

## СОСТОЯНИЕ И ПРОБЛЕМЫ РАЗВИТИЯ ФИНАНСОВОГО РЫНКА В РОССИИ

К. В. Криничанский

*В статье анализируется развитие современного российского финансового рынка. Методологией служит оценка индикаторов финансового развития за разные годы и межстрановые сопоставления. Автор приходит к выводу, что одним из важнейших факторов замедления темпов финансового развития России является функциональное замещение внутреннего финансового рынка внешним, спрос на услуги которого исходит от крупнейших отечественных корпораций. Изменение данного вектора возможно только через изменение стимулов данных игроков, что в нынешних условиях предполагает применение политических инструментов воздействия на эти стимулы.*

### 1. Введение

История современного финансового рынка в России миновала свой двадцатилетний рубеж. Это одновременно и короткий по историческим меркам, и значительный период, если учесть темпы и масштабы происходящих в последнее время изменений в мировой экономике. Результаты процесса формирования отечественного финансового рынка можно также воспринимать и как успех, принимая во внимание его полное отсутствие в 1980-х гг. и как неудачу, учитывая явное отставание по ряду ключевых индикаторов от других рынков.

В 2012 г. вокруг финансового рынка России происходили эпохальные события — слияние бирж ММВБ и РТС, поглощение Сбербанком России крупнейшего частного инвестиционного банка «Тройка-диалог», вступление в силу закона «О центральном депозитарии» и присвоение статуса центрального депозитария НКО ЗАО НРД, принятие решения о вхождении Федеральной службы по финансовым рынкам в Банк России. Не давая с ходу оценки данным событиям, отметим, что они наблюдались на фоне таких негативных, по мнению многих участников рынка и представителей экспертного сообщества (см. цикл интервью, посвященных подведению итогов двадцатилетнего развития российского рынка и двадцатилетнюю выходя журнала «Рынок ценных бумаг» в [8]), явлений и процессов, как сокращение числа профессиональных участников рынка ценных бумаг и доли частных компаний в ряде сегментов рынка финансовых услуг, падение ликвидности фондового рынка при сохранении заметного интереса российских компаний к получению капитала за пределами России, пересмотр размера обязательных отчислений на

накопительную часть пенсии при явном дефиците источников длинных ресурсов в национальной экономике.

### 2. Особенности становления финансового рынка в России

Современный российский финансовый рынок начал свое формирование в 1990-е гг. В этот период радикальной трансформации экономики произошло становление частного банковского сектора, сформировался валютный рынок, был организован фондовый рынок, развитие получил денежный рынок. Масштабность проводимых реформ, слабые стартовые условия (отсутствие необходимых институтов, опыта, кадров), структурные особенности российской экономики, радикализация принципа либеральности и ослабление государства, меняющиеся внешние обстоятельства (предельно низкие мировые цены на нефть в 1990-е и взлет сырьевых цен в 2000-е) явились первичными факторами сложного и неравномерного развития финансового рынка России.

Глубокий трансформационный спад 1991–1998 гг. начиная с 1999 г. сменился периодом роста. Устойчивые положительные темпы роста в России в 1999–2008 гг. были связаны как с некоторыми позитивными последствиями кризиса 1998 г. (резкое снижение курса рубля, импортозамещение), так и с начавшимся периодом роста цен на мировых рынках сырья (рис. 1).

Оживление экономики привело к повышению спроса на услуги финансового сектора. Однако его развитие сдерживалось в силу ряда причин. Одни из основных — реверс проводимой в стране политики рыночных реформ и

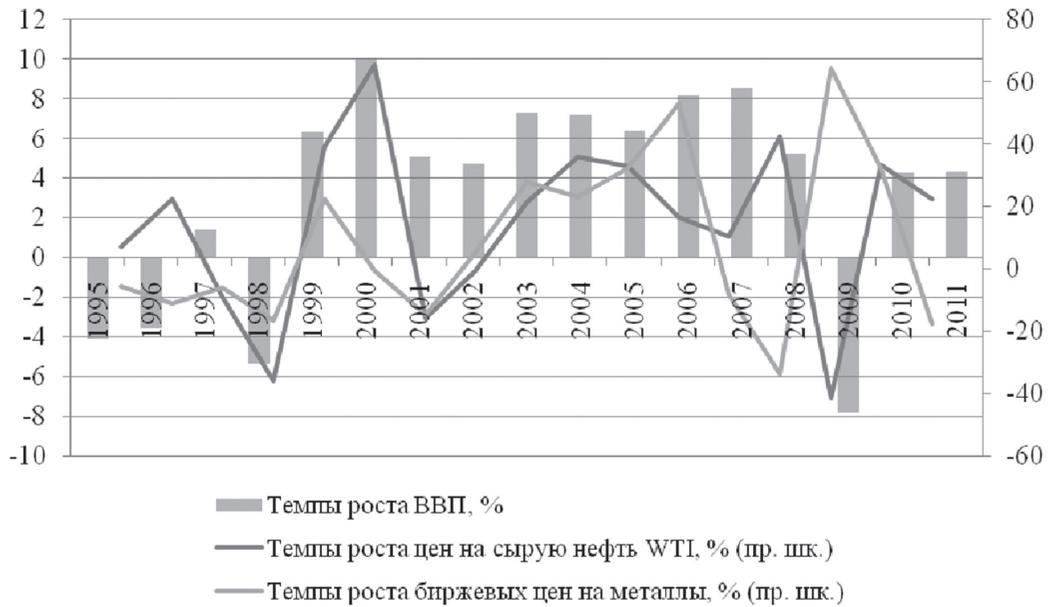


Рис. 1. Динамика экономического роста в России и мировых цен на нефть и металлы, 1995–2011 гг. (источники: Росстат, Inflationdata.com)

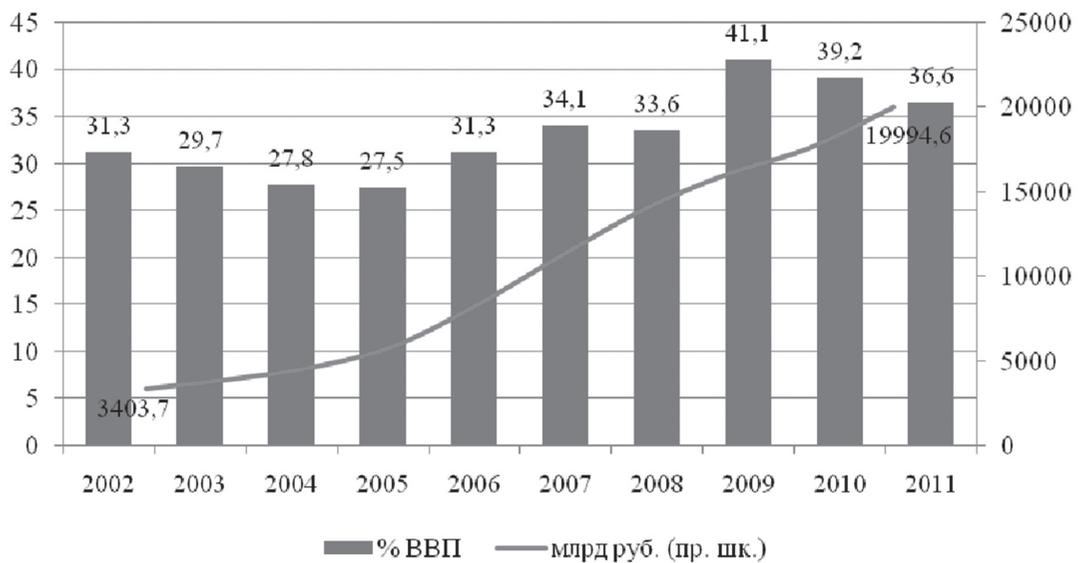


Рис. 2. Расходы консолидированного бюджета Российской Федерации, 2002–2011 гг. (источник: Росстат)

торможение темпов осуществления институциональных реформ. Наметившийся в 1990-е вектор разгосударствления экономики в 2000-е сменился противоположным. Был дан старт постепенной консолидации активов под контролем государства: в советы директоров компаний с контрольным участием государства в капитале включались крупные госчиновники, назначение глав правлений осуществлялось под контролем исполнительной власти, значительные активы были сосредоточены в руках госкорпораций. Растущие в 1999–2008 гг. цены на нефть, газ, черные и цветные металлы порождали в экономике огромные рентные доходы и воздействовали на изменение модели эконо-

мики<sup>1</sup>. Модель рентного капитализма с широкой экспансией государства как собственника оказала существенное сдерживающее влияние на рост рыночных институтов, задействованных в обеспечении финансовыми ресурсами частного сектора и правительства, при возрастании роли бюджета в распределении ВВП. Средний пятилетний уровень расходов консолидированного бюджета в ВВП возрос с 29,5% в 2002–2006 гг. до 37% в 2007–2011 (рис. 2). При этом абсолютный размер данных расходов за это десятилетие вырос почти в 6 раз.

<sup>1</sup> Специфика такой модели раскрывается в работах: В. Мау [3], А. Абрамова и А. Радыгина [1].



**Рис. 3.** Внешний долг частного сектора РФ (без долговых обязательств перед прямыми инвесторами и предприятиями прямого инвестирования), 2001–2012 гг., млрд долл. (источники: Росстат, расчеты автора)

Когда в 1990-е гг. в России закладывались основы рыночной экономики, предполагалось, что фондовый рынок станет одним из ключевых компонентов, отвечающих за ее эффективность, так как позволит лучшим образом организовать распределение ресурсов, создаст механизмы стимулирования предпринимательства. Для этого имелись достаточные предпосылки. Чтобы обеспечить рост функциональности фондового рынка и банковского сектора требовалось совершенствование законодательства, системы государственного управления, проведение институциональных реформ. В 2000-е стимулы оказались не на стороне данной программы действий. Руководство страны и элиты оказались поглощены построением системы извлечения и контроля за распределением нефтегазовых доходов и проигнорировали необходимость создания условий для развития рыночных институтов. В качестве доказательств тезиса «распределение нефтегазовых доходов было выгодно тем, кто имел прямое отношение к данной отрасли, а также значительному числу госчиновников» приведем следующие данные. Сальдированный финансовый результат деятельности компаний сектора добычи топливно-энергетических полезных ископаемых в 2003 и 2007 гг. составлял 13,4% от общего по экономике, в 2005 г. — 18,6%. Рентабельность в секторе добычи полезных ископаемых была равна в 2003 г. 19,2% при общем по всем секторам экономики показателе 10,2%, в 2005 г. эти цифры составляли 35,6 и 13,5%, а в 2007 г. — 30,5 и 13,1%, соответственно. Среднемесячная номинальная начисленная заработная плата работников в секторе добычи топливно-энергетических полезных ископаемых в 2000 г. была в 3,1, в 2005 г. в 2,7, в 2007 г. в

2,5 раза выше, чем в экономике в среднем. Доля расходов на государственное управление в расходах бюджета имела следующую динамику: в 2000 г. — 3,7%, в 2005 г. — 7,6%, в 2007 г. — 8,8%<sup>1</sup>.

Сложнее проиллюстрировать то, что государство не достаточно беспокоилось за создание условий и институтов, обеспечивающих лучшую работу рынков. Воспользуемся некоторыми общепринятыми в международных сопоставлениях индикаторами. В 2007 г. — самом успешном по темпам роста — эти индикаторы показывали следующие позиции России: 105-е место из 130 стран по индексам верховенства права (*Rule of Law*) и качества регулирования (*Regulatory quality*); 145-е место из 180 стран по индексу восприятия коррупции (*Corruption Perceptions Index*); 130-я позиция по индексу сложности налогообложения бизнеса (*Paying taxes*); 120-е место из 157 стран по индексу экономической свободы (*Index of Economic Freedom*); 58-е место из 131 страны по индексу глобальной конкурентоспособности (*GCI*), 54-е место из 130 стран по индексу эффективности государства (*Government Effectiveness*); низкие позиции страна занимала по компонентам, входящим в расчет индекса сложности ведения бизнеса (*Doing business*).

Назовем другие аргументы в пользу тезиса об отсутствии стимулов для развития внутреннего финансового рынка. Во-первых, крупнейшие российские компании постепенно сфокусировали спрос на финансовые ресурсы и услуги финансовых посредников за пределами России. Об этом свидетельствуют данные о росте внешнего долга нефинансового сектора. Этот индикатор вырос с 2001 г. по 2007 г. в 7,5 раз,

<sup>1</sup> Рассчитано на основе [6].



**Рис. 4.** Структура финансового рынка России, конец 2 кв. 2012 г. (источники: Sbonds; Банк России; Московская биржа; расчеты автора)

достигнув в 2007 г. 163,4 млрд долл., а в 2008 г. — 261 млрд долл. (рис. 3). Крупнейшими корпоративными должниками на внешнем рынке стали госкомпании «Газпром», «Роснефть», ВТБ, РЖД, «Россельхозбанк», «Транснефть» и др. Активность финансовых и нефинансовых корпораций на рынке внешних заимствований одновременно с ослаблением внимания к развитию отечественного фондового рынка привели к формированию структуры финансового рынка, в которой подавляющая доля приходится на долговые инструменты, а доля внешних заимствований составляет порядка 1/5 (рис. 4). Во-вторых, беспрецедентно высокими оказались масштабы вывода российских активов в оффшорные компании. В оффшор уходили заключаемые сделки и проводимые операции множества компаний. На оффшорные компании приходилось порядка 75% входящих и исходящих прямых инвестиций.

Игнорирование первостепенных задач и очевидных проблем, сдерживающих развитие экономических институтов, при нарастании участия российских компаний на зарубежных рынках капитала повлекло множество негативных последствий. Структура собственности многих российских корпораций продолжала оставаться высококонцентрированной. Значительное число компаний не рассматривали серьезно потенциал финансирования посредством выпуска акций и облигаций, а если такие планы и строились, то внутреннему финансовому рынку в них отводилась второстепенная роль. На российском рынке закрепилась слабая отраслевая диверсификация. Торговая активность концентрировалась на рынках нескольких компаний: в 2007 г. 74% капитализации рынка акций представляли то-

пливную промышленность, электроэнергетику и металлургию; на десять крупнейших эмитентов приходилось 66% капитализации и более 90% объема биржевых торгов. Правовой вакуум, неясность с порядком налогообложения участников мешали развитию срочного рынка. В числе портфельных инвесторов на рынке продолжали преобладать спекулятивные зарубежные фонды. Отечественные финансовые посредники, представляющие небанковский сектор, не имели достаточной базы для роста и оставались мелкими. Усилий организаторов торговли и ограничительных мер финансового регулятора оказалось недостаточно, чтобы сдержать утечку ликвидности за рубеж. Фондовые биржи запаздывали с внедрением лучших торговых технологий и централизованного клиринга. Отсутствовал центральный депозитарий, существовавшая учетная инфраструктура несла большие риски для инвесторов в части защиты прав собственности на ценные бумаги, влекла избыточные издержки при проведении операций.

1. Немалые трудности наблюдались в развитии банковского сектора. Большое число банков испытывало проблемы наращивания капитала. В 2007 г. 36,1% от числа действующих кредитных организаций имели капитал менее 5 млн евро в рублевом эквиваленте (см. Обзор российского рынка публичных размещений акций, январь — декабрь 2011, с. 15 на Offerings.ru). В системе сохранялся низкий уровень доверия. В условиях, когда Центральный банк не обладал достаточно надежными инструментами управления уровнем ликвидности банковской системы, это периодически оборачивалось кризисами ликвидности и остановками рынка МБК.

Индикаторы финансового развития России, 2003–2011 гг.

Показатель	2003	2007	2008	2009	2010	2011
Финансовая глубина: М2 к ВВП, %	25,8	36,6	37,0	45,6	47,7	40,2
Внутренний кредит частному сектору, % ВВП	21,2	38,8	42,2	46,2	44,9	46,8
Внутренний кредит, обеспеченный банковским сектором, % ВВП	27,9	24,4	24,0	33,7	38,4	39,6
Рыночная капитализация компаний, имеющих листинг, % ВВП	53,6	115,6	23,9	70,5	67,5	42,9
Оборот фондового рынка к среднегодовому значению рыночной капитализации, %	45,6	58,9	59,2	108,5	85,7	127,3
Оборот фондового рынка, % ВВП	18,8	58,1	33,9	55,9	54,0	64,0
Выпуск акций и корпоративных облигаций в структуре источников финансирования инвестиций в основной капитал, %	0,5	3,4 (2005) 2,7 (2006)	0,9	1,1	1,11	н.д.
Активы в негосударственных пенсионных институтах, % ВВП	н.д.	0,11	0,11	0,21	0,33	0,62
Стоимость чистых активов паевых фондов, % ВВП	0,58	1,91	1,2	0,83	0,97	0,87
Страховые премии, % ВВП	3,36	2,33	2,31	2,52	2,3	2,33

Источники: World Bank, Росстат, расчеты автора.

2. Значительные проблемы проистекали из особенностей формирования некоторых банков. Ряд банков, контролируемых одним собственником или группой связанных собственников, имели устойчиво высокий показатель крупных кредитных требований на одного заемщика, демонстрировали признаки преимущественного кредитования заемщиков, связанных с банком-кредитором. Даже с учетом того, что в течение 2007 г. количество кредитных организаций, нарушавших норматив Н6 (максимальный размер риска на одного заемщика или группу связанных заемщиков) снизилось с 309 до 250, оно все равно составляло значительную долю участников рынка (22%) (по данным Обзора российского рынка публичных размещений акций, январь — декабрь 2011, с. 34 на Offerings.ru). Продолжая выполнять роль элемента, обслуживающего крупных промышленных игроков, такие банки оставались малопрозрачными и концентрировали в себе значительные риски. Частные независимые от промышленных игроков банки испытывали проблемы уязвимости к колебаниям денежного рынка. Многие из них начиная с 2002–2003 гг. развивали бизнес-модель, в рамках которой доставляли ликвидность на внутренний рынок, осуществляя на выгонных условиях внешние заимствования. Возникновение на мировых финансовых рынках в 2007 г. признаков острого кризиса спровоцировало отток капитала из страны, привело к ужесточению условий внешних заим-

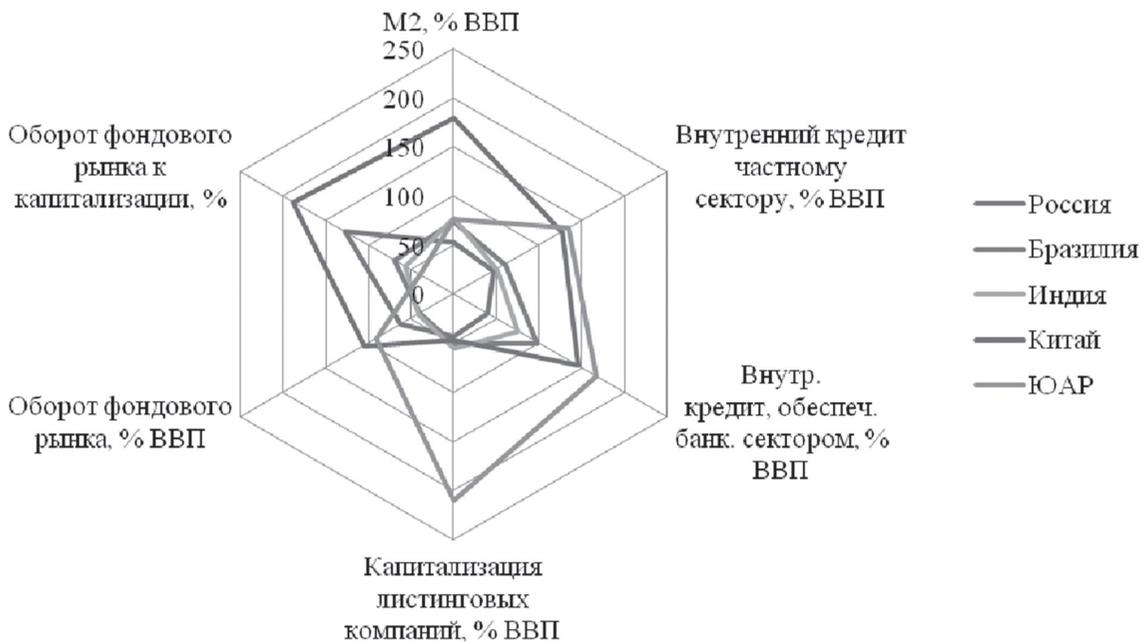
ствований, что обусловило резкое сокращение уровня ликвидности банковского сектора и соответствующий рост ставок на межбанковском рынке.

Начавший свое развитие институт коллективных инвестиций быстро обнаружил серьезные ограничения роста, проистекавшие главным образом из особенностей структуры фондового рынка. Управляющие компании открытыми и интервальными паевыми инвестиционными фондами (ПИФ), средствами пенсионных накоплений, негосударственные пенсионные фонды (НПФ) остро ощущали нехватку на рынке достаточно широкой линейки инструментов инвестирования, позволяющей достичь удовлетворительного уровня диверсификации. В период роста рынка происходил бурный рост аккумулированных ими активов и числа пайщиков, падение котировок оборачивалось не только снижением стоимости чистых активов, но и массовым оттоком участников. Большую тревогу вызывали колебания стоимости активов в секторе институтов, управляющих пенсионными накоплениями. Серьезными факторами, ограничивающими рост данных сегментов рынка, явились относительно узкий слой среднего класса и низкий уровень доверия населения к финансовым институтам.

В таблице показана динамика индикаторов финансового развития в России в 2003–2011 гг., а на рис. 5 продемонстрировано, как изменился уровень развития финансовых



а) 2007 г.



б) 2011 г.

**Рис. 5.** Индикаторы финансового развития, выборка стран (источники: World Bank, World Economic Forum, Банк России, расчеты автора)

рынков экономик группы БРИКС с 2007 г. до 2011 г. Период 2003–2007 гг. интересен тем, что несмотря на указанные недостатки, обнаруживаемые с помощью оценки и анализа некоторых статистических параметров (например, структуры рынка) и выявляемые посредством субъективно формируемых индексов (характеризующих управляющие воздействия государства), российский финансовый рынок продемонстрировал существенный подъем большинства своих секторов.

В 2008 г. правительство России заявило амбициозный, имеющий как экономическую, так и политическую составляющие долгосрочный проект создания в Москве международного финансового центра. ФСФР были подробно вычленены и проанализированы проблемы, препятствующие дальнейшему абсолютному и относительному росту российского финансового рынка. Однако, как показывает анализ динамики индикаторов финансового развития в период 2008–2011 гг., предполагаемого каче-

ственного повышения конкурентоспособности российского финансового рынка в эти годы не произошло.

Так, в 2007 г. банковский кредит покрывал менее четверти российского ВВП, тогда как в сопоставимых экономиках этот показатель был в разы выше: в Индии — 61, в Бразилии — 92, в Китае — 128%. В период с 2003 г. по 2011 г. данный показатель вырос в России в 2,2 раза, достигнув 46,8%, но по-прежнему был много ниже среднемирового уровня 130%. В 2009 г. лишь 30,62% общего числа фирм в России при финансировании инвестиций использовали банки, а показатель нетто-заимствований нефинансового сектора у банков лишь с 2006 г. вышел из отрицательных значений. Доля внутреннего кредита, обеспеченного банковским сектором, в ВВП за период с 2003 г. по 2011 г. выросла в 1,4 раза, достигнув 39,6%, что показывало сильное отставание от среднемирового уровня 165%.

Привлекаемые предприятиями посредством эмиссии акций и облигаций средства, по данным Росстата, составляли ничтожно малую величину: максимальный результат в 2005 г. — 3,4% потребности в финансировании инвестиций в основной капитал, по итогам 2008–2010 гг. — порядка 1,0% такой потребности. Отношение рыночной капитализации компаний, имеющих листинг, к ВВП за период с 2003 г. по 2011 г. снизилось на 20%, а его отставание от среднемирового уровня более чем на треть еще не выражает действительного разрыва уровня развития российского фондового рынка от его конкурентов. Несколько лучше, казалось бы, выглядит динамика оборота фондового рынка к ВВП, характеризующего ликвидность фондового рынка, его привлекательность для игроков. За период с 2003 г. по 2007 г. он вырос более чем трехкратно и достиг 58%, что все же было существенно ниже, чем на сопоставимых рынках: в Индии — 89%, в Китае — 223%. Этот разрыв несколько нивелировался к 2011 г., однако в действительности, как показал 2012 г., этот рост был временным явлением. Российский внутренний фондовый рынок испытывает серьезные проблемы, связанные с удержанием оборотов на отечественных площадках.

Разрыв показателей валового сбережения и валового накопления, нормированных к ВВП, оставался устойчиво положительным (в 2007 и 2008 гг. составлял порядка 6%), что свидетельствовало о недостаточном функциональном уровне рыночного механизма трансформации сбережений в инвестиции. Финансовый рынок

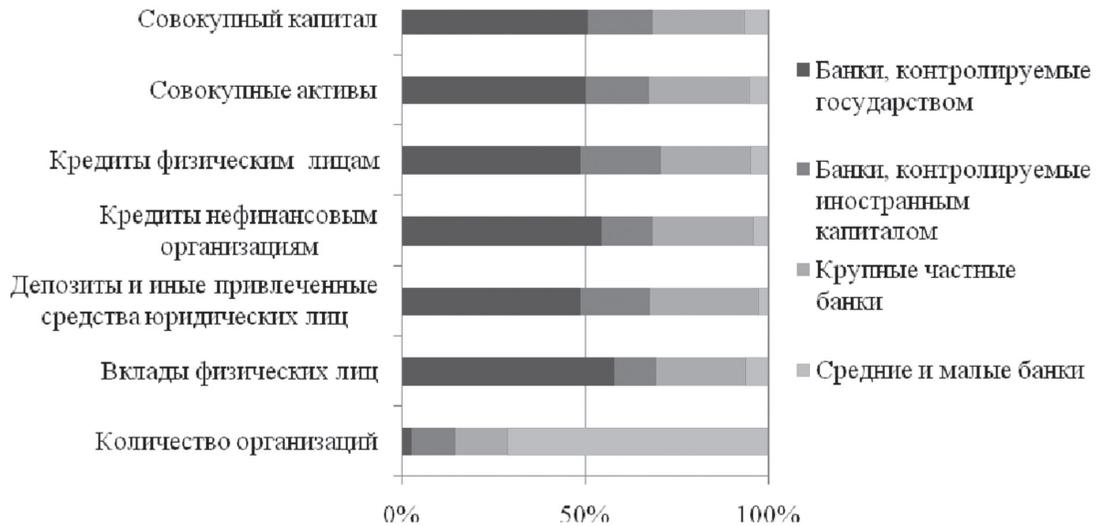
не обеспечивал экономику длинными деньгами. Об этом говорят данные, характеризующие темпы и уровень развития институтов коллективных инвестиций: в 2007 г. активы, сосредоточенные в негосударственных пенсионных институтах составили 0,11% ВВП, стоимость чистых активов паевых фондов — 1,91% ВВП, объем собранных страховых премий — 2,33% ВВП.

### 3. Актуальные характеристики секторов финансового рынка, проблемы и условия развития

Банковский сектор. Кредитные организации образуют в России наиболее мощную группу финансовых посредников. Правовое поле позволяет российским банкам формировать модель универсального банка, хотя в секторе наблюдается довольно большое разнообразие реализуемых бизнес-моделей. Количество действующих кредитных организаций, имеющих право на осуществление банковских операций, на 1 ноября 2012 г. насчитывало 1032 [2, с. 108]. Величина активов кредитных организаций составляла более 44,3 трлн руб., то есть 74,4% ВВП.

Одним из значимых условий функционирования современного банковского сектора России является нехватка и высокая стоимость внутренних денежных ресурсов. Нехватка ресурсов определяется умеренными темпами роста экономики, характеристиками структуры распределения доходов, особенностями устройства пенсионной системы и сберегательного поведения населения. Особенно заметный дефицит наблюдается в сегменте длинных денег, что объясняется предпочтениями домохозяйств (короткие депозиты предпочитают длинным<sup>1</sup>) и слабым развитием институтов, призванных аккумулировать длинные деньги в экономике (страхование жизни, пенсионные фонды). Кроме того, нормы Гражданского кодекса РФ (п. 2 ст. 837) позволяют физическим лицам без каких-либо ограничений отзывать свои срочные депозиты, что затрудняет применение соответствующего способа формирования банками длинных пассивов. Дороговизна внутренних ресурсов прежде всего вытекает из острой конкуренции за эти ресурсы и высокой инфляции. По итогам 2012 г. инфляция в России составила 6,7% (ИПЦ). Средневзвешенные ставки по депозитам в том же году составили 6,4% по вкладам до 1 года и 7,5% по вкладам

<sup>1</sup> По состоянию на 1.10.2012 г. объем депозитов физических лиц, привлеченных банками на срок более 3 лет составлял менее 9% от всей суммы депозитов.



**Рис. 6.** Выборочные структурные характеристики банковского сектора России на 01.01.2012 г. (источники: Банк России, расчеты автора)

свыше 1 года. Проблему дефицита внутренних ресурсов усугубляет также феномен «встроенного» экспорта капиталов.

Дефицит внутренних ресурсов определяет зависимость российской банковской системы от внешних ресурсов. Это, в свою очередь, обуславливает ее уязвимость к шокам ликвидности. В период с начала 2006 г. по сентябрь 2008 г. внешняя задолженность банковской системы выросла в 4 раза — с 50 до 196 млрд долл., позволив банкам нарастить объемы внутреннего кредитования. Однако в 2008 г. внешнее рефинансирование как банковского сектора, так и нефинансовых компаний прекратилось, что привело российский банковский сектор к глубокому кризису ликвидности. К октябрю 2010 г. денежные обязательства банков перед внешними кредиторами (без долговых обязательств перед прямыми инвесторами и предприятиями прямого инвестирования) сократились до 125,7 млрд долл., но к середине 2012 г. вновь значительно возросли — до 174,1 млрд долл.

Недостаточная глубина финансового рынка ограничивает круг инструментов, которые может задействовать Центральный банк. В управлении ликвидностью банковской системы Банк России вынужден использовать только часть из известного инструментария. Так, в период кризиса 2008–2009 гг. ЦБ осуществлял предоставление краткосрочных (до 6 месяцев) беззалоговых кредитов коммерческим банкам. Вместе с тем он не мог использовать более гибкие и эффективные инструменты, такие как операции на открытом рынке, операции репо. Причина — крайне недостаточная глубина денежного рынка и рынка капитала в России (ма-

лый объем находящихся в обращении ликвидных финансовых инструментов с низким уровнем риска).

Особенности развития банковской системы России тесно связаны с моделью формирования источников денежного предложения. В формировании таких источников начиная с 1999 г. важную роль играло движение международных резервов, что являлось следствием экспортоориентированной модели экономики, длительной конъюнктуры высоких мировых цен на сырье. Роль правительства как перманентного чистого заемщика на рынках денег и капитала оказалась низкой. Начиная с 2008 г. Минфин России выступает не как заемщик, а как кредитор в этой системе, размещая крупные собираемые в бюджет суммы посредством аукционов среди банков.

Еще одна особенность банковского сектора России — доминирование банков, контролируемых государством (рис. 6). На подконтрольные государству банки приходится порядка 58% вкладов физических лиц, более 50% совокупных активов банковского сектора, более 50% портфеля долговых обязательств, 54,5% суммы кредитов нефинансовым организациям и около 49% кредитов физическим лицам. Спрос нефинансовых организаций на долгосрочные кредиты удовлетворяется контролируемыми государством банками на 83%. Крупные частные банки доминируют лишь по статье вложений в долевые ценные бумаги (свыше 60% таких активов).

К другим актуальным проблемам банковской системы относятся низкая капитальная база большинства банков и недостаточные темпы концентрации капитала в частных бан-

ковских институтах, препятствующие предоставлению крупных долгосрочных кредитов реальному сектору, снижение чистой процентной маржи при относительно незначительной роли комиссионных доходов банков (отсюда риск отставания темпов наращивания собственного капитала по сравнению с темпами роста активов), низкая производительность в банковском секторе, высокая уязвимость к процентному и валютному рискам, являющаяся в числе прочего следствием низкого качества управления.

**Фондовый и срочный рынки.** При анализе особенностей российского фондового рынка первое, на чем следует акцентировать внимание, — то, что он не рассматривается бизнесом как важный источник инвестиций и действенный институт стимулирования предпринимательской активности. Об этом говорят разные данные — о привлечении посредством размещения на внутреннем рынке ценных бумаг средств на цели финансирования инвестиций, количестве эмитентов, имеющих листинг на российских биржах, активности внутреннего рынка IPO.

Число отечественных компаний, котирующих свои ценные бумаги на национальных биржах, в 2011 г. составило 327, в т. ч. котирующих акции — порядка 230. Эти цифры пренебрежимо малы в сравнении с численностью открытых акционерных обществ в стране, которых, по наблюдениям Росстата, в 2010 г. насчитывалось 8845.

В 2011 г. объем отечественного рынка IPO оказался на уровне 11,37 млрд долл. (см. Обзор российского рынка публичных размещений акций, январь — декабрь 2011, Offerings.ru), то есть 0,64% российского ВВП. По своему объему рынок IPO в два раза уступал пиковым значениям 2007 г. Среди компаний, проводивших первичное размещение акций, растет число холдингов, зарегистрированных не в России, а в иностранных юрисдикциях. Структура рынка по критерию географического места размещения характеризуется превалированием доли, приходящейся на зарубежные площадки: по стоимости размещений — порядка 66% рынка. Таким образом, существенной проблемой формирующегося российского фондового рынка является утечка торговой активности за пределы российской юрисдикции.

Помимо первичного рынка отток торговой активности характерен для вторичного. Так, в первом полугодии 2012 г. на Московскую фондовую биржу пришлось не более 55% от совокупного объема торгов акциями российских

эмитентов. 45% покупок и продаж пришлось на зарубежные площадки — Лондонскую, Нью-Йоркскую фондовые биржи и прочие. Объем торгов внутри России составляет только порядка 1% мирового.

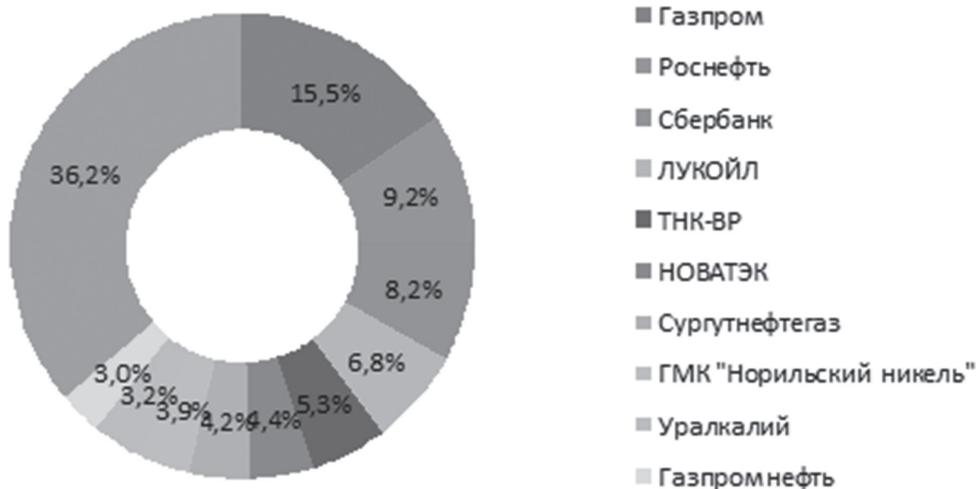
Значимым условием развития российского фондового рынка остается его недостаточная привлекательность для инвесторов — индивидуальных, институциональных, внутренних и зарубежных. На конец первого квартала 2011 г. число индивидуальных инвесторов, являющихся клиентами российских брокерских компаний, составило 713 тыс., из них активных инвесторов — порядка 100 тыс., число пайщиков ПИФов — 550 тыс. Оценка общего числа индивидуальных инвесторов — не более 0,7% от численности всего населения России. Аналогичные показатели в других странах таковы: доля населения, инвестирующего в акции, в 2005 г. в Германии составляла 5,7%, в США — 11,3%, в Великобритании — 21,6%.

Причины осторожного отношения инвесторов к российскому фондовому рынку известны: предельно малое число ликвидных бумаг на рынке (в зависимости от применяемых критериев число ликвидных акций составляет от 8 до 30), высокая концентрация рынка в относительно немногочисленной группе эмитентов (85% оборота всего рынка приходится на десять крупнейших по капитализации компаний, треть капитализации всего рынка приходится на три компании — Газпром, Роснефть и Сбербанк (рис. 7)), высокая зависимость ценовой конъюнктуры российского рынка от мировых цен на нефть.

Существенным условием, препятствующим притоку ликвидности на отечественные площадки, является то, что российский рынок не признается консервативными зарубежными институциональными инвесторами в качестве регулируемого. Кроме того, надо отметить, что вести инвестиционный бизнес в России дорого, а при невысоких торговых оборотах и недостаточном спросе со стороны корпоративных и индивидуальных клиентов — неэффективно.

Серьезными факторами низкой инвестиционной привлекательности российского фондового рынка являются неудовлетворительная работа институтов, ответственных за защиту частной собственности и прав инвесторов, недостатки в работе правоприменительной и судебной систем, дефицит доверия к правительству, неопределенность, исходящая из его решений.

Недостаток активности индивидуальных и институциональных инвесторов связан с



**Рис. 7.** Структура российского рынка акций по капитализации эмитентов (100 наиболее ликвидных акций), 31.09.2012 г. (источники: Московская биржа, расчеты автора)

высокими характеристиками риска фондового рынка. Так, в кризисный и посткризисный период 2008–2011 гг. российский рынок акций подвергся максимальной негативной переоценке среди сопоставимых рынков. Коэффициент «капитализация компаний к ВВП» упал за этот период с отметки 116% до уровня 44%. Коэффициент Р/Е российского рынка, составлявший в 2006 г. 11,7, в 2011 г. снизился до уровня 5,0. В среднем в 2011 г. он составил 6,7; в 2012 г. — 5,8.

Стандартное отклонение доходности индекса РТС, рассчитанное по ежемесячным данным за период с 2001 г. по май 2012 г., равняется 10,58%. Аналогичный показатель за тот же период, рассчитанный по индексу S&P500, заметно ниже и равен 4,36%. Медиана индекса волатильности российского рынка RTSVX равна 33,21 пунктов. Колебания данного индекса за период его измерений (с июня 2006 г.) происходили в очень широком диапазоне — от 18,85 в декабре 2007 г. до 200,49 пунктов в ноябре 2008 г. Для сравнения внутридневной максимум индекса волатильности VIX, рассчитываемого по опционам на акции, входящие в базу S&P500, был зафиксирован 24 октября 2008 г. и составил 89,53, медиана данного индекса с июня 2006 г. составила 19,91.

Наконец, тестирование российского рынка на предмет его информационной эффективности не во всех случаях подтверждает гипотезу о его эффективности по крайней мере в слабой форме. Это ставит под вопрос возможность применения общепринятых методов анализа рынка и формирования стратегий торговли.

Малое число ликвидных бумаг и высокая концентрация капитализации и оборотов в

узком отраслевом сегменте (порядка 70% капитализации рынка акций приходится на топливную промышленность, электроэнергетику и металлургию) вместе с зависимостью от внешнеэкономической конъюнктуры определяют сложности осуществления внутрирыночной диверсификации.

Все это также обуславливает низкую инвестиционную привлекательность российского фондового рынка, влияет на формирование структуры участников рынка и модели их поведения. До настоящего времени в стратегиях глобальных игроков российский рынок остается площадкой для краткосрочной спекулятивной игры.

Закладываемые инвесторами при покупках акций российских эмитентов значительные рискованные премии ведут к их недооценке, выявляемой при сравнении не только с компаниями-аналогами из развитых стран, но и с сопоставимыми компаниями и рынками, представляющими развивающиеся экономики.

Обозначенные проблемы сказываются на уровне развития индустрии фондового бизнеса (брокерско-дилерские компании, доверительное управление, инвестиционные фонды). Уровень развития индустрии фондового бизнеса и коллективных инвестиций остается низким.

В России на 100 тысяч человек приходится только одна подобная компания-посредник, в то время как в США — пять (без учета компаний, зарегистрированных на уровне штатов), во Франции — 6, а в Великобритании — 35. Бизнес брокерско-дилерских (инвестиционных) компаний остается в России чрезвычайно высокорисковым. Этот тезис подтвержда-

ется данными о динамике присутствия таких компаний в России. Как указывает Я. Миркин [4], кризис 1998 г. вызвал трехкратное снижение числа игроков в секторе (октябрь 1999 г. к сентябрю 1997 г.); кризис 2008 г., по расчетам НАУФОР [7], повлек снижение числа брокерско-дилерских компаний более чем на 20%. Относительно большую величину составили при этом потери в региональном сегменте.

Плотность покрытия территории страны услугами финансовых компаний оказывается крайне неравномерной. Основные ресурсы и игроки сконцентрированы в Москве. Города численностью свыше 500 тыс. чел., как правило, имеют некоторое присутствие финансовых компаний, преимущественно за счет игроков, имеющих головной офис в Москве. В двадцатке крупнейших и наиболее широко представленных в России брокерско-дилерских компаний 18 — московские и по одной из Новосибирска и Санкт-Петербурга. Сотни городов России чрезвычайно слабо охвачены индустрией небанковских финансовых посредников, а их население не имеет доступа к их услугам.

Риск и потеря привлекательности брокерско-дилерского бизнеса определяются складывающейся вокруг системы регулирования и надзора неопределенностью, являются следствием существующих завышенных требований к капиталу, объясняются осторожностью инвесторов к сфере фондового рынка. Среди указанных недостатков и противоречий сложившейся модели такого бизнеса, укажем, например, на доступ брокеров к средствам клиентов (см. цикл интервью, посвященных подведению итогов двадцатилетнего развития российского рынка и двадцатилетию выхода журнала «Рынок ценных бумаг» [8, с. 20]), чем определяются высокие требования к капиталу, невозможность реализации простейшей бизнес-модели брокерской компании, отсутствие института инвестиционного консультанта. Обратной стороной данных условий становится снижение конкуренции в секторе, потеря качества и доступности услуг.

Институты технической инфраструктуры (депозитарии, клиринговые организации, регистродержатели) также являются источником рисков и издержек, превышающих общий конкурентный уровень. В качестве основания чаще всего обращают внимание на фрагментацию — множественность учетных институтов, дублирование ими функции учета прав на ценные бумаги. После принятия в декабре 2011 г. закона «О центральном депозитарии» и

присвоения в ноябре 2012 г. такого статуса НКО ЗАО НРД в России стартовал процесс перехода к централизованной системе учета ценных бумаг, однако он также содержит определенные риски. В частности, эксперты опасаются, что в результате создания центрального депозитария и открытия в нем счетов номинального держателя крупнейшими зарубежными учетными институтами, усилится отток операций с финансовыми инструментами из России (см. цикл интервью, посвященных подведению итогов двадцатилетнего развития российского рынка и двадцатилетию выхода журнала «Рынок ценных бумаг» [8, с. 20]).

Определенные проблемы характерны для организации фондовой торговли. Они выражаются в отставании развития альтернативных электронных торговых систем, отсутствии рынка крупных заявок и обслуживающих их технологий типа частных внебиржевых систем обеспечения доступа к ликвидности, систем скрытой ликвидности, образованных на базе брокерско-дилерских систем интернализации заявок. Крупнейший российский организатор торговли финансовыми инструментами — Московская биржа — имеет в лице своих предшественниц (ЗАО «Фондовая биржа ММВБ» и ОАО «РТС») незначительный по времени опыт организации рынков с центральным контрагентом и системой без предварительного обеспечения. Определенный, главным образом, репутационный ущерб нанесли случившиеся в последние два года технические остановки торгов, вызванные сбоями в работе торговых систем. Еще одной сложностью, возникшей перед организаторами торговли, является резкий рост объемов алгоритмической торговли, вытеснение некрупных частных клиентов с рынков программами-роботами.

Характеризуя развитие в России срочного рынка, отметим следующее. В настоящее время срочный рынок включает широкую линейку производных инструментов — фьючерсов и опционов, базовыми активами которых являются индексы, товары, акции, облигации, процентные ставки, другие производные. Объем торгов на срочном рынке Московской биржи достиг в 2011 г. 1,1 млрд контрактов (в среднем 4,4 млн контрактов за торговый день) стоимостью 56,8 трлн руб., что составило 104% ВВП. Однако развитие срочного рынка при одновременной стагнации на фондовом рынке свидетельствует в пользу уже обозначенной проблемы: фондовый рынок не является поставщиком длинных денег в экономику, а спрос на срочные контракты определяется активностью

спекулятивных игроков с коротким горизонтом инвестирования.

Существенной проблемой российского фондового рынка можно назвать его изолированность от более крупных — американского, европейского и азиатского рынков. Зарубежные рынки в последние годы претерпели глубокие структурные и интеграционные преобразования, приведшие к смягчению или вовсе устранению фрагментации за счет слияния бирж, образования биржевых альянсов, поглощения биржами альтернативных торговых систем, унификации технологий сбора и обработки заявок, расчетов и хранения ценных бумаг. В этом процессе задействованы крупнейшие игроки — NYSE, NASDAQ, Euronext, Deutsche Börse. Российские организаторы торговли оказались вне процесса международной интеграции.

Серьезным обстоятельством изолированности нашего рынка, влияющим на возможности его роста, является временной разрыв, в который попадает торговая сессия на российских биржах. Время российской торговли — это период, когда финансовая индустрия зарубежных рынков не активна. Поэтому инвесторы, заключающие сделки с российскими активами, стремятся уйти на рынок депозитарных расписок на российские акции. Это устраняет часть инвестиционного риска.

**Институциональные инвесторы.** По данным НЛУ, по состоянию на начало 2013 г. в России функционировал 1371 паевой фонд, суммарная стоимость чистых активов (СЧА) которых составляла 508,2 млрд руб. Если исключить из рассмотрения закрытые фонды недвижимости и рентные фонды, оставив ПИФы, ориентированные на операции с ценными бумагами и инструментами денежного рынка, то сумма СЧА сектора снизится до 205,6 млрд руб. Вес данного сектора относительно ВВП крайне мал (0,36% с учетом стоимости активов закрытых фондов недвижимости и рентных фондов — менее 0,9%) и значительно уступает аналогичным показателям развитых экономик (в Германии стоимость активов инвестиционных фондов, аналогичных российским паевым инвестиционным фондам — более 12% ВВП, в Великобритании — порядка 35%, в США — 100% ВВП).

В секторе управления ПИФами наблюдается высокая концентрация: 50% суммарной стоимости активов открытых фондов приходится на долю первых семнадцати УК, половина СЧА интервальных фондов сконцентрирована у пяти УК.

Удачно сформированная на начальной стадии модель ПИФов в России позволила просуществовать этому институту без инцидентов, связанных с нарушением прав инвесторов. Однако качество управления активами все же оказалось не на высоте. Инвесторы теряли свои деньги в результате низкой результативности работы управляющих и высокой стоимости их услуг.

Число компаний, управляющих пенсионными накоплениями, на середину 2012 г. в России составило 58, а число негосударственных пенсионных фондов 143. Общее число участников НПФ к данному периоду достигло 6,7 млн чел., или 9,4% от числа лиц, имеющих пенсионные накопления (преимущественно — это работники крупных корпораций). В секторе наблюдается высокая концентрация. 20 крупнейших НПФ, преимущественно созданных для работников корпораций, контролируют более 80% всех сформированных пенсионных резервов. На них приходится свыше 2/3 всех участников фондов и объема выплат негосударственных пенсий.

Суммарный объем пенсионных накоплений в УК, участвующих в системе обязательного пенсионного страхования, к середине 2012 г. составил 1478,0 млрд руб., объем пенсионных накоплений в НПФ — 558,3 млрд руб. В совокупности это составляет 3,5% ВВП. Такие показатели нельзя признать свидетельствующими ни о высоком значении создаваемого накопительного механизма в обязательном пенсионном страховании, ни о достаточном включении пенсионных накоплений в рыночный механизм трансформации сбережений в инвестиции.

Существенными сдерживающими факторами развития паевых инвестиционных фондов и негосударственных пенсионных фондов являются низкий уровень доходов значительной части населения, ограниченные возможности осуществления игроками диверсификации инвестиций в пределах российского финансового рынка, как следствие, высокие капитальные риски. Еще один сдерживающий фактор — действующий налоговый режим, исключаящий предоставление налогового вычета лицам, намеренным самостоятельно заботиться о пенсии и готовым делать накопления.

Сектор страховых компаний в последние годы по индикатору отношения собранных страховых премий к ВВП (табл.) оставался примерно на одном уровне — 2,3% ВВП. Это примерно в 3 раза меньше аналогичного показателя развитых стран. По индикатору взве-

шенных по ВВП активов страховых компаний Россия уступает в 6 раз Китаю, в 12 — Индии, в 44 раза — Германии, в 46 раз США и более чем в 90 раз Великобритании.

В структуре рынка страхования по видам страхования с 2003 г. практически не происходит никаких изменений. Между тем такие изменения вполне ожидаемы в связи с тем, что соотношение между обязательным и добровольным страхованием, страхованием жизни и иными видами страхования диссонирует с опытом других стран, где относительно велика доля страхования жизни. Именно этот сегмент является одним из крупнейших механизмов, мобилизующих источники инвестиций в экономике.

Число компаний, осуществляющих в России страховую деятельность, к началу третьего квартала 2012 г. составляло 484, из которых 473 страховые организации и 11 обществ взаимного страхования. Так же, как и в других секторах финансового рынка, здесь велика концентрация: на десятку лидеров приходится 58% собранных премий и 64,4% выплат. Концентрации в отрасли способствуют различные причины, в частности — ужесточение требований по размеру минимального уставного капитала.

\* \* \*

Российская финансовая система, рассматриваемая за исключением сферы публичных финансов, еще не достигла роли системно значимой части национальной экономики. Ее вклад в производство валового внутреннего продукта относительно мал, она концентрирует небольшую (хотя и растущую) долю созданных и вновь создаваемых рабочих мест, ее роль в выполнении присущих финансовым системам общеэкономических функций незначительна. Во многом такая ситуация объясняется проблемами и противоречиями, проанализированными в работе. Нельзя сказать, что эта сфера находится вне внимания российской власти. В стране начиная с 2007–2008 гг. наблюдается попытка изменить отношение к финансовому рынку, задействовать его в новой модели роста. К сожалению, пока явного успеха здесь не замечается. Причины этого состоят, с одной стороны, в том, что отечественный финансовый рынок обнаруживает недостатки и отражает риски, вытекающие из изъянов всей экономики (структурных диспропорций, неразвитых институтов), слабости институционального каркаса экономики, неудач проводимой экономической политики, с другой стороны, в недостатке стимулов для его

развития у представителей власти и крупнейших игроков.

Российская экономика проявляет феномен функционального замещения внутреннего финансового рынка внешним. Крупнейшие и наиболее влиятельные игроки, главным образом, компании с участием государства успешно используют ресурсы международного рынка капитала и проявляют слабый интерес к развитию внутреннего финансового рынка. При этом их растущее влияние в последние годы постепенно вытеснило менее крупных участников — представителей финансового сектора из системы принятия решений, что отчетливо проявилось при обсуждении и принятии законов «О клиринге», «О центральном депозитарии», выработке решения о включении ФСФР в состав Банка России.

Различные сегменты российского финансового рынка следуют тенденции концентрации, теряют значительное число участников. При этом не происходит ни повышения качества или доступности услуг и продуктов, ни расширения их линейки в сторону более сложных продуктов. Одновременно остаются в стороне главные проблемы финансового рынка и всей экономики — отсутствие в стране широкого класса инвесторов и длинных денег, неудовлетворительный уровень диверсификации инструментов рынка, высокая зависимость финансового и нефинансового секторов от доступа к международному финансированию.

Преодоление данных проблем во многом зависит от того, можно ли добиться перенастройки стимулов крупных корпоративных игроков, повысить их спрос на продукты и услуги внутреннего рынка капитала и финансовых услуг. Такая перенастройка могла бы возникнуть под воздействием внешних факторов, например, заметного ухудшения конъюнктуры мировых цен на сырье. Такой сценарий не исключен, однако он не может рассматриваться как основной при разработке правительственной стратегии. Более прагматичным видится применение в нынешних условиях политических инструментов воздействия на стимулы игроков.

Отметим, кроме того, важность продолжения политики создания надежной современной инфраструктуры рынка, устранения барьеров для притока внутренних и зарубежных портфельных инвестиций. Существенными условиями успеха при этом являются последовательность политики борьбы с коррупцией, расчистка экономики от административных барьеров и улучшение бизнес-среды, продол-

жение политики таргетирования инфляции, Все это является частью текущей и стратегической повестки дня экономических реформ в стимулирование развития институтов, обеспечивающих аккумулирование длинных денег. России.

### Список источников

1. *Абрамов А., Радыгин А.* Финансовый рынок России в условиях государственного капитализма // Вопросы экономики. — 2007. — №6. — С. 2–44.
2. Банк России. Бюллетень банковской статистики. — 2012. — №11.
3. *Мау В.* Экономика и политика в 2011. Глобальный кризис и поиск новой модели роста // Вопросы экономики. — 2012. — №2. — С. 4–26.
4. *Миркин Я.* (2002). Рынок ценных бумаг России. Воздействие фундаментальных факторов, прогноз и политика развития. — М.: Альпина Паблишер, 2002. 624 с.
5. Отчет о развитии банковского сектора и банковского надзора в 2007 году / Банк России. — М., 2008.
6. Российский статистический ежегодник / Росстат. — М., 2011.
7. Российский фондовый рынок. Первое полугодие 2011. События и факты. — М.: НАУФОР, 2012. — 88 с.
8. Рынок ценных бумаг. — 2012. — № 9.

УДК 336.76

**Ключевые слова:** Россия, БРИКС, финансовые рынки и институты, финансовое развитие, государственное регулирование