одной стороны, себестоимости строительства, с другой – максимального уровня цен, доступного для ИЖК, будут стремиться к увеличению прибыли за счет снижения объемов и себестоимости строительства, а не роста цен на жилье.

Для обеспечения благоприятных условий развития такого сценария необходимо в рамках банковской системы создать специализированную сеть банков (филиалов), поэтапно выдающих целевые кредиты на строительство жилья и контролирующих их использование. Ресурсами ипотечной сети будут являться, наряду с накоплениями потенциальных покупателей жилья, ресурсы быстроразвивающейся накопительной пенсионной системы и накопительной системы страхования жизни. Данная система будет обеспечивать финансирование строительства жилья, а также кредитование

населения с целью приобретения жилья. При нормальном развитии инновационного сценария ожидается чистый прирост целевых накоплений в среднем по 30 млрд. долл. в год, что при соответствующей сценарию динамике роста себестоимости строительства обеспечит к 2012 г. объем рынка жилья в 89,1 млн. кв. м (рис. 3). При этом финансовые ресурсы и мощности строительного комплекса позволят профинансировать социальное жилье в объеме 22 млн. кв. м.

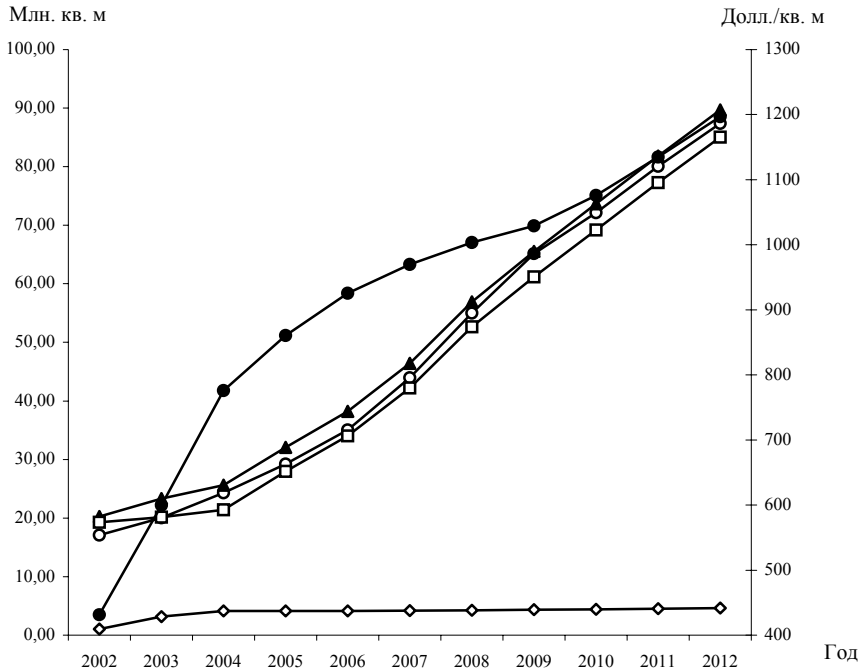


Рис. 3. Динамика рынка жилой недвижимости в прогнозе до 2012 г. (инновационно-инвестиционный сценарий):

—○— предложение на рынке жилья; —□— спрос со стороны населения; —▲— совокупный спрос; —◇— инвестиционный спрос; —●— средняя стоимость жилья (правая шкала)

Во-вторых, повышение уровня доходов населения и снижение их дифференциации возможны при существенном изменении отраслевой структуры ВВП. По данным статистики, занятые в сырьевых отраслях (нефть, газ, металл и др.) и финансовом секторе составляют наиболее доходные группы населения страны. Ускоренное развитие несырьевых, прежде всего высокотехнологичных, отраслей является необходимым условием роста доходов населения и оптимизации их структуры. Последнее крайне важно для реализации амбициозного проекта по улучшению жилищных условий в России.

Сопоставим дифференциацию доходов населения по состоянию на начало 2004 г., в 2003 г. и предполагаемую в 2012 г. при реализации инновационно-инвестиционного сценария развития экономики (табл. 3)

Таблица 3

Дифференциация доходов по 10-процентным группам населения

Доход группы в общем объеме доходов	Группа									
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
1. Структура (оценка по официальным данным), %	2,1	3,5	4,6	5,7	7,0	8,3	10,7	12,0	16,6	29,5
2. Желаемая структура, %	2,5	4,0	5,3	7,0	8,5	9,3	11,8	12,8	15,0	24,0
Доход на душу населения в 2003 г., долл.	422	704	925	1146	1407	1669	2151	2412	3337	5931
Доход на душу населения в 2012 г., долл. (по желаемой структуре)	1792	2868	3764	5019	6094	6632	8424	9141	10754	17207

При реализации этого варианта лишь 1-я и 2-я группы не входят в число тех, кто способен откладывать сбережения, – все доходы они «проедают». В то же время семьи начиная с 5 группы (60% населения) становятся кредитоспособными по возврату ипотечного кредита в 30 тыс. долл. Срок кредита – 25 лет при ставке 7% годовых. В условиях 2012 г. эта сумма эквивалентна 25 кв. м дополнительного жилья. Сохранение существующего уровня дифференциации доходов резко снижает платежеспособный спрос на жилую недвижимость даже при выходе на целевые макропоказатели. Аналогичная величина кредита будет доступна семьям только

7-10-й групп (или не более 40% семей).

Реформирование системы жилищного финансирования, основанное на инновациях (ипотека, накопительное пенсионное страхование и страхование жизни, титулы собственности на землю под жилыми строениями, сервитуты и т. д.), далеко не нейтрально по своим последствиям для экономической динамики от общей организации жилищного строительства и функционирования коммунального хозяйства. Высокая доля добавленной стоимости, созданная резидентами в общей величине добавленной стоимости строительства и жилищно-коммунального хозяйства, а также смежных отраслей (стройматериалы, сантехника, бытовое оборудование и т. д.), крайне необходима для становления этой сферы как локомотива и одновременно стабилизатора экономического развития.

Количественные оценки параметров экономического развития инновационного типа, полученные путем итеративных расчетов основных макроэкономических показателей, приведены в табл. 4.

Прогноз основных макроэкономических показателей и
показателей жилищного строительства*

Показатель	2004 г.	2005 г.	2006 г.	2007 г.	2008 г.	2009 г.	2010 г.	2011 г.	2012 г.
Среднемесячная заработная плата, руб.	6745	8153	9772	11711	13803	16150	18937	22255	26177
Официальные доходы в виде заработной платы, млрд. руб.	5445	6506	7820	9358	11000	12816	16339	17588	20601
Доля заработной платы в ВВП, %	0,34	0,35	0,36	0,37	0,39	0,40	0,45	0,42	0,44
Совокупные доходы населения									
млрд. руб.	10421	12143	14033	16216	18432	20799	23523	26666	30256
млрд. долл.	354	409	466	535	608	693	792	907	1029
Прирост сбережений									
млрд. руб.	702	764	837	920	1015	1121	1242	1378	1531
млрд. долл.	24	26	28	30	33	37	42	47	52
Доля совокупных доходов в ВВП	0,66	0,66	0,65	0,65	0,65	0,65	0,64	0,64	0,64
Официальная совокупная заработная плата, %	0,52	0,54	0,56	0,58	0,60	0,62	0,69	0,66	0,68
Поступления в Пенсионный фонд РФ с учетом эффективной ставки	1198	1431	1720	2059	2420	2820	3595	3869	4532
ВВП									
млрд. руб.	15803	18521	21508	24968	28474	32216	36535	41527	47246
млрд. долл.	538	624	715	824	940	1074	1230	1412	1607
Номинальный рост ВВП	0,19	0,17	0,16	0,16	0,14	0,13	0,13	0,14	0,14
Реальный темп роста ВВП	0,073	0,069	0,075	0,08	0,0825	0,085	0,0875	0,09	0,091
Дефлятор ВВП	0,11	0,10	0,08	0,07	0,05	0,04	0,04	0,04	0,04
Инфляция	0,1	0,09	0,075	0,07	0,05	0,04	0,04	0,04	0,04
Курс рубля к доллару	29,4	29,7	30,1	30,3	30,3	30,0	29,7	29,4	29,4
Динамика вводов жилья, млн. кв. м	40,5	44,9	50,1	58,6	68,7	81,4	90,2	100,1	109,2
Продажи жилья на рынке, млн. кв. м	24,3	29,2	35,1	44,0	55,0	65,1	72,2	80,1	87,4
Жилье, распределяемое в рамках социальных программ, млн. кв. м	16,2	15,7	15,0	14,7	13,7	16,3	18,0	20,0	21,8
Сбережения на конец года, млрд. долл.	130,0	154,4	180,1	209,3	242,8	282,6	327,3	377,5	429,6
Объем выданных ипотечных кредитов, млрд. долл.	0,5	1,3	2,1	3,1	4,4	5,2	6,2	7,3	8,5
Задолженность населения по ИЖК, млрд. долл.	0,7	1,9	3,7	6,3	10,0	14,1	18,7	24,0	29,9
Совокупный спрос на жилье, млн. кв. м	25,6	32,1	38,2	46,4	56,9	65,5	73,7	81,8	89,7
Предложение жилья на рынке, млн. кв. м	24,3	29,2	35,1	44,0	55,0	65,1	72,2	80,1	87,4
Средняя стоимость за 1 кв. м тыс. руб.	22,8	25,6	27,9	29,4	30,4	30,9	32,0	33,4	35,2
долл.	776,1	860,4	925,4	969,8	1003,8	1029,0	1075,8	1134,6	1197,0
Дисбаланс между спросом и предложением жилья									
млрд. долл.	1,0	2,5	2,9	2,4	1,9	0,4	1,6	2,0	2,8
млн. кв. м	1,3	2,9	3,1	2,5	1,9	0,4	1,5	1,7	2,3
Требования к нефинансовым организациям и населению, млрд. руб.	4103,1	4923,8	5933,1	7164,3	8650,9	10468	12692	15456	18543
Отношение требований к нефинансовым организациям и населению к ВВП, %	0,26	0,27	0,28	0,29	0,30	0,32	0,35	0,37	0,39
Инвестиции в основной капитал, млрд. руб.	2729,1	3466	4505,7	5722,3	6924	8031,8	9236,6	10253	11103
Отношение инвестиций в основной капитал к ВВП, %	0,1727	0,187	0,21	0,229	0,243	0,249	0,253	0,247	0,235
Рыночная капитализация российских компаний									
млрд. долл.	231	266	311	373	448	551	688	866	1100
млрд. руб.	6791	7890	9355	11301	13561	16515	20438	25465	32340
Отношение рыночной капитализации российских компаний к ВВП, %	0,43	0,43	0,43	0,45	0,48	0,51	0,56	0,61	0,68
Активы населения в недвижимости, млрд. долл.	1698,4	1909,4	2087,7	2232,7	2368,8	2498,8	2693,9	2936,5	3207,8
Активы населения в акциях, млрд. долл.	34,7	45,2	59,1	74,6	98,6	132,2	178,9	242,5	341,0

* Представленный прогноз альтернативен инерционному прогнозу, рассмотренному в работе [1].

Литература

1. Панфилов В.С., Шураков А.Г., Стуков А.С. Анализ текущего состояния перспектив развития финансового сектора // Проблемы прогнозирования. 2005. № 1.

2. *Тэтчер М. Искусство управления государством. Стратегии для меняющегося мира. Пер. с англ. Изд. Альпина Паблицер, 2003.*