

*Ю. СИЗОВ,  
доктор экономических наук,  
Председатель регионального отделения  
ФКЦБ России в Центральном федеральном округе*

## **Государственное стимулирование привлечения частных инвестиций в реальный сектор экономики**

Историческая особенность России, выделяющая ее из числа других стран Евразии, состоит в ее активной позиции относительно развития отечественного производства. На заре европейского предпринимательства, в то время, когда на смену мелким ремесленным мастерским пришли первые относительно крупные частные предприятия, взаимодействие государства с бизнесом обычно ограничивалось налогообложением. В России же (при первом из Романовых – Михаиле) в 1639 г. под Тулой при прямой поддержке государства была основана крупнейшая в Европе компания по эксплуатации «железоделательных и оружейных заводов». Несколько лет спустя учредители компании, не найдя общего языка друг с другом, временно передали все четыре тульских завода в казну. Говоря современным языком, денежные потоки компании подверглись реструктуризации, в результате которой государство (в качестве собственника) получило право устанавливать цены на продукцию заводов, а бывшие учредители – право продавать за границей казенные товары и поставлять казне на вырученную валюту иностранное вооружение, лекарства и шерстяные ткани.

Государственный механизм был использован Петром Великим для проведения радикальных промышленных реформ, направленные на преодоление отставания России от передовых стран Запада. 27 октября 1699 г. Петр I подписал Указ о создании торговых компаний, наделенных различными привилегиями и находящихся под протекцией государства.

Одной из главных функций учрежденного в 1860 г. Государственного банка России являлось кредитование частных торговых и промышленных предприятий. Ускоренные темпы экономического развития России в последней четверти XIX в. требовали огромных денежных средств. Внутри страны их на тот момент не было, так как основная масса населения была бедна и не имела сбережений. Поэтому государство выступило посредником в привлечении иностранных капиталов на цели развития частных отечественных предприятий. Этому способствовала высокая (по европейским меркам) норма доходности (от 4-процентной государственной ренты до 8-8,5% по имущественным закладным). Двукратный диапазон изменения процентной ставки давал возможность государству направленно стимулировать приоритетные направления экономики.

Широкая «рекламная кампания», развернутая российским правительством в Европе, привлекла внимание иностранных инвесторов к богатым природным ресурсам страны и дешевой рабочей силе. Деятельность генерального агента Министерства финансов в Лондоне С.С.Татищева и сейчас может служить образцом грамотного использования масс-медиа в целях лоббирования интересов отечественного промышленного комплекса.

Корпоративные ценные бумаги, выпущенные под гарантии правительства, прежде всего, акции и облигации железных дорог, позволили за неполные тридцать лет на средства преимущественно западных инвесторов создать разветвленную транспортную инфраструктуру на площади, превышающей размеры Европы. Выдача государственных гарантий обуславливалась рядом требований со стороны правительства, в частности, государственным надзором над расходованием привлеченных средств. В целях оптимизации фи-

нансовых потоков с начала 70-х гг. прошлого века российское правительство выпустило и разместило за рубежом ряд «консолидированных» железнодорожных займов. Выручка от них распределялась на конкурсной основе среди частных железнодорожных компаний. К началу 80-х гг. только 5 из 37 железнодорожных компаний не пользовались правительственной гарантией и не являлись должниками казны.

Подобных примеров в российской истории имеется множество. Они свидетельствуют о том, что даже при явном отсутствии коммерческой выгоды государству иногда приходилось идти на поддержку частного бизнеса в целях решения стратегических задач.

К сожалению, российская история содержит не только позитивный опыт «государственного предпринимательства». Государственная поддержка должна не заменять собой отсутствующие бизнес-структуры, а стимулировать развитие наиболее прогрессивных форм бизнеса. Игнорирование этого простого принципа каждый раз приводило к масштабным экономическим потрясениям. Крупнейшим среди них (событием, которое действительно «потрясло мир») является 50-летняя попытка заменить единым государственным плановым хозяйством весь многофункциональный производственный сектор.

Наследием социалистического экономического уклада можно назвать предпринятые в 90-х гг. многократные попытки «поднять» военно-промышленный комплекс и сельское хозяйство за счет льготных государственных кредитов, под которые производились специальные денежные эмиссии. Теперь уже очевидно, что эти кредиты не достигли своей цели – устойчивого оживления спроса в соответствующих отраслях. Однократно «просочившись» через производственные структуры, они лишь вызвали всплеск инфляции, после чего в виде «валютных остатков» осели на зарубежных счетах частных лиц.

Хрестоматийным примером ущербного механизма государственного регулирования в финансовой сфере является так называемая «пирамида ГКО». Построив ее, государство позволило банковской системе уйти от проблем финансирования реального сектора, предложив ей на льготных условиях кредитовать бюджет. В результате сформировался замкнутый саморасширяющийся финансовый контур, который вместо поддержания стабильности банковской системы привел к ее полному краху.

Если проанализировать всю историю экономики (как в России, так и за рубежом), можно заметить, что в отдельных отраслях регулярно проявляются различные деструктивные тенденции. Теневая структура рынка постоянно трансформируется и быстро самоорганизуется, адаптируясь к новациям в законодательстве. Поэтому любая государственная инициатива, касающаяся частного бизнеса, должна проводиться в жизнь осмысленно и с большой осторожностью. Защита общественных интересов в экономике – это не разовая кампания, которая заключается в принятии законодательства, вводящего строгие меры против различного вида правонарушений. Глубинные процессы нельзя остановить, запретив очевидные поверхностные явления, связанные с этими процессами. Образно говоря, создание пассивной преграды на пути прибывающего потока обычно ведет лишь к появлению двух новых потоков по краям плотины.

Гораздо более действенным способом государственного решения экономических проблем является создание стимулов, обеспечивающих рост экономики в полезном для общественных интересов направлении. Правильно выбранные стимулы позволяют преобразовать хаотическую энергию роста в регулярные потоки, генерирующие полезные для национальной экономики продукты. Направленная трансформация экономических процессов позволяет избежать проявления их наиболее негативных сторон.

Само понятие «экономический стимул» предполагает некое льготное предоставление каких-либо ресурсов в направлении от государства частному бизнесу. Эта категория несколько выходит за пределы обычной функции любого государства, связанной с перераспределением общественных благ. В узком смысле функцию перераспределения обыч-

но связывают с изыманием путем налогового механизма части прибыли у успешно функционирующих субъектов экономики с целью распределения, направленного на снижение общественного неравенства. Стимулирование же предполагает дополнительное экономическое поощрение успешно функционирующих субъектов экономики с целью дальнейшего увеличения их потенциала. Иначе говоря, государство намеренно дает возможность более активно развиваться некоторым экономическим субъектам, и лишь затем «включает» обычный механизм перераспределения общественных благ.

Между государством и бизнесом при этом возникает особая форма партнерства. Государство как бы «вкладывает» свои средства в эффективный бизнес, получая в дальнейшем «прибыль» за счет эксплуатации бизнес-процессов. Стимул может иметь также форму налоговых льгот. В последнем случае потери государства от предоставления временных льгот должны компенсироваться многократным увеличением бюджетных поступлений за счет ускоренного развития производства в течение льготного периода.

Наиболее содержательным критерием оценки целевой поддержки бизнесу в данном случае выступает максимальная бюджетно-финансовая эффективность. По каждому из стимулируемых предприятий этот критерий, помимо стандартных критериев экономической эффективности, должен учитывать эффект расширения налоговой базы за счет увеличения объемов производства и создания дополнительных рабочих мест. Показатель, который следует максимизировать, в простейшем случае выражается формулой:

$$K = \frac{\sum_{t=1}^T (\Delta P_{\text{налог}} + P_{\text{проч}})_t}{d^t} \cdot D, \text{ где:}$$

$D$  – совокупный размер бюджетных средств, обеспечивающих в некоторый момент времени ( $t = 0$ ) экономическое стимулирование предприятия. В зависимости от конкретной формы стимулирования эти средства могут включать в себя выданные предприятию бюджетные субвенции и субсидии. Кроме этого здесь должны учитываться возможные текущие потери бюджета из-за предоставленных предприятию налоговых льгот и отсрочек;

$\Delta P_{\text{налог}}$  – приращение потока налоговых платежей, полученное в течение года  $t$  за счет экономического стимулирования предприятия (значение  $t$  меняется от первого года после момента стимулирования до некоторого  $T$ , в течение которого отсроченное влияние стимулирующего фактора начинает ослабевать, так как предприятие обычно привлекает новые внешние инвестиции и реинвестирует собственные ресурсы). В общей массе этих платежей необходимо также учесть отсроченные налоговые выплаты. При расчете величины  $D$  они относились к потерям бюджета, поэтому их возврат в последующие периоды относится к дополнительным бюджетным доходам, получаемым сверх обычных плановых поступлений;

$P_{\text{проч}}$  – суммарный объем прочих (неналоговых) платежей, поступающих в бюджет вследствие экономического стимулирования предприятия в течение года  $t$ . Если государство владеет пакетом акций предприятия, то в эту сумму включаются полученные по акциям дивиденды, возможность выплаты которых стала реальной после экономического стимулирования предприятия. Сюда же следует отнести потенциальный доход в виде роста рыночной стоимости пакета акций. В общем случае в  $P_{\text{проч}}$  включается также возврат выданных государством субвенций (если такая форма стимулирования ранее использовалась) и различные разовые выплаты предприятия на реализацию социальных программ, проходящие через бюджет;

$d$  – годовая ставка дисконта, позволяющая привести потоки будущих платежей к текущему моменту.

Эффективность бюджетной поддержки предприятия зависит от параметров своеобразного бюджетно-финансового «рычага». Если в обычном понимании рычаг характеризуется соотношением заемного и собственного капитала некоторого хозяйственного субъекта, то здесь целесообразно анализировать отношение суммы внешних инвестиций, привлеченных предприятием с помощью бюджетного стимулирования (как заемных, так и капитализируемых), к объемам такого стимулирования:

$$R = \frac{I(D)}{D}, \text{ где:}$$

$I(D)$  – сумма привлеченных предприятием инвестиций, как функция суммы бюджетных средств, обеспечивающих экономическое стимулирование предприятия.

В общем случае бюджетно-финансовая эффективность государственного стимулирования не пропорциональна величине бюджетно-финансового рычага. Нелинейность этой зависимости объясняется тем, что эффективность освоения предприятием инвестиций, как правило, сложным образом зависит от размеров этих инвестиций. Например, она резко падает при недостатке инвестиций, так как вследствие недофинансирования инвестиционных проектов их вывод на планируемую мощность оказывается невозможным. Кроме этого она плавно снижается при переизбытке инвестиционных ресурсов, так как расширение производства всегда ограничивается порогом потребительского спроса.

На практике этой особенностью можно пренебречь, так как после предварительного отбора предприятий для целевого бюджетного стимулирования должны остаться только те инвестиционные проекты, которые при существующих условиях можно реально обеспечить инвестициями в объемах, близких к планиваемым. Поэтому критерий бюджетно-финансового рычага можно использовать при оценке целевой государственной поддержки бизнеса наряду с критерием бюджетно-финансовой эффективности. Критерий рычага гораздо проще в расчетах и требует значительно меньше прогнозных данных, поэтому его целесообразно применять на первых стадиях планирования и отбора предприятий для бюджетного стимулирования. Критерий бюджетно-финансовой эффективности точнее отражает конечную цель всей деятельности по стимулированию предприятий. Поэтому, не смотря на его сложность, окончательное решение о распределении бюджетных средств между предприятиями следует принимать лишь на основе данного критерия.

В отечественной практике уже имеется некоторый опыт государственного стимулирования процессов привлечения частных инвестиций на предприятия. В общем случае, возможны следующие варианты:

- предоставление налоговых льгот и налоговых кредитов;
- предоставление государственных гарантий по кредитным займам, осуществляемым предприятиями;
- компенсация части процентной ставки по банковским кредитам, привлекаемым предприятиями;
- компенсация части расходов на обслуживание корпоративных облигационных займов или части эмиссионных затрат при проведении вторичных эмиссий акций.

В данной статье не рассматриваются государственное дотирование и прямое кредитование инвестиционных программ предприятий, так как бюджет в этом случае фактически замещает собой частных кредиторов и инвесторов, что является «шагом назад», так как ведет к консервации нерыночных механизмов финансирования.

В субъектах Федерации, расположенных на территории Центрального федерального округа, в настоящее время наиболее распространенными являются первые три из вы-

шеперечисленных вариантов государственного стимулирования процессов привлечения частных инвестиций на предприятия.

Государственная поддержка инвестиционных процессов в Ярославской области осуществляется в соответствии с положениями Закона «О государственной поддержке инвестиционной деятельности на территории Ярославской области». На основании этого документа субфедерального уровня государственную поддержку в форме предоставления гарантий инвестору получили 5 предприятий, налоговые льготы – 9. Кроме этого 2 инвестиционных проекта получили прямые инвестиции из государственных источников финансирования, а один – был поддержан в форме участия органов государственной власти Ярославской области в разработке, экспертизе и реализации инвестиционного проекта.

С целью расширения нормативной базы привлечения инвестиций был принят закон Ярославской области № 20-3 от 23 апреля 2001 г. «О стимулировании экономического развития Ярославской области». Он предоставляет возможность юридическим лицам использовать суммы прироста налога на прибыль (в части, поступающей в бюджет субъекта Федерации) в качестве бюджетной субвенции на цели приобретения основных и пополнения оборотных средств, а также на финансирование инвестиционных проектов. Часть средств (15-30% из полученных 80% субвенций) рекомендуется инвестировать в проекты на территории Ярославской области. Несколькими муниципальными образованиями Ярославской области (Ростов, Углич, Гаврилов-Ям, Данилов) были приняты аналогичные решения. В них данный порядок действует и для сумм, поступающих в местный бюджет, т.е. распространяется на всю сумму налога на прибыль, за исключением федеральной части.

В результате Ярославская область добилась существенного прироста производственных инвестиций. В 1-м полугодии 2001 г. на реализацию приоритетных инвестиционных проектов Ярославской области были направлены 227,879 млн. руб., в том числе собственные средства предприятий – 80,473 млн. руб., заемных средств – 147,406 млн. руб. Эти цифры иллюстрируют тот факт, что меры по стимулированию процессов реинвестирования собственных средств предприятий способствуют одновременно привлечению внешних инвестиций. В результате освоения инвестиций поступления от реализации приоритетных инвестиционных проектов в областной бюджет в 1-м полугодии 2001 г. составили 28,244 млн. руб. при «потерях бюджета» на государственную поддержку в форме налоговых льгот в объеме 18,968 млн. руб.

Оценка эффективности бюджетной помощи лишь за одно полугодие (без учета неналоговых потоков) показывает, что на 1 руб. расходов консолидированного бюджета в Ярославской области приходится 3,29 руб. инвестиций, привлеченных на реализацию приоритетных инвестиционных проектов, а также 1,49 руб. выплат в областной бюджет. В результате реализации инвестиционных проектов в 1-м полугодии 2001 г. на предприятиях области было создано 109 новых рабочих мест и сохранено 3506 существующих мест. Кроме этого дополнительные выплаты предприятий во внебюджетные фонды, имеющие социальную значимость, по предварительным оценкам составили 20,721 млн. руб., что в данном случае почти удваивает общую бюджетно-финансовую эффективность.

Формы государственной поддержки инвестиционной деятельности предприятий на территории Ивановской области установлены Законом области № 73-ОЗ от 6 ноября 1998 г. «О государственной поддержке инвестиционной деятельности на территории Ивановской области». Они предусматривают:

- выделение инвестиций из государственных источников финансирования;
- предоставление налоговых льгот участникам инвестиционной деятельности;
- участие органов государственной власти Ивановской области в разработке, экспертизе и реализации целевых программ и отдельных инвестиционных проектов;

- предоставление государственных гарантий за счет средств областного бюджета,
- предоставление отсрочки, рассрочки по уплате налогов и сборов, налогового кредита в части сумм, поступающих в областной бюджет;
- предоставление инвестиционного налогового кредита в части сумм, поступающих в областной бюджет.

Основными формами государственной поддержки инвестиционной деятельности предприятий на территории Ивановской области в 2001 г. являлись субсидирование за счет средств областного бюджета части процентной ставки по банковским кредитам и предоставление инвестиционного налогового кредита. Порядок субсидирования определен Указом губернатора Ивановской области № 134-УГ от 29 мая 2001 г. «О порядке субсидирования в 2001 г. за счет средств областного бюджета части процентной ставки по кредитам, привлекаемым предприятиями и организациями». Также государственная поддержка развития промышленных предприятий регулируется Законом области № 85-ОЗ от 22 декабря 1998 г. «О поддержке инвестиционной деятельности, осуществляемой в форме капитальных вложений, на территории Ивановской области».

В коммерческую часть Государственной инвестиционной программы Ивановской области на 2001 г. было включено 16 проектов, планируемых к финансированию за счет средств областного бюджета (бюджета развития). Общая стоимость проектов оценивалась в 707,9 млн. руб. Восемь проектов запланировано профинансировать на условиях субсидирования ставки по кредитам банков на сумму 5 млн. руб. в размере  $\frac{1}{2}$  ставки рефинансирования ЦБ РФ, один проект – путем предоставления инвестиционного налогового кредита в размере 12 млн. руб.

В Костромской области в соответствии с «Федеральной целевой программой социально-экономического развития Костромской области на период до 2005 г.», утвержденной Постановлением Правительства РФ от 15 декабря 1998 г. № 1500, реализуется ряд проектов, направленных на развитие профилирующих отраслей народного хозяйства области:

- в лесопромышленном комплексе предусмотрено 25 проектов сроком окупаемости от 20 до 48 месяцев, общий объем инвестиций по которым (в ценах 1998 г.) составляет 1 525,75 млн. руб.;
- в топливно-энергетическом комплексе предусмотрено 5 проектов сроком окупаемости от 36 до 87 месяцев, общий объем инвестиций по которым составляет 409,95 млн. руб.;
- среди предприятий легкой промышленности предусмотрено 9 проектов сроком окупаемости от 15 до 48 месяцев, общий объем инвестиций по которым составляет 172,60 млн. руб.;
- в машиностроении предусмотрено 19 проектов сроком окупаемости от 12 до 55 месяцев, общий объем инвестиций по которым составляет 658,92 млн. руб.

С целью привлечения инвестиций на реализацию этих проектов предусматривается полное налоговое освобождение по налогам на прибыль, имущество, земельному налогу, уплачиваемым в областной бюджет; по налогам на прибыль, имущество, содержание жилищного фонда, нужды образовательных учреждений, содержание милиции и благоустройство территорий, земельному налогу, уплачиваемым в местный бюджет; по налогам на пользователей автодорог, приобретение автотранспортных средств, с владельцев автотранспортных средств, уплачиваемым в областной дорожный фонд.

По состоянию на 1 августа 2001 г. в Реестр инвестиционных проектов Костромской области внесено 11 проектов, по которым общая сумма необходимых инвестиционных

средств составляет порядка 275,656 млн. руб., общая сумма налоговых льгот в рамках регионального законодательства – 2,1345 млн. руб., общая сумма налоговых льгот в рамках федерального и регионального законодательства – 9,7274 млн. руб.

Основной формой государственной поддержки инвестиционной деятельности на территории Тульской области определено субсидирование процентной ставки по кредитам, привлекаемым предприятиями и организациями на реализацию инвестиционных проектов, включенных в областную адресную инвестиционную программу на 2001 г. Главными целями государственной поддержки инвестиционной деятельности из средств областного бюджета являются стимулирование инвестиционной активности и привлечение средств отечественных и иностранных инвесторов по ключевым направлениям развития экономики области, увеличение поступления налоговых выплат в областной бюджет от реализации инвестиционных проектов, повышение технического уровня и конкурентоспособности продукции, решение острых социальных проблем.

Критерием отбора инвестиционных проектов для оказания государственной поддержки определена величина дохода, который планирует получить государство в результате реализации проекта.

Для решения поставленных целей администрацией Тульской области были приняты постановления губернатора от 22 февраля 2001 г. № 122 и от 13 августа 2001 г. № 272. По итогам проведенного конкурса, объявленного в августе 2001 г., для включения в адресную программу на 2002 г. было отобрано 28 проектов на сумму бюджетной поддержки в размере 104 млн. руб.

По итогам 2001 г. на 1 руб. предоставленных бюджетом Тульской области субвенций пришлось 17,18 руб. привлеченных заемных средств, а также – 2,69 руб. платежей в областной бюджет. Всего при государственной поддержке здесь реализуется 11 инвестиционных проектов на общую сумму 360,05 млн. руб. Объем предоставленных субсидий составил 10,80 млн. руб., предполагаемое количество вновь создаваемых рабочих мест – 2769. На 2002 г. предусмотрено бюджетное возмещение предприятиям части процентных выплат по 5 проектам, в результате реализации которых будет создано 313 новых рабочих мест, а общий объем финансирования по ним составит 611,23 млн. руб.

Во Владимирской области в настоящее время действуют три программы, предусматривающие привлечение инвестиций в экономику региона:

- «Программа развития Владимирской области на 2000-2003 гг.», включающая в себя раздел «Инвестиционная политика»;
- «Целевая программа привлечения иностранных инвестиций на территорию Владимирской области», принятая постановлением Законодательного собрания области от 25 октября 2000 г. № 330;
- «Областная целевая программа развития экспортной базы и инфраструктуры внешнеэкономической деятельности области на 2001-2005 гг.».

С целью реализации этих целевых программ Владимирская область ежегодно получает около 80 млн. руб. из федерального бюджета. Законом об областном бюджете и целевыми областными программами предусмотрено также ежегодное выделение средств областного бюджета на инвестиционные программы в размере 70 млн. руб. Законодательным собранием принят ряд документов, целью которых является предоставление льготных условий инвесторам, осуществляющим свою деятельность на территории Владимирской области. Основным документом является принятый в 1999 г. областной Закон 27-ОЗ «О дополнительных льготах организациям, реализующим инвестиционные проекты с участием иностранных инвестиций в приоритетных отраслях народного хозяйства». Предусмотренные Законом меры стимулирования распространяются на инвестиционные проек-

ты, реализуемые в соответствии с заключенным администрацией области инвестиционным договором. С целью государственной поддержки развития промышленности применяются налоговые освобождения: по налогу на прибыль, налогу на пользователей автомобильных дорог и налогу на приобретение автотранспортных средств в части, зачисляемой в областной бюджет и территориальный дорожный фонд.

В Москве государственная поддержка предприятий наиболее широко используется в форме финансирования части процентных выплат по коммерческим кредитам. Она в течение 2-х лет активно использовалась Департаментом науки и промышленной политики г. Москвы, и показала высокую эффективность как для бюджета, так и для предприятий и их кредиторов. Только в 2000 г. на эти цели из городского бюджета было выделено 87 млн. рублей, что обеспечило привлечение кредитных ресурсов на сумму около 2 млрд. руб. При этом налоги от получивших государственную поддержку предприятий в бюджеты всех уровней выросли на 979 млн. рублей по сравнению с плановыми показателями. Например, ОАО «Завод детских молочных продуктов» на пополнение оборотных средств привлек банковские кредиты на общую сумму 85 млн. рублей. На компенсацию части процентной ставки по этим кредитам из городского бюджета заводу было выделено лишь 4,4 млн. руб. В конечном же итоге за счет увеличения объемов выпуска и реализации продукции и, как следствие, увеличения налогооблагаемой базы бюджет дополнительно получил 15,3 млн. рублей в виде налоговых отчислений. Аналогичная ситуация наблюдается на ОАО «Московский шинный завод», ОАО «Завод «Компонент», ОАО «Московский жировой комбинат», ОАО «Звездный» и др.

В качестве критерия отбора проектов для оказания бюджетной поддержки использовался прогноз налоговой эффективности, которая должна была более чем в 2 раза превышать компенсационные бюджетные расходы (разницу между реальной процентной ставкой по кредиту и ставкой, которую предприятие может погасить самостоятельно).

Таким образом, можно сделать вывод, что налоговые и кредитные механизмы, как наиболее простые и хорошо освоенные, широко применяются администрациями субъектов Федерации на территории Центрального федерального округа для привлечения инвестиций в реальный сектор экономики.

Однако следует иметь в виду, что привлекаемые предприятиями в последние годы коммерческие кредиты, как правило, относительно невелики и краткосрочны, что позволяет использовать их, главным образом, лишь на пополнение оборотных средств. Особенностью кредитного финансирования является то, что банк становится крупным кредитором организации и вынужден полностью принимать на себя риск невозврата кредита. Так как механизм рефинансирования банковских кредитов достаточно сложен, кредитные инвестиции в России, в целом, не отвечают требованиям финансирования крупных и долгосрочных инвестиционных проектов. По данным ЗАО «Межбанковский финансовый дом», размер большинства кредитов, выданных предприятиям на территории Центрального федерального округа в 2001 г., лежит в диапазоне от 1,5 до 130 млн. руб. Средний срок кредитов составляет около 1 года, а на срок более 3-х лет выдается менее 10% всех средств.

Сроки возврата коммерческого кредита оказываются часто короче временного лага между выдачей кредита и получением результатов от его использования по следующей цепочке: увеличение объема производимой продукции (работ, услуг) → увеличение выручки от реализации продукции (работ, услуг) → увеличение доходов бюджета в виде дополнительного поступления налоговых платежей. Это делает прогнозируемую налоговую эффективность от государственной поддержки таких кредитов заведомо нулевой величиной.

Возможность привлечения долгосрочных инвестиций в России, необходимых для финансирования предприятиями инвестиционных проектов по технологическому пере-

вооружению производства, в этих условиях предоставляют только инструменты рынка ценных бумаг: акции и облигации.

Привлечение инвестиций путем эмиссии акций является бессрочным. На эмитента при этом лишь возлагается необходимость проявлять заботу об инвесторах и поддерживать их интерес к своим акциям за счет периодической выплаты дивидендов и/или увеличения рыночной цены акций. Игнорирование этих вопросов со стороны эмитента постепенно сокращает его потенциальные возможности привлечения внешних инвестиций путем новых эмиссий акций.

Обыкновенные акции предоставляют инвестору право голоса на общих собраниях акционеров, но не гарантируют получение дивидендов. Привилегированные акции не дают права голоса, но гарантируют получение фиксированных дивидендов, в случае невыплаты которых владелец привилегированных акций получает право голоса. Приобретающий акции инвестор может рассчитывать: на получение периодического дохода в виде дивидендов, дохода от продажи в случае роста курсовой стоимости, а также на получение возможности участия в управлении компанией. Последнее обстоятельство делает публичную эмиссию большого объема акций малопривлекательной для большинства эмитентов. В российских условиях перераспределение голосов на общем собрании акционеров обычно ставит под угрозу имущественные интересы крупных акционеров и/или менеджмента, контролирующих денежные потоки компаний. Именно это обстоятельство является сегодня главным тормозом на пути привлечения внешних инвестиций за счет эмиссии акций.

Данный вывод подтверждается официальной статистикой: по открытой подписке за 1997-2001 гг. в 11 субъектах Федерации на территории Центрального федерального округа было размещено 64 выпуска акций общим объемом 2 568 588 тыс. руб., а по закрытой – 3 977 выпусков общим объемом 36 367 317 тыс. руб. Простой анализ этих данных показывает, что объемы размещения акций по закрытой подписке в 14 раз превышают соответствующие объемы по открытой подписке, а их число различается в 62 раза (различие в объемах и количестве, отчасти, объясняется тем, что закрытые размещения производятся в основном по номиналу, а открытые – по реальной рыночной цене). То есть, опасаясь перераспределения капитала, компании размещают новые акции по закрытой подписке, главным образом, среди своих же акционеров, что не дает притока новых капиталов.

Более перспективным инструментом долгосрочного финансирования предприятий в современных российских условиях является выпуск облигаций. Облигации не дают их владельцам права голоса на общем собрании акционеров, что позволяет сохранить исходное распределение долей, которое существовало до размещения эмиссии ценных бумаг. В то же время для инвесторов они часто более привлекательны, чем акции, так как гарантируют получение денежного дохода. Предприятия при этом получают более выгодные условия привлечения средств: ставки купонного дохода по облигациям часто ниже процента по банковским кредитам, а сроки привлечения средств более длительны. Снижение цены заимствования обеспечивается за счет того, что облигации размещаются среди неограниченного круга инвесторов, что делает их потенциально более ликвидными, чем банковские кредиты. Размещенные облигации до наступления срока погашения обращаются на вторичном рынке, что позволяет выпускать их на относительно продолжительный период.

В настоящее время ставка купонного дохода по корпоративным облигациям средних по величине эмитентов на территории Центрального федерального округа колеблется в диапазоне 20-25%. Обычно ставка пропорциональна сроку, на который выпускаются облигации, и обратно пропорциональна величине предприятия. Хорошая кредитная история и информационная открытость предприятия также способны снизить ставку на 3-5%. По дисконтным облигациям доходность, как правило, несколько ниже (порядка 18% годовых), а в отдельных случаях 7,5-10% годовых (облигации Кредит Свисс Ферст Бостон, суммарный объем двух выпусков которых составил 4 млрд. руб.). В ряде случаев облига-

ции имеют фактически валютную доходность, так как сумма выплат корректируется в соответствии с изменением курса рубля относительно доллара США. Помимо крупнейших предприятий (Газпром, ЛУКОЙЛ, РАО ЕЭС), таким способом обеспечения инвестиционной привлекательности воспользовалось ООО «Доминант Трейдинг»: доходность по его облигациям составляет 18% годовых в рублях или 12,5% в валюте, объем выпуска – 150 млн. руб. Другое предприятие – ОАО «Тулачермет» – привлекло за счет размещения облигаций 968 млн. руб. при доходности 7,5% годовых в валюте. Для сравнения: по данным ЗАО «Межбанковский финансовый дом», процентные ставки по среднесрочным валютным кредитам в настоящее время составляют 13-16%, а по рублевым – 21-24%.

Перспективность использования корпоративных облигаций в качестве инструмента привлечения внешних инвестиций подтверждается уже имеющейся статистикой. По открытой подписке за 1998-2001 гг. средними и мелкими региональными предприятиями на территории Центрального федерального округа было размещено 6 выпусков облигаций общим объемом 5 250 000 тыс. руб., по закрытой подписке – 11 выпусков общим объемом 234 339 тыс. руб. Легко заметить, что в противоположность тенденции, отмеченной выше для эмиссий акций, объемы открытых размещений корпоративных облигаций в 22,5 раза превышают объемы закрытых размещений. Иначе говоря, выпуски облигационных займов в основном ориентированы на сторонних инвесторов. В силу этого именно корпоративные облигации должны быть в фокусе внимания государства при выборе инструментов для наиболее активного стимулирования привлечения инвестиций в реальное производство.

Государственная поддержка в форме компенсации части купонного дохода по выпускам облигаций может представляться предприятиям как в виде субсидий (на безвозвратной основе), так и в виде субвенций (на возвратной, безвозмездной основе).

Примером использования бюджетных субсидий является компенсация правительством Москвы части купонной ставки (в пределах 2/3 ставки рефинансирования ЦБ РФ) по первому выпуску облигаций АОТ «НИИМЭ и завод «Микрон». В целом инвестиционная программа завода по реконструкции основных производственных мощностей требует стартовых инвестиционных ресурсов на уровне 300 млн. руб. и последующих вложений на общую сумму 520 млн. руб. (2002 г. – 130 млн. руб., 2003 г. – 170 млн. руб., 2004 г. – 220 млн. руб.). Финансирование программы реконструкции основных производственных мощностей предполагается за счет трех выпусков облигаций общим объемом 520 млн. руб. при объеме средств, выделяемых государством для частичной компенсации процентных платежей, 110 млн. руб. Частичная компенсация процентных платежей по первому выпуску предполагается из бюджета Москвы (40 млн. руб. при объеме выпуска 150 млн. руб.), по второму и третьему выпуску – из средств Фонда поддержки промышленности (40 млн. руб. при объеме выпуска 150 млн. руб. и 30 млн. руб. при объеме выпуска 220 млн. руб. соответственно).

Бюджетные субвенции предполагают выделение государством средств для финансирования части выплат купонного дохода по облигациям в форме долгосрочного кредита. Долгосрочные облигации размещаются в целях привлечения финансовых ресурсов для реализации инвестиционных проектов, период окупаемости которых составляет зачастую несколько лет. В таких случаях предприятие-эмитент сталкивается с необходимостью выплаты купонного дохода еще в инвестиционной стадии проекта, что осложняет его финансовую деятельность. Использование субвенций позволяет эмитенту отложить во времени выплату доходов по облигациям до того момента, когда проект начнет приносить реальную прибыль.

Примером использования бюджетных субвенций является компенсация правительством Москвы части купонного дохода, выплачиваемого в рамках облигационного займа ОАО «Московский комбинат хлебопродуктов». Заем общим объемом 900 млн. руб. выпущен с целью финансирования строительства солодовенного производства. Субвенция

предоставляется на срок до четырех лет с правом отсрочки процентных платежей на срок до двух лет и погашением отсроченных процентных платежей равными долями до момента возврата средств. Годовая процентная ставка по субвенции равна  $\frac{1}{4}$  ставки рефинансирования ЦБ на момент предоставления первого транша субвенции.

В рамках оказания государственной поддержки предприятиям при эмиссии корпоративных облигаций в Москве в ближайшее время планируется размещение выпусков еще 8 промышленных предприятий на общую сумму более 2,5 млрд. руб.

Сравнительный анализ показывает, что в современных российских условиях бюджетная компенсация части купонного дохода по корпоративным облигациям является наилучшей формой долгосрочного финансирования предприятий как для государства, так и для эмитентов. Перенос части финансовой нагрузки при выпуске корпоративных облигаций на бюджет в дальнейшем способствует появлению дополнительных источников его финансирования. Положительными моментами для бюджета при этом являются следующие:

- снижается средний объем бюджетных средств, выделяемых на одно предприятие (полный объем инвестиций, требуемый для финансирования проекта, привлекается путем размещения облигаций среди большой массы инвесторов; государство же участвует только в обеспечении требуемой доходности);
- стимулируется развитие региональных фондовых рынков;
- за счет обновления основных фондов предприятий укрепляется региональная экономика;
- увеличивают будущие налоговые поступления в бюджет.

Для ряда субъектов Федерации эта форма в настоящее время фактически является единственно возможным способом стимулирования региональной экономики. Поскольку Бюджетным кодексом наложены серьезные ограничения на общий объем долга субъекта Федерации (он не должен превышать объем доходов соответствующего бюджета без учета финансовой помощи из бюджетов другого уровня), на объем расходов на обслуживание долга (они не должны превышать 15% объема бюджетных расходов), а также действует запрет внешних заимствований для субъектов Федерации, не имевших на момент вступления в силу поправок к Бюджетному кодексу долговых обязательств в иностранной валюте, то далеко не все субъекты на территории Центрального федерального округа могут в соответствии с действующим законодательством осуществлять самостоятельные заимствования. В свою очередь, невозможность выпускать долговые обязательства субъектом Федерации обычно ведет к отсутствию достаточных бюджетных средств на прямую финансовую поддержку социально значимых предприятий области в форме кредитов и дотаций. Бюджетная поддержка в форме компенсации части купонного дохода по выпускам корпоративных облигаций создает меньшую нагрузку на бюджет, чем прямое финансирование. Поэтому государственное стимулирование корпоративных эмиссий часто является разумной заменой эмиссий долговых обязательств субъектов Федерации.

Для предприятий-эмитентов положительными моментами использования государственной поддержки при эмиссии корпоративных облигаций являются следующие:

- эмитент может получить от государства помощь в первичном выходе на организованный рынок ценных бумаг как в плане снижения финансового бремени, так и с точки зрения раскрытия информации (поскольку для эмитентов, неизвестных рынку, требуемая норма доходности значительно выше доходности по бумагам «раскрученных» компаний);

- предприятию предоставляется возможность доступа к более значительному объему инвестиционных ресурсов на более длительные сроки (относительно кредитного рынка);
- конструирование параметров облигационного займа может осуществляться как с учетом характера денежных потоков предприятия, так и предпочтений той группы инвесторов, на которых этот заем ориентирован;
- в ходе обслуживания займа создается кредитная история предприятия, которая обеспечивает последующее привлечение средств на рынке ценных бумаг и кредитном рынке по более низкой процентной ставке.

Однако размещение облигаций не только мелких и средних компаний, но зачастую и крупных, сопряжено с рядом сложностей. Наиболее актуальные для настоящего времени проблемы можно сформулировать следующим образом:

- объем облигационного выпуска законодательно ограничен размером уставного капитала компании или размером предоставленных третьими лицами гарантий. У большинства предприятий на территории Центрального федерального округа зарегистрированный уставный капитал в 10-100 раз занижен относительно рыночной стоимости активов. Более чем у 20% предприятий эти показатели различаются свыше, чем в 1000 раз. Вследствие низкой капитализации российских кредитных учреждений выдача банковских гарантий на большие суммы является исключительно редким событием. Поэтому не только размещение, но даже государственная регистрация крупной облигационной эмиссии часто является невозможной;
- на рынке отсутствует публичная информация о большинстве российских предприятий, поэтому они оказываются неизвестными (а вследствие этого – связанными с высокими инвестиционными рисками и непривлекательными) для широкого круга инвесторов;
- как правило, приватизированные предприятия при первом выходе на фондовый рынок не имеют хорошей кредитной истории, в связи с чем процентная ставка (размер купонного дохода) при размещении облигаций оказывается достаточно высокой. Это существенно снижает привлекательность такого заимствования для эмитента;
- первичный выход на фондовый рынок требует от эмитента определенных предварительных затрат, которые могут позволить себе в настоящее время не все предприятия.

Решение данных проблем невозможно без прямого участия государства. Весьма существенным обстоятельством здесь является то, что предприятия не могут самостоятельно обеспечить высокую инвестиционную привлекательность своим ценным бумагам. Для этого необходима соответствующая среда – целый комплекс различных условий, который может быть создан лишь государством.

Необходимость наличия соответствующей среды хорошо иллюстрируется примером недавнего прошлого. Во второй половине 90-х гг. ведущие экспортоориентированные предприятия России пришли к выводу, что смогут эффективно освоить большие объемы инвестиций, направив их на расширение добычи тех природных ресурсов, которые пользуются устойчивым спросом на мировом рынке. Богатство и доступность природных запасов в совокупности с относительно дешевой рабочей силой создавали благоприятные предпосылки для равноправного участия российских компаний в международной конкурентной борьбе. Требовалось лишь обновление изношенных основных фондов и освоение передовых технологий добычи и первичной обработки сырья.

С целью привлечения необходимых для этого инвестиций в десятке крупнейших российских компаний срочно были созданы фондовые подразделения. Однако первые попытки мобилизовать на рынке ценных бумаг денежные ресурсы провалились, главным образом, по трем взаимосвязанным причинам:

- государство отказалось от практических мер по развитию эффективного отечественного фондового рынка, в результате чего спонтанно возник узкий спекулятивный рынок для ограниченного числа крупных игроков;
- российские инвесторы в этих условиях предпочли потратить суммы, эквивалентные десяткам миллиардов долларов США, на покупку «билетов МММ» и других суррогатов ценных бумаг, эмитенты которых обещали барыши уже через неделю после «инвестирования»;
- крупные российские предприятия – эмитенты инвестиционных ценных бумаг – не только не смогли получить новых инвестиций, но и потерпели финансовый ущерб (а также ущерб для репутации) за счет резких колебаний рыночных котировок своих акций. При попытках разместить на узком, находящемся под полным контролем группы спекулянтов, рынке свои новые эмиссии они сталкивались с резким падением котировок, что вынуждало их мириться со значительной недооценкой ранее распределенного уставного капитала. Приток новых капиталов на счета эмитентов при этом был крайне незначительным. В дальнейшем спекулянты постепенно выводили котировки на прежний уровень, получая на этом значительную курсовую прибыль. Фактически эта прибыль равнялась реальным потерям эмитентов при размещении недооцененных эмиссий.

Таким образом, в российских условиях середины 90-х гг. крупные российские эмитенты, не смотря на все свои усилия, не смогли обеспечить высокую инвестиционную привлекательность своим ценным бумагам. Сделав из данной ситуации правильные выводы, они начали поиск среды, в которой их инвестиционная привлекательность могла бы стать очевидной. Такой средой оказался рынок американских депозитарных расписок. Примерно за два года за рубежом практически с нулевого уровня возник емкий рынок депозитарных расписок на акции крупнейших российских предприятий. К 1999 г. суммарные обороты сделок с этими инструментами на рынках Германии, Великобритании и США, по разным оценкам, от двух до трех раз превышали обороты торговли базовыми акциями непосредственно в России. События на рынке депозитарных расписок во многом стали определять динамику внутреннего рынка российских акций, т.е. Россия практически потеряла «суверенитет» национального фондового рынка.

Продоланный выше анализ текущей ситуации на отечественном фондовом рынке подводит к тому, что основной задачей государства в этой сфере должно стать создание среды, благоприятной для привлечения инвестиций основной массой российских предприятий. Именно средние по величине компании, возникшие на месте приватизированных государственных предприятий, являются основой экономики большинства российских регионов, а значит – и основой народного хозяйства России.

Эта задача может быть решена только одним способом – за счет активного развития фондового рынка, на котором будут представлены крупные региональные, средние федерального уровня и иные предприятия: все компании, которые нуждаются в инвестициях для технологического перевооружения и обновления ассортимента выпускаемой продукции. Решение задачи требует координации усилий различных органов государственной власти на территории Центрального федерального округа в рамках специальной целевой программы стимулирования привлечения инвестиций в реальный сектор экономики с помощью инструментов рынка ценных бумаг, которая должна предусматривать создание:

- организационных основ для активизации инвестиционных процессов в регионе;

- благоприятных условий и экономических стимулов для эмиссий ценных бумаг;
- системы межведомственного контроля над соблюдением законодательства на фондовом рынке;
- системы государственной информационной поддержки рынка ценных бумаг и инвестиционного просвещения населения;
- финансового механизма реализации программных действий.

В настоящее время все это не может быть реализовано в каждом субъекте Федерации в отдельности. Инфраструктура фондового рынка многих из них сегодня состоит из одной фирмы, имеющей лицензию профессионального участника рынка ценных бумаг, и нескольких небольших банков или их филиалов. При объединении усилий на уровне Центрального федерального округа появляется возможность использовать синергетику отдельных процессов государственного регулирования, протекающих на разных уровнях. «Эффект масштаба» позволит при концентрации фондовых ценностей на крупных торговых площадках сделать ценные бумаги небольших региональных предприятий более ликвидными, а сам ассортимент предлагаемых инвесторам ценных бумаг – более разнообразным (следовательно, соответствующим различным инвестиционным предпочтениям и максимально привлекательным).

Комплекс первоочередных программных действий должен содержать различные перечисленные ниже меры.

1. В части формирования организационных основ для активизации инвестиционных процессов в Центральном федеральном округе необходимо создание:

- специального межведомственного координирующего органа при Полномочном представителе Президента РФ в Центральном федеральном округе;
- единого государственного информационного ресурса по рынку ценных бумаг;
- автоматизированной системы информационного обмена по вопросам эмитентов и фондового рынка между государственными органами;
- единой системы мониторинга и анализа рынка ценных бумаг.

2. В части создания благоприятных условий и экономических стимулов для привлечения частных инвестиций в реальный сектор экономики необходимо:

- разработать порядок предоставления частным инвесторам налоговых льгот на доходы, получаемые за счет инвестиций в ценные бумаги корпоративных предприятий;
- реализовать мероприятия по повышению инвестиционной привлекательности региональных предприятий путем размещения информации о них (публикации финансово-экономических показателей, информации о корпоративных событиях и сведений о ценных бумагах) на региональных серверах раскрытия информации;
- создать систему обучения высшего менеджмента региональных предприятий по вопросам функционирования рынка ценных бумаг и способам привлечения инвестиций на предприятия;
- организовать пропаганду опыта ведущих региональных эмитентов, успешно привлекающих инвестиции с помощью инструментов рынка ценных бумаг;
- провести тщательный отбор перспективных инвестиционных проектов и бизнес-планов региональных предприятий с последующим размещением информа-

ции о них для неограниченного круга инвесторов на региональных серверах раскрытия информации;

- организовать широкую публикацию рейтингов инвестиционной привлекательности региональных эмитентов.

3. Динамичному и стабильному развитию рынка ценных бумаг препятствуют множественные правонарушения, подрывающие доверие к фондовому рынку как инвесторов, так и эмитентов. Их социальная опасность возрастает пропорционально росту оборотов рынка. Если на существующем сейчас узком рынке, практически не связанном с реальной экономикой, правонарушения вызывают лишь снижение инвестиционной привлекательности самого рынка, то масштабные фондовые аферы на развитом рынке ценных бумаг способны спровоцировать крах национальной экономики. Поэтому одновременно с государственным стимулированием рынка, обеспечивающим приток на него крупных финансовых средств, необходимо развивать систему государственного контроля над рынком. В этом случае усиление государственного регулирования не подавляет предпринимательскую мотивацию, а наоборот – способствует активизации здоровых рыночных сил и увеличению притока ресурсов, так как снижает риски инвестирования в ценные бумаги. В целях создания системы межведомственного контроля над соблюдением законодательства на фондовом рынке необходимо:

- создать автоматизированную информационно-аналитическую систему, позволяющую осуществлять сбор, накопление, обработку и анализ информации об участниках рынка ценных бумаг для целей государственного регулирования и контроля рынка, а также защиты прав инвесторов. Система должна обеспечивать выявление нарушений в сфере фондового рынка и предоставление информации всем регистрирующим, лицензирующим, правоохранным, контрольным, судебным и надзорным органам, участвующим в процессе государственного регулирования рынка ценных бумаг;
- создать систему, обеспечивающую выявление ценных бумаг, не прошедших установленную законодательством процедуру эмиссии, а также препятствующую размещению и обращению таких ценных бумаг. Существование эмиссий, не прошедших в обязательном порядке государственную регистрацию, влечет за собой множество конфликтных ситуаций. Будучи по закону «ничтожными», сделки, совершенные с незарегистрированными ценными бумагами, ставят под угрозу легитимность важных решений, принимаемых общими собраниями акционеров, и, в конечном итоге, парализуют нормальную деятельность компаний;
- создать условия, стимулирующие предприятия на приведение размеров уставного капитала к величине реальных активов. Это способствует повышению инвестиционной привлекательности компаний, дает им возможность эффективно использовать инструменты рынка ценных бумаг для привлечения инвестиций и ведет к улучшению общего инвестиционного климата в регионе;
- организовать проведение обучающих семинаров по специфике фондового рынка и изучению тенденций в нарушениях законодательства для сотрудников правоохранных, налоговых и других государственных органов, а также судов общей инстанции и государственного арбитража;
- наладить проведение контрольных проверок участников рынка, осуществляемых регулирующими органами во взаимодействии с администрациями субъектов РФ, территориальными налоговыми, правоохранными и контрольными органами.

4. Российскому рынку ценных бумаг, неоднократно испытывавшему крупномасштабные кризисы, требуется активная информационная поддержка со стороны государства. Она призвана обеспечить преодоление излишних опасений населения перед инвестированием в инструменты рынка ценных бумаг. В перспективе это даст возможность вовлечь в инвестиционный оборот средства частных инвесторов, составляющие основной инвестиционный ресурс страны и являющиеся базой стабильного рынка ценных бумаг. В качестве основных мер государственной информационной поддержки рынка ценных бумаг и инвестиционного просвещения населения целесообразно использовать:

- ведение регулярной консультационно-просветительской телепрограммы по основам инвестирования и рынка ценных бумаг на одном из федеральных телевизионных каналов, вещающем на регионы;
- издание специальной популярной литературы по основам грамотного инвестиционного поведения, доступной для населения регионов;
- создание в сети Интернет специализированного сайта, содержание которого будет служить целям массового инвестиционного просвещения и информирования населения;
- создание региональных центров консультационной поддержки эмитентов, индивидуальных инвесторов и акционеров;
- развитие региональных сетей фондовых магазинов и специализированных фирм, оказывающих разнообразные фондовые услуги населению;
- введение в программы общеобразовательных школ дополнительного раздела по основам рынка ценных бумаг и правилам инвестирования;
- дополнение учебных программ ВУЗов экономического и юридического профиля специальными разделами по рынку ценных бумаг и особенностям инвестиционного процесса;
- повышение квалификации журналистов региональных СМИ в сфере акционерного права, управления собственностью, функционирования рынка ценных бумаг и защиты прав инвесторов;
- проведение исследовательской работы специалистов в сфере истории экономики для изучения и популяризации исторического наследия Центральной России в сфере акционерного предпринимательства; формирование на базе краеведческих музеев в регионах специальных разделов, посвященных истории акционерного дела и фондовым традициям.

5. В целях обеспечения бюджетной поддержки привлечению частных инвестиций в реальный сектор экономики целесообразно создать соответствующий финансовый механизм в виде специального бюджетного фонда развития:

- средства этого фонда должны использоваться целевым способом на бюджетную поддержку вторичных эмиссий акций, размещаемых среди населения и работников предприятий-эмитентов по подписке, а также корпоративных облигаций;
- пополнение фонда должно осуществляться за счет части полученных бюджетами РФ и субъектов Федерации дополнительных объемов налоговых и неналоговых платежей, получаемых за счет расширения производства и повышения эффективности работы предприятий, привлекающих с помощью государства инвестиции с рынка ценных бумаг.

Средства из этого фонда должны выделяться региональным промышленным предприятиям на конкурсной основе в форме компенсации доли купонных выплат по разме-

щаемым корпоративным облигациям, а также целевых дотаций на подготовку и проведение вторичных эмиссий акций, размещаемых среди населения и работников предприятий-эмитентов. При конкурсном отборе целесообразно использовать критерии бюджетно-финансовой эффективности и бюджетно-финансового рычага, представленные в данной статье.

\*\*\*

Предложенные выше меры по развитию рынка ценных бумаг носят комплексный характер, так как, например, сами по себе меры по государственному стимулированию привлечения частных инвестиций в реальный сектор не могут продемонстрировать высокую эффективность без соответствующих мер по защите рынка от правонарушений и без активной информационной поддержки рынка. При отсутствии адекватного финансового механизма планируемые мероприятия не могут быть воплощены на практике.

В том случае, если государство сможет найти разумный баланс всех необходимых составляющих, реализация предложенных выше мер позволит ему перейти от прямого субсидирования промышленности к менее затратному механизму стимулирования привлечения инвестиций на предприятия с помощью инструментов рынка ценных бумаг. Это даст бюджетам всех уровней дополнительные объемы налоговых и неналоговых платежей, генерируемые за счет расширения производства и увеличения его эффективности. Если государство в очередной раз упустит инициативу по формированию инвестиционно направленного отечественного фондового рынка, это откроет дорогу для следующего легко прогнозируемого фондового кризиса, который вследствие накопления внутренних проблем наступит не позже середины этого десятилетия.