

*Л. ГРИГОРЬЕВ,
кандидат экономических наук,
президент Фонда «Институт энергетики и финансов»,
декан факультета менеджмента Международного
университета в Москве*

ИНВЕСТИЦИОННЫЙ ПРОЦЕСС: НАКОПЛЕННЫЕ ПРОБЛЕМЫ И ИНТЕРЕСЫ*

Инвестиционный процесс в рыночном хозяйстве — один из наиболее интересных и сложных объектов исследования. Он хуже всего поддается прогнозированию, особенно в фазах кризисов. Изменения спроса, стоимости капитала, параметров внутренней устойчивости фирмы всегда порождали резкие колебания объемов инвестиций наряду с прибылями, курсами акций, процентными ставками, хотя их взаимосвязи менялись по мере развития и усложнения рыночного хозяйства. В период затянувшегося трансформационного кризиса резкий спад инвестиций и растущий износ фондов в России оказались одними из самых серьезных проблем. В условиях длительного экономического подъема они приобрели еще большее значение, поскольку от их решения зависит успешность страны в глобальной конкуренции¹. В настоящее время загрузка мощностей в ключевых отраслях промышленности и экономики в целом близка к критической — дальнейшее развитие возможно только на основе эффективных вложений и модернизации производственных активов (см. рис. 1).

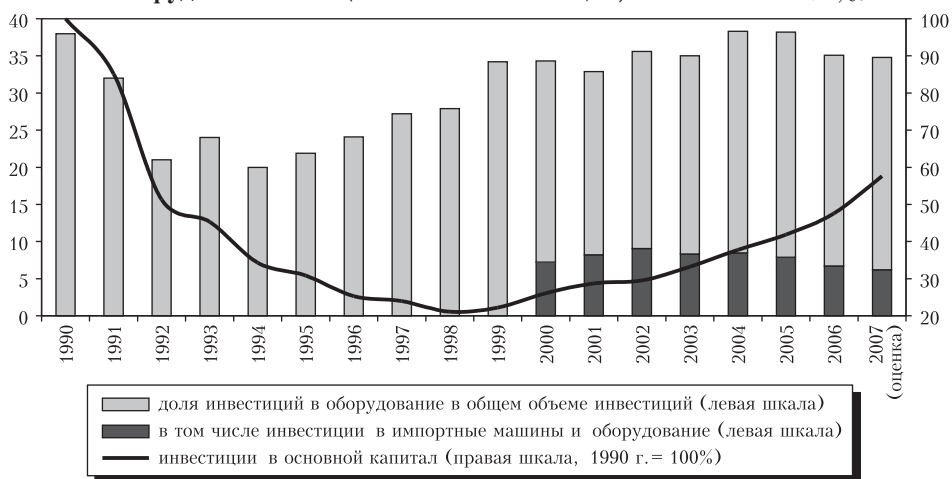
Задача трансформации инвестиционного процесса при переходе от планового хозяйства к рыночному в нашей стране все еще не решена. Потребление населения, государственные расходы, экспорт и импорт могут осуществляться и в самой неблагоприятной институциональной среде, но для инвестиций требуется сложная комбинация факторов как внутренних (для фирмы), так и внешних. Только очень наивные реформаторы и официальные оптимисты ожидали инвестиционного бума в России в 1990-е годы при сокращении ВВП страны на 43%. Объем реальных инвестиций уменьшился в этот период примерно вчетверо, что во многом определило подобное снижение ВВП². Столь глубокое падение реальных инвестиций отражало не только их низкую эффективность в плановой экономике и гипертрофированное развитие оборонного сектора. Во время любого кризиса именно инвестиции

* Эта статья завершает серию публикаций группы «СИГМА» в 1–4 номерах журнала «Вопросы экономики» за 2008 г. Автор выражает благодарность М. Р. Салихову за помощь в подготовке данной работы.

¹ См.: Григорьев Л. М. В поисках дороги к экономическому росту // Обзор экономической политики в России за 1997 год / БЭА. М., 1998; Григорьев Л. К новому этапу трансформации // Вопросы экономики. 2000. № 4; Григорьев Л. М., Гурвич Е. Т. Проблемы накопления // Стратегия России. 2005. № 5.

² Норма накопления в СССР достигала фактически 50% при низкой эффективности. Хотя формально она равнялась примерно 25%, но цены на инвестиционные товары были занижены так же, как завышены на потребительские товары. Конечно, сейчас в России не стоит задача восстановления такой высокой нормы накопления.

Динамика инвестиций в основной капитал и доля инвестиций в машины и оборудование в общем объеме инвестиций, 1990—2007 гг. (в %)



Источник: ФСГС.

Рис. 1

сокращаются сильнее всего, поскольку они финансируются в значительной мере за счет прибыли и займов и направлены на будущее увеличение дохода при принятии серьезного коммерческого (и не только) риска. Как показывают расчеты, единственным аналогом российского кризиса 1990-х годов была Великая депрессия в США в начале 1930-х годов, когда объем инвестиций снизился также на 80%, что свидетельствует о системном характере обоих кризисов³.

Мы постепенно выходим из кризиса в условиях сложнейших внутренних противоречий, когда сталкиваются интересы собственников и тех, кто пытается осуществить ползучий пересмотр отношений собственности. Сегодня сложился определенный баланс интересов ведущих секторов экономики в отношении ряда ключевых проблем экономической политики, отражающий характер и структуру экономики, — по ВТО, приватизационной амнистии, росту цен на тарифы естественных монополий (по соглашению с ЕС 2004 г.), экспорту прямого российского капитала⁴. По другим вопросам — особенно по многим аспектам региональной и промышленной политики, налогообложения — споры вокруг интересов различных сегментов бизнеса продолжаются в контексте будущей стратегии страны.

Неустойчивость корпоративного контроля и накопление

В ходе трансформационных процессов для эффективного накопления должны выполняться два важнейших условия: наличие защищенных прав собственности и обеспечение макроэкономической

³ Наблюдение и расчеты д. э. н. А. В. Полетаева.

⁴ См. статью Л. Григорьева, С. Плаксина и М. Салихова, публикуемые в этом номере журнала.

стабильности. Но инвестиционный процесс разворачивается в полной мере лишь после того, как сформируется вся система рыночных стимулов для накопления капитала на микроуровне: контроль эффективных собственников над добросовестными менеджерами; стратегические планы повышения стоимости фирмы после приватизации; конкурентная обстановка; кредит и устойчивые правила регулирования (налоги и пр.).

Фирмы могут приспособиться к той или иной системе стимулов, которую часто называют инвестиционным климатом, но это нередко сопряжено с издержками, рисками, потерями. Его специфика определяет смещение направлений и интенсивности накопления по отраслям, регионам, типам бизнеса. Инвестиционный климат может устраивать те или иные сегменты бизнеса, но не соответствовать планам правительства и надеждам страны, например на модернизацию. Следует учитывать, что структура собственности, тип корпоративного контроля оказывают свое воздействие на принимаемые решения.

Обычно в начале трансформации на первый план выходила задача макроэкономической стабилизации. Она выступала в качестве панацеи, поскольку по умолчанию предполагалось «рыночное» поведение экономических агентов в отношении не только производства, ценообразования и торговли, но и инвестирования. Разумеется, важным было внутреннее поведение фирм после приватизации: характер распределения собственности, интересы «контролера», корпоративный контроль и цели фирм⁵. Позднее в качестве актуальных назывались задачи создания благоприятного инвестиционного климата и конкурентной среды.

Ключевая проблема переходного периода — *одновременное формирование частной собственности и корпоративного контроля, с одной стороны, и конкурентной среды — с другой*. Польский опыт подтвердил значение последней даже для предприятий, оперирующих в рамках государственной собственности. Как показывает российский пример, может пройти десятилетие после активной фазы массовой приватизации, прежде чем инвестиции начнут быстро расти. Устойчивость и защищенность прав собственности — главное в зрелом рыночном хозяйстве. В нашей стране после относительной стабилизации макроэкономической сферы в 2000-х годах процесс накопления все еще находится под воздействием «специфики российского капитализма»⁶. Ему присуща высокая концентрация собственности в ведущих компаниях, частных или государственных, которые включаются в глобальную конкуренцию. Попытка приватизации многих советских вертикально интегрированных компаний по частям оказалась потерей времени: потребовались «лишние» 5–7 лет, чтобы они реинтегрировались на базе высококонцентрированных советских активов.

⁵ Под «контролером» в условиях переходного периода мы понимаем явного или скрытого держателя права принятия ключевых хозяйственных решений, включая право отчуждения активов, — эквивалент держателя контрольного пакета в обычном рыночном хозяйстве.

⁶ См.: Григорьев Л. М. Проблемы собственности: от перестройки до передела // Пути России: двадцать лет перемен. М., 2005.

Путь формирования российского капитализма был своеобразным, и результат все еще далек от тех моделей, которые предположительно принимались за образец⁷. Можно сформулировать несколько важнейших особенностей российского капитализма 1990 — начала 2000-х годов, которые наряду с другими проблемами отрицательно повлияли на внутренние процессы корпоративного контроля и соответственно накопления.

Во-первых, приватизация — это в первую очередь спецификация прав собственности, позволяющая их новым обладателям обрести гарантии неприкосновенности данных прав и быть уверенными в получении будущих доходов от новых инвестиций. Но в России был применен метод максимальной деспецификации, а вновь обеспечить четкие права собственности намного труднее. Это привело к слабости корпоративного контроля, формированию и сохранению огромных контрольных пакетов (75%), необходимых для перепродажи и предотвращения насильственных поглощений и недобросовестных захватов. Западный опыт свидетельствует о достаточности для эффективного управления и инвестирования гораздо более низких их значений, в частности «блокирующий пакет» в 25% + 1 акция — довольно редкое явление в мире. Попытки консолидации контроля до 75% предпринимались в условиях экономического подъема, приводя к сокращению свободного обращения акций и возможностей использования фондовой биржи как источника финансирования.

Во-вторых, распространенность феномена «квазискрытого» собственника, который представлен в советах директоров компаний доверенностями от офшоров. «Контролер» активно укрепляет свои позиции, распоряжается и пользуется активом. Его интересы изначально далеки от инвестирования и риска, ему необходимо удержать «захваченный» актив в течение как можно более длительного срока, так как важно убедиться в своем легитимном владении им. Наличие номинальных офшорных собственников обуславливает заграничный характер операций по покупке и слияниям компаний, мало затрагивая (во всяком случае, непосредственно) процессы внутреннего реального накопления.

В-третьих, присутствие явных и неявных «соучастников» приватизации (вместо, например, пенсионных фондов) в контроле над производственными активами, которые претендуют на долю в доходе (ренту). Нередко они участвовали в приватизации или лично ей способствовали, но не смогли заявить легальные права и стать акционерами. Такие субъекты продолжают предъявлять свои права на доход в качестве скрытого кредитора или портфельного инвестора (в их числе могут быть бывшие и действующие чиновники, теневые фигуры, местные администрации). Это увеличивает выплаты из дохода предприятий, вынуждает их уходить от налогообложения, затрудняет принятие эффективных решений о реструктуризации и инвестициях.

В-четвертых, затянутость приватизации в силу исходной неопределенности прав собственности и ее переход в фазу перераспреде-

⁷ См.: Григорьев Л. М. Программы приватизации 90-х гг. // Сравнительный анализ стабилизационных программ 90-х годов / Фонд Карнеги. М., 2003.

ления владений. Волны банкротств начала 2000-х годов сменились рейдерскими захватами, потом возникла тенденция к ползучему огосударствлению. Сюда же можно добавить ложные банкротства, злоупотребление материальным и процессуальным правом в корпоративных конфликтах.

В-пятых, недостаточная распространенность владения акциями среди населения страны, что определяет и низкую легитимацию собственности, приобретенной в процессе приватизации. Как следствие, крупная частная собственность, особенно в отраслях природных ресурсов, не воспринимается гражданами как легитимная⁸. Это сдерживает осуществление значимых проектов, так как в условиях подобной неопределенности позиции реальных собственников перед атаками рейдеров всех типов становятся уязвимыми. При не всегда ясных правах владения, различных нарушениях на разных стадиях переходного периода появляются новые игроки, которые используют в том числе и административные ресурсы, чтобы потребовать своей доли и принять участие в дележе старых активов.

Главные проблемы здесь — сильные стимулы у многих «соучастников» и представителей бизнеса к ориентации на преимущества, не связанные с производством богатства и новой стоимости (рентоориентированное поведение), сохранение высоких рисков у собственников, маскировка собственности и доходов. Отсюда оптимизация владения портфелями активов как фирмами, так и индивидами: высокодоходные и высокорисковые активы в России балансируются низкодоходными и низкорисковыми активами за рубежом.

Если множество собственников получили активы по нулевой оценке без обременений, то у них искажается система стимулов к максимизации текущей стоимости фирмы. Намного легче для реализации приватизационных выигрышей ее многократно перепродавать, пока не будет достигнута рыночная стоимость актива, чем нести коммерческие и иные риски стратегического инвестора. В более развитой рыночной экономике инвестиционные банки или рейдеры могут покупать актив для его перепродажи по частям. Новый собственник в силу асимметрии информации понимает стоимость своего актива и сопротивляется следующему захвату, пока не получит значительный выигрыш.

Фактически это частный случай Q-ratio У. Тобина — рыночная оценка актива на первом этапе после приватизации намного ниже, чем его воспроизводственная оценка. Деятельность иностранного капитала в России была ограничена, поскольку «иностранцам» не позволили участвовать в приватизации. Только спустя полтора десятилетия Ку-норма для ведущих компаний страны вышла на более или менее «нормальный» уровень, хотя российские активы, как правило, все еще недооценены по сравнению с аналогичными компаниями за рубежом. С этого момента капиталовложения начинают играть присущую им роль, а перепродажа активов постепенно перестает приносить сверхприбыль.

Наконец, отметим расхождения в интересах и возможностях различных видов фирм, в частности крупного и малого бизнеса. Они воспринимают инвестиционный климат по-разному (см. табл. 1). Там, где малый бизнес является явной жертвой коррупции, круп-

⁸ См.: Капелюшников Р. Собственность без легитимности? // Вопросы экономики. 2008. № 3.

Типы бизнеса и характеристики инвестиционного климата

Тип фирмы / факторы	Норма прибыли	Коррупция	Налоги	Цена кредита → доступность
Малый и средний	Высокая	Ощутимая	Высокие	Высокая → ограниченная
Большой дома	Высокая	Преодолимая или захват	Высокие, меняются	Довольно высокая → недостаточная
Большой вовне	Низкая	Низкая	Высокие, стабильные	Низкая → достаточная
Иностраный при ввозе	Очень высокая	Проблема	Высокие	Низкая → с учетом рисков
Инфраструктура дома	Низкая	Высокая	Высокие	Довольно высокая → ограниченная

ный — может оказаться как объектом административной коррупции 2, так и субъектом захвата государства⁹. Доступ к кредиту для российского крупного бизнеса, если возникают проблемы внутри страны, обеспечивается и на евторынках, что вряд ли возможно для малого. Таблица указывает на несовпадение интересов разных групп бизнеса, что обуславливает необходимость учитывать эту специфику в инвестиционной политике.

Отсутствие последовательной инвестиционной политики в прошлые годы свидетельствует о том, что в России де-факто реализовывался сценарий развития «Инерция». В то же время огосударствление ряда крупных компаний и отраслей экономики означает скорее переход к осуществлению сценария «Мобилизация». Только сейчас, после огромной потери времени и многократной перепродажи приватизированных активов, наблюдаются признаки определенного улучшения ситуации в инвестиционной сфере. Потеряно время и эффективными собственниками, которые будут осуществлять накопление в дальнейшем. Ими часто оказываются вторые-третьи хозяева и на десятилетие позже. Но если мы хотим двигаться в направлении сценария «Модернизация», требуются меры по комплексному изменению характера корпоративного контроля и улучшению правового и делового климата в стране.

Структура накопления и накопленные проблемы

В 2007 г. величина капиталовложений в России возросла примерно на 20%. До этого в течение семи лет экономического подъема они также росли быстрее динамики ВВП (в среднем на 10—11% ежегодно), но от столь низкого уровня, что их объем все еще далек от предкризисного значения. Норма накопления впервые достигла нормального (для большинства стран) показателя — 21% (см. табл. 2).

⁹ См.: Григорьев Л., Овчинников М. Коррупция как препятствие модернизации (*институциональный подход*) // Вопросы экономики. 2008. № 2.

**Основные показатели инвестиционных процессов
в экономике России, 2000—2007 г. (млрд руб.)**

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007*
ВВП (трлн руб.)	7,3	8,9	10,8	13,2	17,0	21,6	26,9	33,0
Валовое накопление основного капитала	1232	1689	1939	2432	3131	3837	4957	6940
Инвестиции в основной капитал	1165	1505	1762	2186	2865	3611	4581	6385
Иностранные инвестиции	308	416	620	911	1167	1517	1498	2813
Прямые иностранные инвестиции	125	116	125	208	271	370	372	639
Кредиты и долговые ценные бумаги	256	349	520	747	922	1189	1141	2081
<i>Справочно, % ВВП</i>								
Валовое накопление основного капитала	16,9	18,9	17,9	18,4	18,4	17,7	18,4	21,0
Сбережения	34,2	31,1	31,9	33,1	33,8	34,5	34,2	34,2
Иностранные инвестиции	4,2	4,7	5,7	6,9	6,8	7,0	5,6	8,5
Прямые иностранные инвестиции	1,7	1,3	1,2	1,6	1,6	1,7	1,4	1,9

*Оценка.

Источники: ФСГС; оценки ИЭФ.

Но в странах Центральной и Восточной Европы на него вышли 10 лет назад. Условий для интенсификации инвестиционного процесса в стране раньше не было — потеря времени оборачивается большей нагрузкой на текущие вложения в целях как обновления, так и развития производственных фондов, инфраструктуры и человеческого (управленческого) капитала.

И инвесторы, и наблюдатели согласны с тем, что в России сложился не очень благоприятный инвестиционный климат. Из этого можно сделать два вывода. Первый состоит в том, что вопреки тяжелейшему кризису либерализация коммерческой деятельности освободила экономику от плановой «смирительной рубашки» и удержала накопление на уровне выше 16% ВВП (в СНГ есть примеры и хуже). Второй вывод: если полтора десятилетия нет инвестиционного бума, то, значит, не сформировалась связка «корпоративный контроль — конкурентная среда». При этом инвестиционный процесс шел в естественных рамках, что позволяло расширять применение все более «нормальных» методов экономического анализа¹⁰.

При изучении нынешнего и будущего состояния инвестиционного процесса в стране большую роль играют факторы структурных сдвигов и времени. Всякий кризис рыночного хозяйства в течение нескольких лет приводит к переоценке спроса и рыночной эффективности, перераспределению ресурсов. В условиях сравнительно небольших изменений последующий рост носит восстановительный характер — загружаются свободные мощности. Как показал мировой кризис середины 1970-х

¹⁰ См.: Инвестиционное поведение российских предприятий // Научные труды ИЭПП. №-65Р. 2003.

годов, при резком сломе ценовых показателей происходит структурный кризис. После этого экономический рост идет уже в рамках новой структуры спроса, загрузка старых мощностей крайне неравномерна, капиталовложения направляются в иные отрасли и регионы. Такой рост восстановительным считать нельзя. Естественно, столь же сильные эффекты наблюдаются в ходе трансформационного кризиса, тем более что открытие российской экономики и изменение относительных цен в ней были намного более глубокими, чем в рыночном хозяйстве при повышении цен на нефть в 1974—1985 гг.

При затяжном кризисе фактор времени начинает играть самостоятельную роль. Продолжительность кризиса в России существенно отразилась на ее развитии. На старте трансформации она отставала от развитых демократий по большому числу параметров и к тому же должна была нести дополнительные издержки переходного периода. Но масштабы таких издержек и тяжесть последствий кризиса, как и социальные издержки и потери человеческого капитала, сказались на ходе трансформационных процессов. Накопившаяся за 15 лет потребность во вложениях в воспроизводство основных фондов требует немедленных решений и поиска соответствующих институциональных форм. В первую очередь это относится к стареющим инфраструктурным отраслям, нарастающей угрозе отказа инженерных сетей, перерыву в воспроизводстве машиностроительной базы¹¹. Если инвестиционный климат так плох, что не обеспечивает жизненно важных капиталовложений, то их все равно нельзя отложить до его улучшения.

Отраслевая направленность инвестиций в отсутствие какой-либо ясной промышленной политики оказалась вполне стихийной. В ней проявились — в условиях «раннего» российского капитализма — основные рыночные факторы: сбыт и прибыль¹². Разумеется, в постсоветский период инвестиции шли именно в те отрасли, которые оставались недоинвестированными при плановом хозяйстве, — транспорт, связь и торговлю (23,5% в 2006 г.), а также в строительство и недвижимость (19,6%).

Выручка предприятий соответствующих отраслей отражает фактическую структуру рынка, определяющую направления инвестиций, во всяком случае из собственных средств. Государственные (безвозвратные) средства можно вкладывать в расчете и на более отдаленные эффекты.

Выручка крупных и средних предприятий выросла в 2005—2007 гг. с 952 млрд до 1619 млрд долл. В 2007 г. нефтегазовый комплекс заработал 193 млрд долл., но значительный объем доходов был реализован через оптовую торговлю, выручка которой достигла 350 млрд долл. Машиностроение (109 млрд долл. в 2007 г.) по-прежнему уступает и розничной торговле (112 млрд), и металлургии с транспортом (по 127 млрд долл.). Еще хуже положение в сельском хозяйстве и пищевой промышленности: их выручка составила соответственно 25 млрд и 69 млрд долл.

¹¹ См., например: *Белусов А. Р.* Эволюция системы воспроизводства российской экономики. М., 2006. С. 71.

¹² В этом смысле 2000—2007 гг. стали фактически чистым экспериментом по развитию региональной и отраслевой структуры экономики при отсутствии сколько-нибудь выраженной промышленной и региональной политики.

**Рентабельность продаж крупных и средних предприятий,
2005—2007 гг. (в %)**

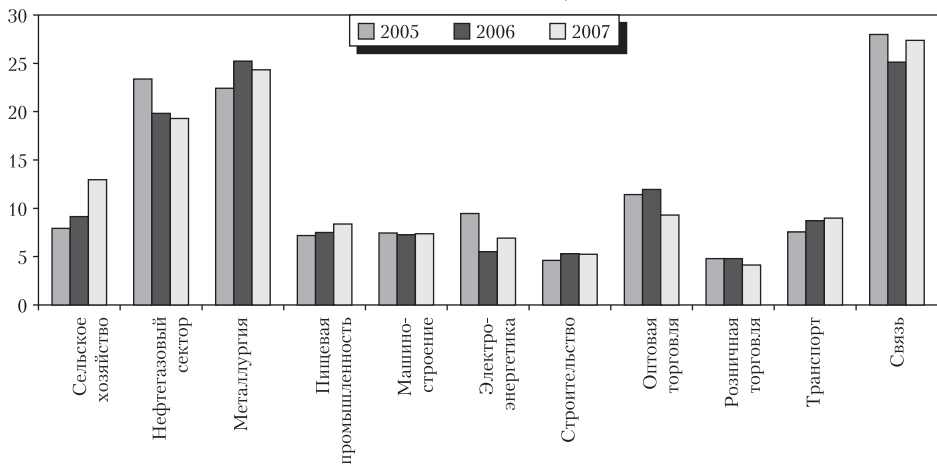


Рис. 2

Прибыльность предприятий в российской экономике более высокая в тех же отраслях и, разумеется, в связи, торговле, а также в экспортных секторах — нефтегазовом и металлургическом, которые поддерживают и усиливают проявление симптомов «голландской болезни» (см. рис. 2).

В настоящее время инвестиционный процесс в России формируется под влиянием объективных условий спроса и структуры активов, рентабельности бизнеса (см. табл. 3). При больших вложениях в отрасли с короткими инвестиционными циклами и высокой рентабельностью сложился, по существу, сценарий «Инерция», в рамках которого крупные инвестиционные проекты могли осуществлять только госкомпании и Всемирный банк (более эффективная разновидность государственного финансирования).

Наука и машиностроение по-прежнему вкладывают намного меньше, чем необходимо. Им трудно как занимать, так и финансировать инвестиции за счет собственных средств. Эти отрасли, наиболее пострадавшие в ходе кризиса, не могут выкарабкаться из инвестиционной «ямы» из-за недостаточного спроса на свою продукцию, потери рынков и кадров и финансовых проблем¹³. Постепенный рост жилищного строительства был неизбежен в стране с относительно низкой обеспеченностью населения жильем (около 20 кв. м на человека). Реализация инфраструктурных проектов тормозится в силу того, что предполагает отвлечение огромных средств при сравнительно низкой норме рентабельности. Несмотря на появление национальных проектов и новых региональных и отраслевых стратегий, страна так и не сумела решить проблему резкой активизации инвестиционной деятельности: абсолютные объемы капиталовложений остаются относительно невысокими, немало важнейших отраслей находятся на «голодном инвестиционном пайке». Такая ситуация толкает Россию от сценария «Инерция» к сценарию «Мобилизация» — быстрым массированным

¹³ См.: Григорьев Л. М., Гурвич Е. Т. Указ. соч.

**Структура инвестиций в сектора экономики
по крупным и средним компаниям, 2005—2007 гг. (млрд долл.)**

	2005	2006	2007	
			оценка	% к итогу
Всего	95	130	192	100,0
Сельское хозяйство	3	5	8	4,1
Лесное хозяйство	1	1	1	0,7
Рыболовство, рыбоводство	0	0	0	0,1
Промышленность	37	53	77	40,2
добыча полезных ископаемых	16	26	36	18,9
угольная	1	1	2	1,1
нефтегазовая	13	22	31	16,3
горнорудная	2	2	3	1,6
обрабатывающая	16	21	29	15,1
пищевая	3	3	5	2,4
легкая	0	0	0	0,1
лесная, деревообрабатывающая, целлюлозно-бумажная и полиграфическая	1	1	2	0,9
химическая и нефтехимическая	2	3	4	2,1
нефтепереработка	2	2	3	1,5
промышленность строительных материалов	1	2	3	1,6
металлургия	5	6	7	3,9
машиностроение	2	3	5	2,4
прочее	0	0	0	0,2
производство и распределение электроэнергии, газа и воды	5	6	12	6,1
электроэнергетика	1	1	1	0,7
Строительство	6	9	16	8,1
Торговля	3	4	6	3,2
Транспорт	13	16	19	9,9
Связь	6	7	8	4,2
Финансовое посредничество	2	2	3	1,8
Услуги в области права, бухгалтерского учета и аудита; консультации по вопросам коммерческой деятельности и управления предприятием	7	8	14	7,2
Деятельность в области архитектуры, инженерно-техническое проектирование; геолого-разведочные и геофизические работы и т. д.	7	9	13	6,7
Здравоохранение и образование	1	2	4	2,0
Прочее (государственное управление и обеспечение военной безопасности, предоставление прочих коммунальных, социальных и персональных услуг)	10	14	23	11,9

Источники: ФСГС; оценки ИЭФ.

вложениям «любой ценой», включая использование финансовых ресурсов бюджета. В существующих программных документах рост нормы накопления предполагается очень значительным: с 21 до 31% ВВП в год. Но пока вложения в собственно модернизацию еще весьма ограничены — больше планируется инвестировать в инфраструктуру, что может создать проблемы для ресурсного обеспечения одновременного строительства многих объектов.

Финансовый сектор: иллюзия адекватности

Как показали результаты ряда исследований, в том числе Всемирного банка, масштабы и роль внешнего кредита оказывают большое влияние на экономический рост¹⁴. На ранней стадии развития в сложных правовых условиях банковский сектор способен функционировать благодаря тому, что банкиры хорошо знают клиентов. При больших масштабах экономики возникает потребность в более долгосрочном и значительном капитале. Это предполагает существенное улучшение контрактного права, совершенствование надзора и регулирования, общее укрепление правовой среды. Важнейшим фактором финансирования становятся долговые долгосрочные инструменты.

Однако в России сроки кредита остаются небольшими (около 2 лет даже для облигаций). Наша страна экспортирует прямой («длинный») капитал и импортирует портфельный — «короткий». Но мощностъ отечественной банковской системы все еще слабая: многие крупные займы российских компаний (в частности, в энергетическом секторе) не могли быть профинансированы на внутреннем рынке, во всяком случае банками. Быстрый рост активов скрывает потерянные годы и до недавнего времени создавал иллюзию адекватности банковской системы.

В России восстановление и рост финансовых институтов и рынков после кризиса 1998 г. были хотя и значительными, но недостаточными. Даже рост банковского капитала в 2007 г. на 57% и активов — на 44% надо оценивать осторожно. Сложилась парадоксальная ситуация: все регуляторы финансовых рынков докладывают об успехах в соответствующих секторах; одновременно страна с огромным экспортом капитала (размещение за рубежом накопленных международных резервов ЦБ и средств бывшего Стабфонда, а также прямые иностранные инвестиции российского бизнеса, что само по себе полезно¹⁵) заимствует все большие объемы средств из-за рубежа. В 2007 г. впервые возник чистый импорт капитала, что, правда, стало фактором ускорения накопления. Российская финансовая система уникальна: вряд ли можно найти другой пример попытки масштабной модернизации, которая сопровождалась бы экспортом капитала в фазе подъема на уровне 10 п. п. ВВП.

В течение нескольких лет сформировалась обоюдовыгодная система финансирования: развитые страны с низкими инфляцией и ставками кредитуют нашу экономику с более высокими темпами роста и инфляцией. Она позволяла западным финансовым институтам повышать норму доходности для своих инвесторов. В России она дала возможность денежным властям накапливать рекордные валютные резервы и при этом полагать, что финансовый сектор способен удовлетворять растущие потребности экономики в кредитных ресурсах. Даже после 8-летнего экономического подъема нельзя говорить о зрелости финан-

¹⁴ Григорьев Л. М., Гурвич Е. Т., Саватюгин А. Л. Финансовая система и экономическое развитие // МЭиМО. 2003. № 7; Григорьев Л. М. Современное состояние развития финансовых рынков в России // Финансовая система России и экономический рост: Научные доклады. Вып. 173. М.: МОНФ, 2006. (Серия «Независимый экономический анализ»).

¹⁵ См.: Хейфец Б. Внешний сектор российской экономики // Вопросы экономики. 2007. № 11.

совой системы страны. Наблюдаются очевидные признаки серьезных проблем в финансировании капиталовложений: высокие процентные ставки для некоторых видов бизнеса; короткие сроки облигационных займов; недостаточная ликвидность на биржах.

Практически все годы экономического подъема государство выкупало (и выкупило) свой внешний долг, но было вынуждено оставить евробонды на рынке, в том числе и потому, что иначе пенсионным фондам некуда было бы вкладывать средства. Незначительные объемы внутренних корпоративных и муниципальных облигационных займов в быстро растущей экономике свидетельствуют не о низкой потребности в долгосрочном финансировании, а об отсутствии соответствующих институциональных условий. Планы увеличить внутренний рынок корпоративных облигаций в период до 2020 г. с 3,3 до 22–25% ВВП («КДР» от 12 марта 2008 г. — сайт МЭРТ) тем более будет трудно (хотя это и правильно) реализовать, поскольку раньше его развитию уделялось недостаточное внимание. Наконец, в отличие от личных доходов в долларах, которые могут увеличиваться за счет укрепления рубля, в данном случае показатель, составляющий $\frac{1}{4}$ ВВП, должен быть достигнут относительно номинального объема быстро растущего ВВП.

Как показывают данные таблицы 4, хотя доля внешнего финансирования в экономике увеличивается, говорить об успешности финансового посредничества еще преждевременно с учетом более высокой цены кредита и коротких сроков займов. Особенно заметно увеличение доли банковских займов при снижении облигационных в 2006 г., хотя в ходе длительного подъема картина должна быть противоположной. В накоплении велика доля бюджетных средств — около $\frac{1}{5}$, как и прибыли и амортизации; по-прежнему сохраняется доминирование самофинансирования и государственных средств по сравнению с заемными источниками.

Т а б л и ц а 4

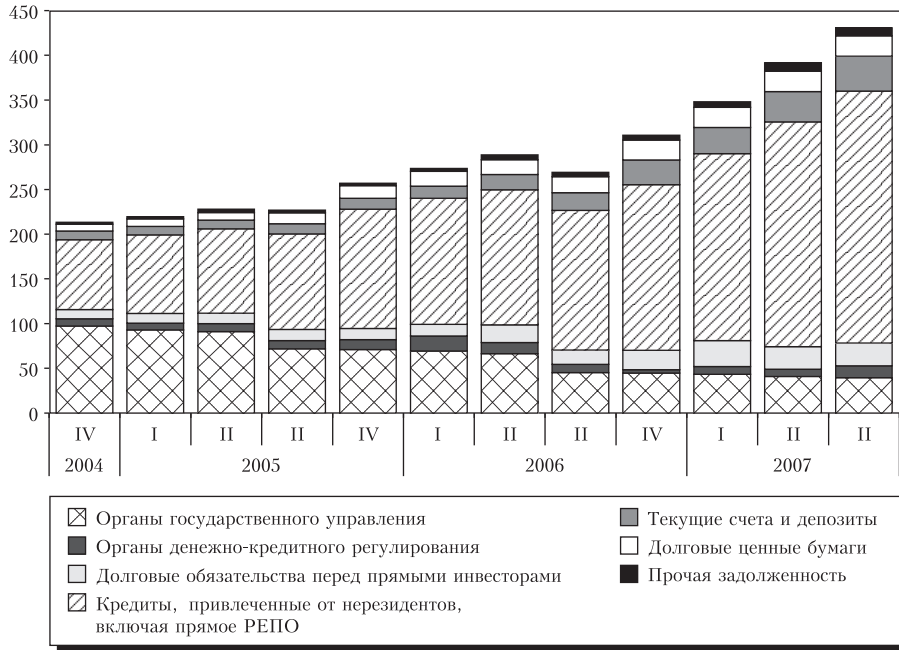
Структура финансирования инвестиций в основной капитал по крупным и средним предприятиям, 2000—2006 гг.

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Всего, млрд руб.	1054	1336	1456	1825	2247	2893	3802
Всего, %	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
Собственные средства	47,5	49,4	45,0	45,2	45,4	44,5	42,1
прибыль	23,4	23,9	19,1	17,8	19,2	20,3	19,9
амортизация	18,1	18,5	21,9	24,2	22,8	20,9	19,1
Привлеченные средства	52,5	50,6	55,0	54,8	54,6	55,5	57,9
кредиты банков	2,9	4,4	5,9	6,4	7,9	8,1	9,6
кредиты иностранных банков	0,6	0,9	0,9	1,2	1,1	1,0	1,6
заемные средства других организаций	7,2	4,9	6,5	6,8	7,3	5,9	6,0
бюджетные средства	22,0	20,4	19,9	19,6	17,8	20,4	20,2
прочие,	15,6	18,3	20,4	21,1	20,8	20,5	21,7
в том числе:							
средства от выпуска корпоративных облигаций	0,1	0,2	0,2	0,3	0,0
средства от эмиссии акций	0,5	0,1	0,4	0,3	0,2	3,1	2,3

Источник: ФСТС.

В 2001–2007 гг. норма национальных сбережений составляла 33–35% к ВВП, а норма накопления выросла лишь с 16 до 21%. В 2007 г. вывоз капитала осуществлялся в прежних крупных размерах при огромном ввозе портфельного капитала. Особенно быстро увеличивается именно корпоративная задолженность, которую в значительной мере придется еще и рефинансировать в течение 2008 г. при ухудшающейся внешней обстановке (см. рис. 3).

Внешний долг России по типам, 2004–2007 гг. (млрд долл.)



Источник: ЦБ РФ.

Рис. 3

Нарастающие с августа 2007 г. потрясения на западных финансовых рынках выявили иллюзорность адекватности российской финансовой системы долгосрочным потребностям страны: «машина» по заимствованию относительно дешевого и долгосрочного внешнего портфельного капитала практически остановилась. Уменьшение притока средств требует перестройки всей модели накопления в стране. Предоставление больших объемов ликвидности ЦБ и Минфином (через госкорпорации) страхует финансовый сектор от кризиса, но не решает задачу удовлетворения долгосрочных потребностей экономики. Важно разделять антикризисные меры и меры по долгосрочному развитию экономики.

Реакция российских государственных органов на возникшие в связи с мировым финансовым кризисом проблемы, по сути, свелись к двум мерам:

- предоставление ликвидности и расширение механизмов рефинансирования со стороны ЦБ (октябрь 2007 г.);
- ускоренная капитализация государственных корпораций (декабрь 2007 г.).

Эти меры предотвратили возникновение критических ситуаций с текущей платежеспособностью, но не сняли ограничений, связанных с резко суженным ка-

налом получения доступного внешнего финансирования. С августа 2007 г. не было осуществлено ни одного выпуска еврооблигаций российских эмитентов. В условиях необходимости рефинансирования большого корпоративного внешнего долга (378 млрд долл. по состоянию на 1 октября 2007 г.) это требует серьезной корректировки инвестиционных планов российских компаний. Впрочем, признаком качественной слабости финансового сектора является именно отсутствие венчурного финансирования и пяти-семилетнего облигационного корпоративного рынка, важных для обеспечения вложений в отрасли, осуществляющие модернизацию.

Очевидно, здесь мы имеем дело со сценарием «Инерция» в период после краха 1998 г., в котором решение стратегических вопросов финансирования долгосрочного роста было отложено, тем более что действующие кредитные институты стремились прежде всего обеспечить собственное развитие. Интересы «сильных» финансового сектора достаточно просты: повышение роли ведущих банков (особенно государственных) вместо расширения конкуренции; ограничение угрозы извне (что нашло свое отражение в принятых условиях вступления в ВТО). Вопрос о переориентации источников финансирования с внешних на внутренние, который ставится частным сектором перед правительством, вызывает естественные опасения ЦБ и Минфина. Они связаны с угрозой роста инфляции, спорной рациональностью масштабного кредитования бизнеса. Задержка в развитии частного финансового сектора в данном сценарии наряду с мировым финансовым кризисом подталкивает экономические ведомства к решению проблем на основе вливания бюджетных средств, что соответствует сценарию «Мобилизация». Переход к сценарию «Модернизация» предполагает стимулирование капитализации банков, более широкий доступ к кредиту малого бизнеса, системный подход к модернизации самого финансового сектора.

Государственные инвестиции — «временное решение» навсегда?

Сильный износ производственных фондов, ненадежность инфраструктурных сетей, низкий уровень развития образования и здравоохранения, проблемы в пенсионной системе, нарастающая глобальная конкуренция — все это свидетельствует о необходимости глубокой модернизации российской экономики и социальной сферы, что требует соответствующих капиталовложений. К сожалению, создание и отлаживание институтов и инструментов развития и решения инфраструктурных проблем стали приоритетом только в последние годы, хотя уже давно было ясно, что в стране накапливаются проблемы, особенно инфраструктурные, которые после 15 лет инвестиционной «ямы» частный бизнес не скоро будет способен решать самостоятельно¹⁶.

В сложившейся структуре капиталовложений, как уже упоминалось, доминирует самофинансирование, а в кредитных ресурсах — растет роль импорта капитала. Использование новых бюджетных доходов

¹⁶ Гриворьев Л. М. Накопление и проблемы модернизации // 1000 лучших предприятий. Промышленность России: рынки, отрасли, регионы. М., 2003.

для решения накопившихся проблем выглядит естественным, но требует пристального внимания к формам и эффективности таких расходов. При прочих равных условиях предпочтительнее предоставлять государственные средства на возвратной основе, в рамках государственно-частного партнерства, максимально опираясь на эффективное управление в рамках частного сектора. В таблице 5 показано (хотя для ее полного заполнения нет статистики), как примерно должно выглядеть аналитическое представление будущего распределения инвестиций. На базе таких данных (с разворачиванием по крупным отраслям и пр.) можно было бы решать вопрос о том, какие именно экономические агенты и на чьи средства будут реализовывать планы огромного увеличения объема накопления в ближайшие десятилетия.

Т а б л и ц а 5

**Инвестиции в основной капитал
по источникам финансирования и субъектам, 2006 г.**

	Корпоративный сектор	Компании с иностранным участием	Государство	Прочие	Итого, %
Собственные средства					42,1
Банковские и иные займы, выпуск акций					17,9
Бюджетные средства	Госсредства		Госкомпании		20,2
Итого, млрд руб.	2798	791	982	5	4580/80,2

Источник: ФСГС.

Финансовые потрясения 2007–2008 гг. немедленно сказались на условиях внутреннего финансирования и вызвали повышенный интерес бизнеса к резервным фондам Минфина и средствам ЦБ. В то же время области и республики, отраслевые компании утверждают в соответствующих министерствах и правительственных комиссиях амбициозные инвестиционные программы¹⁷. Сумма затребованных ресурсов корреспондирует скорее с нереализованными потребностями страны, чем с доступными объемами средств. В большинстве случаев речь идет о привлечении ресурсов правительственных фондов. В результате мы вскоре столкнемся с невозможностью одновременного финансирования и строительства капиталоемких проектов по всей стране, особенно в Сибири и Дальнем Востоке, при нехватке квалифицированных кадров.

В условиях объективно существующих жестких бюджетных ограничений — даже при высоких нефтяных доходах — вопрос о способах реализации программ развития становится критическим. В развитых рыночных экономиках доля государственных инвестиций опустилась до 3–4% ВВП, а в России она еще ниже. Поэтому, говоря о правительственных планах увеличения нормы накопления с 21 до 31% ВВП в течение нескольких лет, надо иметь в виду, что, скорее всего, лишь несколько пунктов этого прироста удастся возложить на государство. Основной вклад придется делать частному сектору, который должен

¹⁷ Часто для этого используются старые советские планы размещения объектов, хотя характер развития изменился, а необходимых людских, финансовых и иных ресурсов не хватает (цемент, пропускная способность дорог и пр.).

либо заработать, либо взять в долг необходимые ресурсы, подготовить эффективные проекты и принять коммерческие (и политические — тихой экспроприации) риски, причем на пять—семь лет.

Важно не только определить источники финансирования, но и рационально использовать государственные средства в условиях высокой коррупции, неудач ФЦП прошлых лет и т. п. В частности, ключевой вопрос — выбор между государственными финансовыми ресурсами, управляемыми частным или смешанным бизнесом, и прямым хозяйствованием государственных компаний¹⁸. Разумеется, корпорация под контролем государства более предпочтительна, чем безвозмездное финансирование, предоставляющее широкое поле деятельности для лоббистов и коррупционеров.

Выбор не только пути массированного инвестирования, но и его форм определяет систему коалиций в пользу тех или иных решений, программ и проектов. Ясно, что крупные частные компании заинтересованы в предсказуемом создании производственной и социальной инфраструктуры на государственные средства для ее использования при развитии своего бизнеса. Относительно бедные регионы пытаются одновременно привлечь и федеральные ведомства, и компании (частные и государственные) к массированному финансированию проектов на своей территории, при этом политический лоббизм нередко побеждает рациональные соображения. Бюрократические элементы правительства по разным причинам пытаются увеличить концентрацию и перераспределение финансовых ресурсов через федеральный центр. Формирование государственных компаний ставит их в выигрышное положение относительно частного бизнеса, поскольку критерии эффективности тех и других различны. В то же время эффективность деятельности госкомпаний, как показывает мировой опыт, обычно невысока.

Приоритеты развития, готовность сконцентрировать достаточные ресурсы на выбранных направлениях зависят не столько от экономического анализа, сколько от целей общества, бизнеса и государства. Государство, естественно, претендует на способность устанавливать приоритеты, хотя практически сделать это в последние полтора десятилетия удается с большим трудом. Правительство не раз демонстрировало неспособность выбрать и энергично задействовать модели реализации даже принятых на политическом уровне решений (например, МЭРТ фактически признал слабую реализацию ФЦП к 2006 г.). В конечном счете именно общество и бизнес должны решить, на какие затраты они готовы пойти и какие нести издержки, чтобы выйти на современный путь развития. Государство располагает сейчас значительными резервами, но понятно, что они совершенно неадекватны масштабам расходов, необходимых для модернизации страны, — основные ресурсы придется создавать по мере реализации программ развития.

Сегодня мы стоим перед выбором: время против стоимости проблемы. Здесь особенно важно понимать, *какие именно экономические агенты будут осуществлять программу модернизации*. Причем она невозможна без создания адекватных институциональных условий.

¹⁸ Проблемы, связанные с деятельностью госкорпораций, рассмотрены в: *Дементьев В. Госкорпорации и стратегия экономического развития России / МШЭ. М., 2008.*

Важно дать возможность частному бизнесу реализовать свой инновационный потенциал в адекватной правовой среде, оставив за государством, госкорпорациями, бюджетным финансированием решение (и то не навечно) тех проблем, которые накопились в течение переходного периода. Это сложнейший маневр, но только так можно обеспечить переход от инерции предыдущих лет к модернизации, имея в виду реальную угрозу масштабной мобилизации ресурсов с ограниченной эффективностью.

Вопрос о будущем месте России в глобальной экономике с учетом ее реальных человеческих и природных ресурсов приобретает новый смысл. Итоги трансформации экономических институтов теперь (после восьми лет экономического подъема) можно оценивать по способности хозяйства к модернизации. Одновременно речь идет о выработке стратегии развития страны (наряду с модернизацией государства) как минимум на поколение, а не на очередной политической цикл.

В известном смысле мы возвращаемся к надеждам на широкую модернизацию, улучшение благосостояния населения и занятие Россией достойного места в мире в третьем тысячелетии. С такой самой общей постановкой согласны все общественные силы страны, но объективно отдельные группы оказываются в положении конкуренции, существенного различия интересов (гражданского общества, бизнеса, государства). Представляется, что Концепция долгосрочного социально-экономического развития страны должна охватывать горизонт не менее чем до 2050 г. и включать отраслевые, региональные и научные стратегии.

Если бы не упущенное время, многие проблемы, в том числе и в сфере накопления и финансирования экономики, можно было бы решать в рамках более спокойных и естественных сценариев. В обозримом периоде инструментарий инновационного пути развития может оказаться и мобилизационным, и модернизационным — грань между ними (особенно на старте) достаточно тонкая, а эффективность в будущем — весьма различная. В 1990 — начале 2000-х годов наблюдалась задержка с проведением серьезных институциональных реформ и укреплением прав собственности, корпоративного контроля, а также развитием финансового сектора — реализовывался сценарий «Инерция», в котором доминируют укоренившиеся группы интересов. Коалицию для модернизации в инвестиционном процессе создать нелегко, поскольку групповые интересы могут отличаться.

Под влиянием накопившихся проблем, внешнего шока и осознания угроз и вызовов глобальной конкуренции встает вопрос о путях выхода из трудной ситуации, будет идти борьба между сторонниками простых и быстрых решений и теми, кто выступает за пусть трудный, но необходимый поиск адекватных институциональных ответов на новые вызовы. Конечно, от сценария «Инерция» проще перейти к сценарию «Мобилизация», чем к «Модернизации», опять проигнорировав институциональные аспекты проблемы. Во второй — предпочтительный — сценарий можно входить только постепенно, привлекая к решению каждой институциональной задачи соответствующих сторонников и опираясь на эффективные механизмы, учитывающие побочные и отдаленные эффекты.