
Население России: Ежегодный демографический доклад (девятый). М.: Центр демографии и экологии человека, 2002. С. 198.

Римашевская Н.М., Галецкий В.Ф., Овсянников А.А. Население и глобализация. М.: Наука, 2004.

Рыбаковский Л.Л. Миграция населения (вопросы теории). М.: ИСПИ РАН, 2003.

Рыбаковский Л.Л. и др. Стабилизация численности населения России. М.: Изд-во ЦСП, 2001.

Федер Е. Фракталы. М.: Мир, 1991.

Халтурина Д.А., Кортаев А.В. Русский крест: факторы, механизмы и пути преодоления демографического кризиса в России. М.: КомКнига, 2006.

Whelpton P.K., Elbridge H.T., Siegel J.S. Forecast of the Population of the United States 1947–1975. Wash.: D.C., 1947. Цит. по: Readings in Population Research Methodology. Vol. 5. Population Models, Projections and Estimates. Chicago, 1993. P. 17.

Рукопись поступила в редакцию 06.12.2010 г.

ИНВЕСТИЦИОННАЯ ПОЛИТИКА ПРОМЫШЛЕННЫХ ПРЕДПРИЯТИЙ И ФОНДОВЫЙ РЫНОК

Е.С. Тарарина

В статье приводится уточненное определение понятия «фондовый рынок», охарактеризовано текущее состояние российского фондового рынка. Показано место фондового рынка в структуре различных направлений использования временно свободных средств промышленных предприятий. Сформулированы основные особенности осуществления финансовых инвестиций на промышленном предприятии. Посредством эмпирического анализа установлено влияние изменений фондовых индексов на инфляционные процессы в американской экономике и предложены предварительные условия для корректировки инвестиционной политики промышленных предприятий. Разработан комплекс рекомендаций по организации деятельности по реализации инвестиционной политики на промышленных предприятиях.

Ключевые слова: промышленные предприятия, фондовый рынок, инвестиционная политика, инфляция, финансовые инвестиции.

Рост российской экономики в последние годы был во многом связан с ростом мировых цен на сырьевые товары и энергоносители. Развитие фондового рынка в России помогло бы обеспечить в стране более сбалансированный и стабильный в долгосрочной перспективе экономический рост, одним из факторов которого является высокая инвестиционная активность. Несмотря на такие предпосылки для развития, как динамичная экономика, по-

© Тарарина Е.С., 2011 г.

тенциально высокий человеческий капитал и пр., фондовый рынок в России в настоящий момент существенно отстает от мировых финансовых центров. Слабой стороной в числе прочих является низкая вовлеченность частных и институциональных инвесторов.

Участие на фондовом рынке не распространено и среди промышленных предприятий. Средства, не задействованные в реализации проектов, зачастую инвестируются в наименее рискованные финансовые инструменты, и прежде всего в банковские вклады.

Функциональная направленность операционной деятельности предприятий промышленности, не являющихся институциональными инвесторами, сводится в основном к осуществлению реальных инвестиций. Однако на отдельных этапах развития предприятия оправдано осуществление и финансовых инвестиций. Так, Магнитогорский металлургический комбинат передал в доверительное управление Газпромбанку 11 млрд 115 млн р. (почти 420 млн долл.) свободных средств на срок с 8 сентября до 31 декабря 2006 г. включительно. Это были первые крупные инвестиции промышленного предприятия в фондовый рынок страны.

В отечественной литературе недостаточно представлена практика инвестирования средств предприятий реального сектора в фондовый рынок, возникла необходимость разработать рекомендации и методики управления инвестициями такого рода.

Финансовые инвестиции промышленных предприятий рассматриваются как активная форма эффективного использования временно свободного капитала или как инструмент реализации стратегических целей, связанных с диверсификацией операционной деятельности промышленного предприятия. Банк России рассчитывает «уложиться» в целевой ориентир по инфляции на 2011 г. (7%) и ожидает ее дальнейшего замедления до 5–6% в 2012 г., 4,5–5,5% в 2013 г. и 4–5% в 2014 г. В этих новых условиях целевые приоритеты финансовых инвестиций промышленных предприятий будут смещаться с защиты

средств предприятия от инфляции к получению дополнительного дохода от вложения временно свободных средств предприятия. Такое смещение мы рассматриваем как важный шаг в сторону формирования дополнительных ресурсов роста инновационной активности и производительности труда.

В рамках анализа фондового рынка (как направления инвестирования временно свободных средств промышленных предприятий) автор провела исследование состояния и особенностей российского рынка ценных бумаг и проанализировала закономерности фондового рынка США. В ходе исследования было уточнено понятие «фондовый рынок», обычно сводимое к сектору рынка капиталов. В нашем определении отражены субъекты инвестирования и одна из важнейших функций фондового рынка – распределение средств по секторам экономики. По мнению автора, фондовый рынок как сектор рынка капиталов представляет собой площадку, на которой посредством купли-продажи ценных бумаг средства частных и институциональных инвесторов оборачиваются и распределяются по секторам экономики.

Фондовый рынок в России сравнительно молод, его зарождение происходило в начале 1990-х гг. Он относится к категории развивающихся рынков, для которых характерна высокая доходность, но, как правило, и более высокая степень риска. Отечественный фондовый рынок имеет ограниченную емкость, недостаточную для обеспечения инвестиционных потребностей российских компаний, и отстает по многим параметрам от крупнейших финансовых рынков в мире. Чтобы выдержать глобальную конкуренцию, российский финансовый рынок должен ликвидировать свое отставание от ведущих мировых финансовых центров в области регулирования, инфраструктуры, доступного инструментария.

При оценке инструментов фондового рынка как объекта инвестирования следует отметить, что векселя имеет смысл покупать на срок не менее двух месяцев, некоторые

банки рекомендуют вкладывать не менее чем на полгода. Доходность по векселям зависит от эмитента и может быть больше, чем по банковским депозитам, но и риск по ним выше. В облигации средства вкладываются на срок от одного месяца. По наиболее ликвидным и надежным эмитентам доходность сравнима с доходностью срочного депозита. Следует отметить, что и векселя, и облигации стоит покупать, если объем свободных средств превышает 5 млн р. (минимальный объем вложений в векселя – от 1 млн р.). Это позволит повысить ликвидность и управляемость инвестиций и увеличить доход по сравнению с депозитами. Таким образом, фондовый рынок – как объект инвестирования – наиболее приемлем для крупных промышленных предприятий, объем свободных средств которых превышает 5 млн р. Предприятиям малого и среднего бизнеса целесообразнее выбирать другие направления размещения временно свободных средств – банковский депозит и пр., поскольку транзакционные издержки, связанные с приобретением и продажей ценных бумаг, могут перекрыть большую часть от доходов по этим операциям.

В целях выработки эффективных инвестиционных решений на российских промышленных предприятиях предпринята попытка выделить ситуации, при которых вложения свободных денежных средств предприятий реального сектора в инструменты фондового рынка предпочтительны. С этой целью предприятия обращают внимание на анализ связи между инфляцией и показателями фондового рынка.

Начиная с 1950-х гг. исследователи (Fama, 1981, p. 545) отмечали, что знак корреляции между уровнем ожидаемой инфляции и доходам по акциям поменялся с положительного на отрицательный, что воспринималось как аномальное поведение, противоречащее модели Ирвинга Фишера, согласно которой с изменением уровня инфляции в такой же степени должны увеличиваться (уменьшаться) номинальные доходы по акциям на фондовом рынке.

В 2009 г. В.И. Маевский предложил концепцию. Она «...основывается на роли фондового рынка, который способен демпфировать обычную инфляцию (проявляющуюся в росте цен на товары и услуги) посредством необычной инфляции, а именно инфляции ценных бумаг, или, что то же самое, инфляции фиктивного капитала» (Маевский, Слуцкий, 2009, с. 16).

В развитие данной концепции нами проведен эмпирический анализ влияния изменений фондовых индексов на инфляционные процессы в американской экономике:

- годовые темпы прироста значений S&P 500 (с 1952 по 2008 г.)
- годовые темпы прироста значений NASDAQ (с 1971 по 2010 г.)
- годовые темпы прироста значений Wilshire 5000 (с 1974 по 2010 г.);
- годовые темпы прироста CPI США (с 1952 по 2010 г.).

Перечень используемых индексов шире, чем в проводимых ранее эмпирических анализах рассматриваемой зависимости, и включает как индекс биржевого рынка, так и индекс внебиржевого рынка и общий индекс. Это обусловлено тем, что внебиржевые торговые системы, в частности NASDAQ, по объему торговли успешно конкурируют с фондовыми биржами, что необходимо учитывать при сборе данных для проведения анализа фондового рынка. Использование указанного выше набора индексов позволило обеспечить необходимую глубину и достоверность результатов исследования.

Используемые индексы и показатели:

- S&P 500. Standard&Poors Stock Price Index – один из наиболее широко известных индексов. Он представляет собой средневзвешенную величину курсов акций 500 наиболее крупных компаний. В него включены в основном акции компаний, зарегистрированных на Нью-Йоркской фондовой бирже, однако присутствуют также акции некоторых корпораций, которые котируются на Американской фондовой бирже и во внебиржевом обороте;

- NASDAQ – индекс внебиржевого оборота акций, его рассчитывает Национальная ассоциация фондовых дилеров;

- Wilshire 5000. Данный индекс является наиболее полным индексом курсов обыкновенных акций американских компаний, регулярно публикуемым в США, поскольку он включает как зарегистрированные акции, так и обращающиеся на внебиржевом рынке. Лучше других индексов отражает состояние рынка акций США;

- CPI. В качестве показателя инфляции используется CPI – прирост индекса потребительских цен (consumer price index), который публикуется американским Бюро статистики труда (Bureau of Labor Statistics, BLS).

В исследовании использовалась методика анализа, предложенная в одной из рассмотренных теорий (теории инфляции фиктивного капитала В.И. Маевского): внимание направлено не на нахождение взаимосвязи между показателями приростов фондовых индексов и CPI, а на их изменения, т.е. на первые разности. Сами ежегодные приросты индексов и CPI были получены как отношения (минус единица) средних арифметических соответствующих показателей по отдельным месяцам.

На основе собранных из открытых источников данных были рассчитаны следующие показатели:

- годовые темпы прироста значений S&P 500;

- годовые темпы прироста значений NASDAQ;

- годовые темпы прироста значений Wilshire 5000;

- годовые индексы потребительских цен (ИПЦ) США (CPI).

Следует выяснить, в какой мере принцип «сообщающихся сосудов» соблюдается в отношениях между индексами S&P 500, NASDAQ, Wilshire 5000 и CPI. Возможно ли, чтобы, с одной стороны, при падении индекса происходил переток денег из фондового рынка в потребительский сектор экономики, а показатель CPI рос, а с другой – чтобы при

росте фондового индекса наблюдалось противоположное движение – отток денег из потребительского рынка на фондовый, сопровождающийся снижением CPI.

Для анализа показатели расположены в трех сообществах по два ряда: S&P 500 и CPI, NASDAQ и CPI, Wilshire 5000 и CPI.

Полученные три пары рядов перегруппированы таким образом, чтобы показатель CPI был ранжирован по степени возрастания фондового индекса. Из ранжированных по фондовому индексу показателей CPI сформированы четыре кластера, каждый из которых описывает соответствующее состояние экономики. Первые два кластера характеризуют поведение показателей CPI в случае падения фондового индекса, вторые два – его роста.

Для индекса S&P 500 кластеры будут ограничиваться следующими рамками:

- «провал фондового рынка» (первый кластер: значения прироста фондового индекса изменяются от $-48,6$ до $-7,3\%$);

- «слабый спад фондового индекса» (второй кластер: значения прироста фондового индекса изменяются на интервале от $-6,2$ до $-0,2\%$);

- «слабый рост фондового индекса» (третий кластер: значения прироста фондового индекса изменяются от $+0,3$ до $+16,2\%$);

- «бум фондового рынка» (четвертый кластер: значения прироста фондового индекса изменяются от $+17,6$ до $+46,6\%$).

Расчеты показывают, что гипотеза «сообщающихся сосудов» соблюдается только в двух кластерах из четырех, а именно во втором и четвертом, где имеется отрицательная корреляция.

Проведенные аналогичным образом расчеты для двух других индексов показывают, что для индекса NASDAQ гипотеза отрицательной взаимосвязи соблюдается также в трех кластерах из четырех, а именно во втором, третьем и четвертом, где имеется отрицательная корреляция. Статистически значимы корреляционные связи между Wilshire 5000 и CPI только в первом и четвертом кластерах,

т.е. в случаях провала или бума фондового рынка. Отрицательная корреляция, наблюдаемая в первом, втором и четвертом кластерах, подтверждает гипотезу.

Таким образом, в исследовании выделяется четыре кластера динамики фондовых индексов:

- первый кластер – резкое снижение фондовых индексов;
- второй кластер – умеренное снижение фондовых индексов;
- третий кластер – умеренный рост фондовых индексов;
- четвертый кластер – резкий рост фондовых индексов.

Анализ показал, что при разделении всей совокупности данных, сортированных по возрастанию темпов прироста фондового индекса на четыре кластера, для всех исследуемых фондовых индексов имеется статически значимая связь в четвертом кластере. Четвертый кластер представляет наибольший интерес для инвестиционной политики промышленного предприятия, когда фондовые индексы резко растут, а инфляция замедляется. Это происходит всегда, когда в хозяйственный оборот внедряются новые наукоемкие технологии, которые повышают производительность труда. Повышение производительности труда происходит потому, что высокие технологии такого типа с меньшей напряженностью финансовых ресурсов достигают высоких результатов. В итоге большой объем финансовых ресурсов высвобождается, что повышает фондовые индексы, а инфляция снижается.

Коэффициент детерминации в четвертом кластере составляет от 0,59 до 0,75 для различных индексов. Это позволяет утверждать, что гипотеза об отрицательной зависимости между динамикой фондовых индексов и изменениями темпа инфляции, статистически значимая в периоды стремительного роста фондового рынка в США, подтверждается и на российском фондовом рынке.

Анализ зависимости динамики фондового рынка и инфляции в России показал, что

в нашей стране движение инфляции и фондового рынка обычно разнонаправлены. Некоторые аналитики, в том числе П.А. Лазич, считают, что снижение темпов роста цен стимулирует долговременные инвестиционные вложения в производство, восстанавливается нормальное функционирование экономики, что в свою очередь приводит к подъему на фондовом рынке (Лазич, 2006, с. 16).

На основе эмпирического анализа зависимости изменений фондового рынка и инфляции с использованием данных по американскому и российскому фондовым рынкам, включающего расширенный по сравнению с предыдущими исследователями перечень используемых индексов, предложены предварительные рекомендации для корректировки инвестиционной политики промышленных предприятий. Было доказано, что гипотеза отрицательной зависимости между динамикой фондовых индексов и изменениями инфляции подтверждается и статистически значима в периоды стремительного роста фондового рынка в США, подтверждается и на российском фондовом рынке. Так, при систематически значительном замедлении роста уровня цен с большой долей вероятности следует ожидать существенный рост фондового рынка. Следовательно, при наличии временно свободных средств предприятиям реального сектора можно рекомендовать использовать данные выводы для корректировки своей инвестиционной политики и начать вкладывать эти средства в инструменты фондового рынка.

Предложенные рекомендации являются частью комплексного подхода к развитию инвестиционной политики промышленного предприятия. Следует рассматривать их как элемент предлагаемого комплекса рекомендаций по реализации инвестиционной политики на промышленных предприятиях:

а) выделение отдельного подразделения в организационной структуре предприятия – инвестиционного отдела, ответственного за эффективность использования временно свободных средств;

б) внедрение регламентов поиска объекта размещения, включающих следующие параметры:

- сроки вложения;
- коэффициенты оборачиваемости, ликвидности банка;
- известность банка и лояльность по отношению к компании;
- показатели доходности вложений;
- юридическая составляющая договоров;

в) проведение постоянного мониторинга банковского и фондового рынков, тенденций развития, секторов фондового рынка, инвестиционных качеств ценных бумаг для оценки возможностей вложения свободных средств.

Особо следует отметить, что при разработке планов реорганизации предприятия, определении глубины и масштабов преобразований, их приоритетности, очередности и методов проведения должны быть учтены масштабы производства и объем временно свободных средств предприятия.

На крупных предприятиях инвестиционный отдел может быть представлен группой специалистов, на предприятиях среднего и малого бизнеса – одним работником. В случае когда не представляется возможности выявить цикличность появления временно свободных средств или такие средства используются для внутрифирменного финансирования, задачу управления финансовыми инвестициями следует оставить в ведении финансового директора.

Таким образом, в ходе исследования были изучены известные в экономической литературе подходы к определению сущности фондового рынка, осуществлена их критическая переработка и предложено уточнение понятия «фондовый рынок», в котором нашли отражение субъекты инвестирования и одна из важнейших функций фондового рынка – распределение средств по секторам экономики. Рассмотрено также влияние фондового рынка на формирование и разработку инвестиционной политики промышленных предприятий.

Проанализированы закономерности динамики фондового рынка США, охарактеризовано состояние и особенности российского фондового рынка. На основании эмпирического анализа и выводов разработаны предварительные рекомендации для корректировки инвестиционной политики промышленных предприятий.

Суть рекомендаций состоит в следующем: практикующим участникам фондового рынка следует обратить внимание на изменения показателя инфляции – при резком падении значения индекса потребительских цен ожидается быстрый рост фондовых индексов. Данная закономерность может быть использована при принятии решений инвестиционного характера промышленных предприятий. Поэтому временно свободные средства рекомендуется инвестировать в инструменты фондового рынка.

По итогам эмпирического анализа был выявлен особый кластер динамики фондовых индексов, представляющий интерес для разработки и корректировки инвестиционной политики промышленных предприятий, в рамках которого фондовые индексы резко растут, а инфляция замедляется. Объяснены причины такой зависимости между инфляцией и фондовыми индексами.

В разработанный комплекс рекомендаций по инвестиционной политике на промышленных предприятиях входит: создание отдельного подразделения, ответственного за эффективность использования временно свободных средств; внедрение регламентов поиска объекта размещения средств промышленных предприятий и постоянный мониторинг рынков.

Совершенствование инвестиционной политики промышленных предприятий становится сегодня неотъемлемым звеном общественного воспроизводственного процесса, без которого невозможно обеспечить успешное социально-экономическое развитие общества и государства.

Литература

- Лазич П.А. Инфляция и фондовый рынок // Рынок ценных бумаг. 2006. № 2.
- Маевский В.И., Слуцкий Л.Н. Инфляция и фондовый рынок: CPI и S&P 500 // Прикладная эконометрика. 2009. № 3.
- Fama E.F. Stock returns, real activity, inflation, and money // American Economic Review. 1981. № 71 (4) P. 545–565.

Рукопись поступила в редакцию 12.11.2011 г.

ЕЗДИТЬ НЕЛЬЗЯ ПЛАТИТЬ ИЛИ К ВОПРОСУ ОБ ИНТЕРНАЛИЗАЦИИ ВНЕШНИХ ЭФФЕКТОВ АВТОТРАНСПОРТА

И.Ю. Ховавко

В данной статье автор рассматривает внешние эффекты, связанные с деятельностью автотранспорта. Показана необходимость и возможность государственного регулирования этой сферы деятельности. Проанализирован опыт развитых стран, раньше России столкнувшихся с негативными последствиями массовой автомобилизации. Приведены результаты опроса мнений трех групп экспертов (специалистов, автомобилистов и экологов) о выборе наиболее предпочтительных вариантов интернализации внешних эффектов автотранспорта в г. Москве.

Ключевые слова: экологическое регулирование автотранспорта, экстерналии дорожного транспорта, экономические инструменты транспортной политики, интернализация внешних эффектов автотранспорта.

С переходом к рыночной экономике в России начался автомобильный бум. За десятилетие с 2000 г. легковой автопарк увеличился на 63%, достигнув к 2010 г. 33,5 млн единиц (Гречанник, 2010). В настоящее время уровень автомобилизации в нашей стране составляет 230 автомобилей на 1000 жителей, а в крупных городах уже превзойден рубеж в 300 автомобилей.

К сожалению, процесс автомобилизации в России не удалось направить в сторону устойчивого развития. Поэтому мы имеем две фундаментальные проблемы: с одной стороны, около 20% населения страны живут в условиях бездорожья (без круглогодичного доступа) (Блинкин, Сарычев, 2004), а с другой – дефицит пропускной способности

© Ховавко И.Ю., 2011 г.