

ПОРТФЕЛЬНОЕ ИНВЕСТИРОВАНИЕ КАК СПОСОБ ФИНАНСИРОВАНИЯ ИННОВАЦИЙ НА РОССИЙСКИХ ПРЕДПРИЯТИЯХ

В статье рассказывается о влиянии портфельного инвестирования на инновационную активность отечественных предприятий. Автор говорит о возможности осуществления инноваций на предприятиях за счет портфельного инвестирования в различные финансовые активы: ценные бумаги, валюту, банковские депозиты.

КЛЮЧЕВЫЕ СЛОВА: портфельные инвестиции, капитал, инновации, эмитенты, ценные бумаги, фондовый рынок

Снижение инновационной активности российских предприятий в последние годы объясняется последствиями мирового экономического кризиса, проявившимися в том числе в сокращении возможностей использования традиционных источников финансирования инноваций. В этих условиях возрастает привлекательность портфельного инвестирования как одного из перспективных способов финансирования инноваций на промышленных предприятиях.

Инвестиции представляют собой расходы на увеличение объема капитала. Их осуществляют с целью получения в будущем прибылей от функционирования этого капитала. В более широком смысле под инвестициями понимают финансовые вложения в любые активы (средства производства, ценные бумаги, валюту) с целью получения дохода. В этой связи наиболее важным представляется деление инвестиций на прямые и портфельные. *Прямые инвестиции* предполагают установление полного контроля над предприятием (покупку контрольного пакета акций) или реализацию инвестиционного проекта в реальном секторе экономики, поэтому многие экономисты



Красильников Олег Юрьевич — д. э. н., профессор кафедры экономической теории и национальной экономики Саратовского государственного университета им. Н.Г. Чернышевского (г. Саратов)

справедливо называют их *производственными*. *Портфельные инвестиции* — это инвестиции в различные финансовые активы главным образом с целью получения дохода в виде потока денежных средств или увеличения их запаса.

Мы считаем, что портфельное инвестирование, представляющее собой упорядоченное воздействие субъектов (портфельных инвесторов и эмитентов) на инвестиционный механизм в целях получения дохода в денежной форме, может быть одним из перспективных способов финансирования инноваций на предприятиях. При этом часть этого дохода может быть направлена на финансирование перспективных инноваций.

Основными субъектами портфельного инвестирования являются инвесторы (владельцы свободного денежного капитала) и эмитенты, осуществляющие выпуск инвестиционных инструментов. Портфельные инвестиции могут также осуществлять частные лица и государство (в процессе формирования резервных фондов), а также общественно-политические и религиозные объединения, благотворительные и иные фонды.

Объектами портфельного инвестирования являются различные финансовые активы: ценные бумаги, валюта, банковские депозиты и др. Особое внимание следует уделить процессу портфельного инвестирования в различные ценные бумаги в силу его большого влияния на экономику в целом и доминирующего положения на рынке портфельных инвестиций.

Из приведенного выше определения можно вывести основные особенности портфельных инвестиций:

- портфельные инвестиции являются более мобильными, чем прямые;
- в сравнении с прямыми портфельные инвестиции, как правило, более краткосрочны;
- в большинстве случаев портфельные инвестиции связаны со стандартизированными (биржевыми) финансовыми инструментами: ценными бумагами, валютой, срочными контрактами;
- портфельные инвестиции составляют значительную часть мирового инвестиционного

капитала; в 2010 г. объем иностранных портфельных инвестиций в российскую экономику составил \$5,47 млрд [4].

Прежде чем приступить к исследованию непосредственного влияния портфельного инвестирования на инновационную активность отечественных предприятий, необходимо рассмотреть его основные особенности и недостатки.

1. Сильная зависимость от западных инвесторов и фондовых рынков. Сосредоточение основных портфельных инвесторов в столичных регионах, фрагментарность, отсутствие горизонтальных (межрегиональных) связей. Низкая активность отечественных индивидуальных инвесторов. Все это говорит о том, что гармоничное инвестиционное пространство в нашей стране до сих пор не создано.

2. Диспропорция портфельного инвестирования. Наибольшая доля портфельных инвестиций приходится на акции крупнейших предприятий и государственные ценные бумаги. По этой причине имеют место попытки государства финансировать дефицит бюджета за счет облигационных заимствований (ГКО). При этом выпуски корпоративных облигаций и инвестиции в них незначительны по объему. Незрелость срочного рынка и, как следствие, снижение способности управлять рисками не позволяют осуществлять ценообразование на акции ведущих российских эмитентов через механизм хеджирования.

3. Развитию портфельного инвестирования препятствуют низкая капитализация и низкая ликвидность российского финансового рынка. Так, среднесуточный оборот по ценным бумагам на основной торговой площадке — Московской межбанковской валютной бирже (ММВБ) — не превышает \$1,5 млрд [2]. При этом в биржевых торгах участвует узкая группа ценных бумаг — так называемые «голубые фишки», число которых не превышает двух десятков.

4. Отсутствие механизма честного и справедливого ценообразования, возможность манипулирования ценами акций крупнейших российских эмитентов за счет воздействия на рынок

небольшими (до \$10–20 млн) объемами денежных средств.

5. Недостаточная заинтересованность эмитентов в выходе на открытый рынок капиталов. В основном это связано с отсутствием стимулов к привлечению инвестиций на рыночных условиях, а также с непониманием возможностей портфельного инвестирования по привлечению свободного капитала и с неумением самостоятельно подготовиться к выходу на рынок.

6. Незрелость инфраструктуры портфельного инвестирования, которая характеризуется малым количеством профессиональных посредников — брокерских и дилерских компаний, депозитариев и фондовых бирж, особенно на региональном уровне. Слабая материально-техническая база, прежде всего это касается средств связи и телекоммуникаций.

7. Институциональная неформальность. До сих пор отсутствует законодательство о защите портфельных инвестиций.

8. Отсутствие продуманной государственной политики привлечения портфельных инвестиций (в том числе иностранных), а также стратегии развития рынка ценных бумаг в целом. В настоящее время существует прямо противоположная тенденция: организованная торговля российскими ценными бумагами переносится в другие страны, где для этого создается специальная инфраструктура.

9. Информационная замкнутость региональных портфельных инвесторов по причине неразвитости единой компьютерной базы по региональным ценным бумагам и отсутствия местных систем электронной торговли.

10. Предыдущие пункты объясняют высокую степень специфических (в первую очередь политических) инвестиционных рисков, присущих российскому рынку портфельных инвестиций. Инвестиционный климат неблагоприятен, отсутствует отлаженная система страхования инвестиционных рисков.

Перечисленные факторы обуславливают кризис доверия к портфельным инвестициям со

стороны частных и институциональных инвесторов. Однако перспективность развития портфельного инвестирования как способа финансирования инноваций не подлежит сомнению, и для этого существует ряд предпосылок.

■ Имеется значительный объем потенциальных инвестиционных ресурсов населения и предприятий. Так, валовые сбережения российского населения по данным на 2009 г. составляли 46% доходов федерального бюджета [3]. По мнению известного экономиста Эрнандо де Сото, «даже в самых бедных странах у бедняков есть сбережения. И объем этих сбережений грандиозен — в 40 раз больше, чем вся сумма иностранной помощи, предоставленной миру после 1945 г.» [1].

■ В процессе приватизации создано огромное количество открытых акционерных обществ, многие из которых способны выйти на рынок в качестве крупных эмитентов. В случае реализации мер по снижению риска и привлечению инвестиций на предприятия объем эмиссий их ценных бумаг может составить значительную сумму. Часть привлеченных средств может быть направлена на финансирование перспективных инноваций.

■ Имеются квалифицированные кадры, подготовленные еще до кризиса 2008–2009 гг. и в настоящий момент оказавшиеся не у дел. Созданы торговые системы, расчетно-депозитарная и регистрационная инфраструктуры, которые действуют в национальном масштабе и в технологическом отношении соответствуют мировым стандартам. Профессиональные участники фондового рынка способны быстро увеличить операционную активность, обладают высоким потенциалом расширения услуг, они неоднократно демонстрировали это в периоды роста рынка. Инвестиционный рынок России отличается невысоким уровнем криминализации, а дисциплина исполнения обязательств весьма высока в сравнении с другими секторами российской экономики и финансового рынка. На рынке портфельных инвестиций активно применяются передовые технологии, связанные с внедрением новых систем связи и информатизации. В регионах созданы основные

элементы инфраструктуры: инвестиционные компании и депозитарии.

■ Существуют возможности создания единого информационного пространства на базе Интернета и уже имеющихся центральных и региональных сетевых центров и агентств.

Управление портфельным инвестированием в целях финансирования инноваций предполагает сознательное обеспечение прилива капитала к местам его необходимого приложения. Одновременно данный процесс ведет к оттоку капитала из тех отраслей производства, где имеет место снижение инновационной активности. Механизм подобного регулирования следующий: внедрение эффективных инноваций обеспечивает рост прибыли производства, в которое и устремляются свободные капиталы, покидая те отрасли, которые в силу своего технологического отставания не способны обеспечить соответствующую норму прибыли. Финансовые инструменты являются тем средством, при помощи которого осуществляется портфельное инвестирование. Они адсорбируют временно свободный капитал, где бы он ни находился, и через куплю-продажу помогают «переложить» его в нужном направлении.

На практике это ведет к тому, что капитал размещается главным образом в производствах, необходимых обществу. В результате возникает оптимальная структура общественного производства: оно начинает соответствовать общественному спросу и общественным потребностям. В этом заключается важное преимущество развития портфельного инвестирования. В общем виде алгоритмизированный механизм финансирования инноваций с помощью портфельного инвестирования изображен на рис. 1.

Данный механизм состоит из двух взаимопереплетающихся цепочек, в центре которых находятся частные и институциональные инвесторы и эмитенты (промышленные предприятия). Ключевыми элементами механизма портфельного инвестирования являются *купля-продажа инвестиционных инструментов и оценка эффективности инноваций*. На каждом из этих этапов разрешается

противоречие интересов инвесторов и эмитентов. В случае согласования интересов заключается сделка купли-продажи инвестиционных инструментов, происходит внедрение эффективных инноваций, увеличение капитализации компании-эмитента и экономики в целом. В случае если указанные инструменты не находят своих покупателей, т.е. норма доходности от внедрения инноваций слишком низка, цепочка портфельного инвестирования разрывается: средства инвесторов направляются на личное потребление или в другие объекты инвестиций (золото, недвижимость, депозиты банков). При этом эмитенты испытывают проблемы, связанные с эмиссией, низкой ликвидностью, снижением капитализации компании и, как следствие, с финансированием инноваций за счет данного источника.

Необходимо отметить, что конструктивное или деструктивное функционирование механизма портфельного инвестирования воспроизводится в каждом новом цикле. В первом случае это, как правило, связано с устойчивым экономическим ростом на фоне прогрессивного развития хозяйственной структуры. Во втором действует целый комплекс негативных тенденций: сужение сферы инвестиционного рынка, падение его ликвидности и капитализации, снижение уровня доверия инвесторов, падение инновационной активности, возникновение структурных диспропорций и деформаций, что в конечном итоге отрицательно отражается на динамике общего экономического развития.

Таким образом, по нашему мнению, нельзя провести четкую грань между портфельными и прямыми инвестициями. Так, с точки зрения инвестора, осуществленные инвестиции являются портфельными, поскольку рассчитаны на увеличение дохода или стоимости активов. Однако, с точки зрения эмитента, если он за счет привлеченных финансовых ресурсов осуществляет эффективные инновации, указанные инвестиции являются прямыми, т.к. они направляются в реальный сектор экономики и увеличивают ее производственный потенциал.

Рис. 1. Алгоритм портфельного инвестирования как способа финансирования инноваций на предприятии



Возможность финансирования инноваций за счет развития портфельного инвестирования схематично показана на рис. 2.

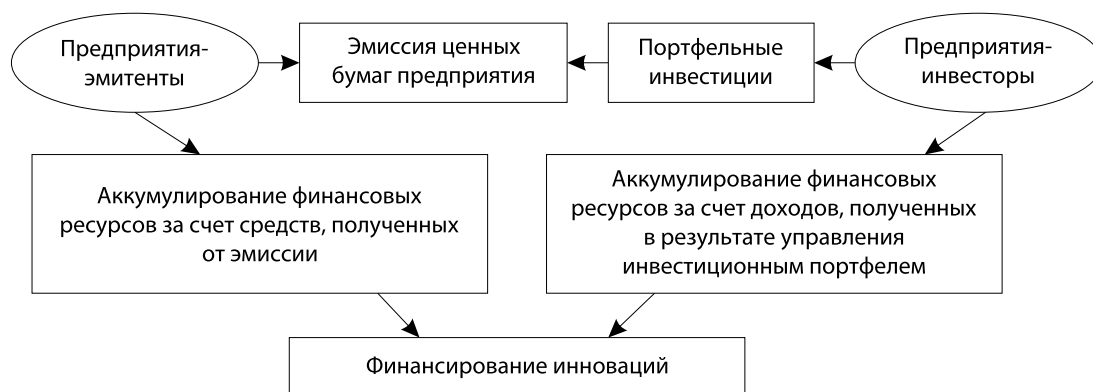
В этом случае денежные средства, полученные в результате выпуска ценных бумаг, направляются предприятием-эмитентом на финансирование инновационных проектов. Предприятия-инвесторы формируют высокоэффективный инвестиционный портфель, доходы от управления которым также используются для финансирования прогрессивных инноваций. Таким образом, возможно согласование интересов инвесторов и эмитентов, использующих полученные средства для

инвестирования в инновации. В основе процесса портфельного инвестирования лежит гибкий механизм трансформации сбережений в инвестиции и далее в эффективные инновации.

По нашему мнению, можно говорить о двойственности процесса портфельного инвестирования: его развитие по-разному влияет на экономическую динамику, все зависит от того, в каком состоянии находится национальная экономика — стабильном или кризисном.

В стабильной экономике действует принцип дополнения, прямые и портфельные инвестиции можно сравнить с сообщающимися сосудами:

Рис. 2. Портфельное инвестирование как способ финансирования инноваций



увеличение портфельных инвестиций ведет к росту прямых, и наоборот. Экономические субъекты с рациональными ожиданиями в случае роста дохода соответствующим образом планируют свои потребительские расходы и сбережения.

В кризисной экономике действует принцип вытеснения: рост портфельных инвестиций приводит к сокращению прямых. Экономические субъекты, ожидая ухудшения ситуации, увеличивают потребительские расходы. Для того чтобы заставить их делать сбережения и осуществлять портфельные инвестиции, приходится увеличивать норму доходности по ним, что в условиях низкой монетизации экономики приводит к оттоку

средств из реального сектора и сокращению прямых инвестиций.

По мере преодоления финансово-экономического кризиса в экономике России должна складываться благоприятная ситуация для развития портфельного инвестирования. Политическая и финансовая стабилизация должна способствовать увеличению объема портфельных инвестиций в российскую экономику. Кроме того, в случае улучшения инвестиционного климата можно рассчитывать на значительный приток иностранных портфельных инвестиций, обладающих потенциалом трансформации в прямые капиталовложения.

ИСТОЧНИКИ

1. Де Сото Э. Загадка капитала. Почему капитализм торжествует на Западе и терпит поражение во всем остальном мире / Пер. с англ. Б. Пинскера. — М.: Олимп-Бизнес, 2004.
2. Официальный сайт биржи ММВБ-РТС. — <http://rts.micex.ru>.
3. Стаценко В.В. Инвестиционные ресурсы российского населения: динамика, структура, перспективы. — http://finlearn.ru/index.php?option=com_fireboard&Itemid=57&func=view&id=669&catid=87.
4. Центральный банк РФ. Платежный баланс и внешний долг Российской Федерации, 2011 год. — http://www.cbr.ru/statistics/credit_statistics/bp.pdf.