

ФИНАНСОВЫЕ РЫНКИ

Н.С. Воронова

РОССИЙСКИЙ ФИНАНСОВЫЙ РЫНОК: ПЕРСПЕКТИВЫ РАЗВИТИЯ

В настоящее время большой интерес представляют анализ текущего состояния российского финансового рынка и оценка перспектив его развития. Десять лет назад было завершено формирование основ законодательного регулирования его важнейшего сегмента — рынка ценных бумаг. С тех пор рынок переживал катастрофические падения и постепенные подъемы в различных секторах. Последние полтора-два года он демонстрирует устойчивую, хотя и неравномерную тенденцию роста во всех сегментах.

К концу III квартала 2003 г. наметился уверенный выход России из глубокого финансового кризиса. Средства организаций и вклады физических лиц в банках, а также обращающиеся долговые обязательства банков составляли 97 млрд долл., пенсионные резервы — 2,2, страховые резервы — 8,5, средства инвестиционных фондов — 2,1 млрд долл. Это были инвестиционные ресурсы, аккумулированные финансовыми организациями. В это же время объем российского финансового рынка оценивался почти в 370 млрд долл. Из них 57,6% приходилось на акции по рыночной стоимости, 23,2 — на банковские ссуды, около 4% — на внутренние и внешние корпоративные облигации, остальное — на различные инструменты госдолга. По отношению к ВВП капитализация едва превышала 40%, активы российских страховых компаний не достигали 2% ВВП.¹

В 2004 г. объем размещения акций на внутренних рынках вырос более чем в 20 раз. Однако индекс РТС увеличился всего на 8,3%, капитализация рынка акций выросла на 18,3%. Около 75% объема сделок с российскими акциями пришлось на зарубежные торговые площадки. Корпоративных облигаций было размещено на 74% больше, чем в предыдущем году. Стоимость чистых активов паевых инвестиционных фондов достигла 3,9 млрд долл., пенсионные резервы негосударственных пенсионных фондов оценивались в 6,3 млрд долл.²

Наталья Степановна ВОРОНОВА — д-р экон. наук, профессор кафедры теории кредита и финансового менеджмента экономического факультета СПбГУ. В 1979 г. окончила экономический факультет Тюменского государственного университета. В 1983 г. защитила кандидатскую, в 1997 — докторскую диссертации в ЛФЭИ им. Н.А. Вознесенского. Автор и соавтор 80 публикаций научного и учебно-методического характера, из них — три монографии и пять учебников. Сфера научных интересов — корпоративные финансы, фондовый рынок, инновационные финансовые продукты.

К началу 2005 г. совокупный капитал российских коммерческих банков равнялся 34,1 млрд долл., снизившись с 6,2 до 5,6% ВВП, но в структуре инвестиций в основной капитал доля банковских кредитов возросла почти в три раза. При этом доля участия российских банков в размещении корпоративных облигаций не превышала 4,5 %, в размещении первичных публичных эмиссий им принадлежало 7,3%.³

В целом развитие финансового рынка оказалось недостаточно динамичным, что объяснялось наличием непродуманных законодательных ограничений, неразвитостью инфраструктуры, отсутствием корпоративной культуры.

Для преодоления негативных тенденций, препятствующих рыночному росту, были намечены меры по созданию необходимых предпосылок для формирования конкурентных институтов финансовой индустрии, по снижению регулятивных барьеров для выхода российских компаний на рынок капитала и созданию правовых основ формирования новых инструментов финансового рынка. Планировалось также укрепление законодательной базы защиты прав инвесторов и снижение инвестиционного риска на финансовом рынке, реформирование системы регулирования.⁴ Все предлагаемые меры были достаточно детально проработаны и сейчас поступательно реализуются. Капитализация рынка акций за 2005 г. увеличилась на 90%. Намеченный на период 2005–2008 гг. рост капитализации до 50% ВВП в самом начале 2006 г. оказался превышен и составил почти 63%.

Самым важным событием февраля текущего года на российском финансовом рынке стало преодоление индексом РТС отметки в 1500 пунктов. Таким образом, индекс только с начала 2006 г. вырос на 35%. К факторам, обеспечившим это увеличение, наблюдатели относят рост иностранных инвестиций и существенный рост внутренних инвестиций российских частных и институциональных инвесторов. На основе наблюдений тех же аналитиков набор факторов можно дополнить низкой доходностью банковских депозитов на фоне роста зарплат. Основываясь на указанной тенденции, российские инвесторы, ориентирующиеся на рынок акций, полны энтузиазма относительно вложений в бумаги, уже продемонстрировавших высокие темпы роста.

Между тем, как известно, когда рост котировок достигает заметных высот, это является свидетельством того, что потенциал роста котировок практически исчерпан. Кроме того, по общему мнению аналитиков, российские эмитенты «голубых фишек» в настоящее время оцениваются вполне адекватно и даже могут считаться переоцененными, поскольку рыночная капитализация некоторых из них превышает данный показатель для аналогичных западных компаний. Из этого следует вывод о неизбежном падении курсов «голубых фишек» в обозримой перспективе. Вложения в них оцениваются как подверженные особому риску, и в связи с тем, что совокупная ликвидность российского рынка акций невелика, им по-прежнему легко манипулировать; поэтому любая негативная информация о рынке или эмитентах может привести к моментальному падению котировок.

Российским инвесторам, исходя из этих рассуждений, рекомендуется активнее вкладываться в недооцененные акции второго и третьего эшелонов.⁵

Однако на фоне такой, казалось бы, однозначной ситуации у российских аналитиков нет единого мнения по поводу ценовой динамики российских акций, относящихся к разным группам с точки зрения их инвестиционных качеств.

В частности, обращается внимание на то, что весной 2005 г. прогнозировался значительный рост акций второго эшелона по сравнению с «голубыми фишками». Тем не менее в прошлом году «голубые фишки» росли столь же уверенно, как и в предыдущем. В итоге индекс РТС вырос более чем на 83%, тогда как рост индекса РТС-2 не достиг 70%. По расчетам аналитиков, портфель вложений в акции четырех компаний с самой высо-

кой капитализацией стабильно приносил доходность, превышающую 120% годовых.⁶ Некоторые бумаги второго эшелона по итогам 2005 г. обеспечили доходность до 677% (банковские акции), некоторые упали более чем на 75% (акции энергетических компаний).⁷

Столь значительный разброс доходности по бумагам одной группы не является привлекательным для массового инвестора, поэтому вряд ли следует ожидать такого существенного роста акций второго эшелона в целом, какой мог бы обеспечить розничный капитал. Вместе с тем высокий потенциал роста акций второго эшелона может быть очень быстро реализован при помощи новых паевых инвестиционных фондов, портфель активов которых будет повторять индекс РТС, на 30% состоящий из бумаг второго и третьего эшелонов. Такие фонды созданы в январе 2006 г. известными управляющими компаниями.⁸

Банковский сектор финансового рынка можно анализировать по разным параметрам. Некоторые аспекты его развития мы рассмотрели выше. В настоящее время наиболее интересной характеристикой данного сектора является, пожалуй, состояние рынка банковских акций, ставших наиболее доходным фондовым активом по итогам 2005 г. Как уже отмечалось, акции одного из банков выросли на несколько сотен процентов. Объем банковских вкладов в 2005 г. вырос на 300 млрд руб. и к концу года составил 2,6 трлн руб. Ожидается, что по итогам 2006 г. их величина превысит 3 млрд руб. Этот прогноз делается исходя из того, что средства, ежемесячно остающиеся на руках у 26% населения, не являющихся банковскими вкладчиками, оцениваются примерно в 22 млрд руб. Денежные власти намереваются стимулировать их привлечение в банковские депозиты.⁹

Сектор коллективных инвесторов не портит общей картины. Можно вспомнить, какие осторожные прогнозы делались относительно доходности вложений в паи инвестиционных фондов после бума 2003 г. и неудовлетворенных ожиданий 2004 г. За первое полугодие прошлого года объем привлеченных паевыми инвестиционными фондами средств составил всего 430 млн руб. Однако по итогам года рост стоимости паев пяти первых открытых фондов акций превысил 80%, интервальные фонды показали рост капитализированной доходности свыше 70%, до 80% доходности обеспечивали наиболее успешно работающие смешанные фонды. Доходность отдельных институтов коллективного инвестирования доходила до 140%.

Высокая доходность вложений различных институциональных инвесторов обеспечивается за счет двух составляющих. Во-первых, это высокий профессионализм портфельных управляющих. Во-вторых, это состояние финансового рынка, уровень его ликвидности, насыщенность разнообразными инструментами, позволяющая широко диверсифицировать вложения и применять другие современные методы эффективного управления капиталом.

Таким образом, подтверждается значение инструментальной структуры финансового рынка, возможность сегментации его секторов в соответствии с особенностями обращающихся на них инструментов, без «закрепления» сегментов за определенными финансовыми институтами. При таком подходе на финансовом рынке выделяют рынок непроцентных активов, денежный рынок, рынок ценных бумаг с фиксированным доходом, рынок титулов собственности (к нему относят все гибриды и суррогаты титулов собственности).¹⁰ Понятно, что на рынке непроцентных активов торговля валютой и драгоценными металлами осуществляется с помощью деривативов. Инструменты, обслуживающие другие сегменты, также часто используются в операционных схемах, включающих встроенные деривативы. Поэтому срочный рынок допустимо считать надстройкой над финансовым рынком.¹¹

Подобная классификация, как любая другая, не является совершенной. Но она заставляет сосредоточить внимание на необходимости расширять набор инструментов россий-

ского финансового рынка. Представляется, что сейчас это одна из главных задач по реализации его потенциала в качестве локомотива национальной экономики.

В мировой практике подавляющая часть сделок на всех сегментах финансового рынка опосредуется финансовыми инструментами, которые в широком смысле относятся к ценным бумагам.¹² Инновационные фондовые инструменты и связанные с их применением технологии — это то, чем все более активно пользуются российские эмитенты и инвесторы. Но пока они делают это с помощью зарубежных финансовых посредников на зарубежных финансовых рынках, размещая там свои деньги, акции или облигации. На российском рынке нет соответствующего предложения, что становится, на наш взгляд, все более серьезным препятствием роста его ликвидности.

Потребность в современных инструментах финансового рынка будет возрастать по мере роста активов и укрепления позиций таких российских институциональных инвесторов, как страховые компании и негосударственные пенсионные фонды. Как показывает западная практика, эти институты и инвестиционные фонды активно вкладываются в активы друг друга, эмитируя инструменты, каждый из которых закрепляет «комплексное» участие одного клиента в программах нескольких инвестиционных институтов одновременно. В результате на финансовом рынке появляются гибриды в виде так называемых переупаковок, или обертков.¹³

Разрабатывать и широко предлагать подобные и другие сложные финансовые конструкции, стандартизированные или ориентированные на решение проблем конкретного клиента, могут только мощные финансовые институты инвестиционного типа. Поэтому развитие инвестиционного предпринимательства по линии специализированных компаний и инвестиционных банков становится важным фактором повышения эффективности российского финансового рынка.

Бессмысленно делать выводы об итогах развития финансового рынка и прогнозировать его тенденции без связи с состоянием экономики в целом. Большинство российских и западных аналитиков весьма оптимистично оценивают текущую макроэкономическую ситуацию и благоприятно — перспективы ее развития на ближайшие годы. На российском рынке акций ожидается устойчивый рост котировок. С этим следует согласиться. При детальном анализе факторов роста производства и инвестиций в различных отраслях и сферах хозяйства оказывается, что рост обеспечивается, прежде всего, за счет стабильного функционирования крупных и средних корпораций.

В середине 1990-х годов о влиянии на уровень капитализации структуры собственности акционерных обществ, результатов их хозяйственной деятельности и качества корпоративного управления чаще говорили те, кто занимался вопросами теории корпоративных финансов и рынка ценных бумаг.¹⁴ Сейчас зависимость конъюнктуры фондового рынка от положения дел в корпоративном секторе признается очевидной. Поэтому рост российской машиностроительной отрасли в 2005 г. на 48%, легкой промышленности — на 15, пищевой — на 35%, а также оживление в нефтяных и инфраструктурных отраслях при сохранении наметившихся тенденций можно воспринимать как гарантию положительной ценовой динамики акций соответствующих эмитентов в будущем.¹⁵

Положительное влияние на рост ликвидности фондового рынка окажут новые первичные публичные размещения. Если в 2004 г. сумма выручки от IPO составила 700 млн долл., то в 2005 г. она превысила 6 млрд долл. В 2006 г. объем привлеченных таким образом средств может составить, как ожидается, от 10 до 30 млрд долл.¹⁶

В 2005 г. российские компании смогли инвестировать в основные фонды более 100 млрд долл. Из них около 10% было привлечено с российского финансового рынка.

В 2006 г., как планирует руководство ФСФР, эта доля повысится до 20% за счет того, что 70% российских акций (а не 50%, как сейчас) будут торговаться на российском фондовом рынке. Для этого, возможно, будет снижена доля уставного капитала, которая может быть сформирована за счет АДР.¹⁷ Одновременно планируется разрешить выпуск российских депозитарных расписок. Существенное увеличение предложения долевых инструментов должно вызвать интерес у российских инвесторов и стимулировать приток на рынок дополнительных капиталов. Однако следует помнить, что в России пока еще не достигнут тот уровень инвестиционной активности, когда все временно свободные средства розничных инвесторов тем или иным путем попадают на финансовый рынок. Между тем мощь крупнейших институциональных инвесторов прирастает, прежде всего, за счет этих средств.

По некоторым оценкам, в 2005 г. на депозиты российских коммерческих банков ежемесячно поступало от 20 до 50 млрд руб. На покупку ценных бумаг население тратило ежемесячно около 5 млрд руб., и объемы продаж инвестиционных паев иногда достигали 1 млрд руб. в месяц.¹⁸ Много это или мало? Велик ли потенциал расширения какого-либо из этих каналов притока розничных капиталов на финансовый рынок?

По опросам социологов, 54% населения в России вообще не имеет сбережений. Вложения в акции считают привлекательными только 5% опрошенных, а паи инвестиционных фондов являются объектом вложений только для 1% россиян. Отсутствие организованных сбережений у значительной части населения и осторожное отношение к некоторым финансовым инструментам можно трактовать двояко: и как нераскрытый потенциал роста инвестиций в российскую экономику, и как сдерживающий фактор. Объем неорганизованных сбережений оценивается с огромным разбросом. На этом фоне регуляторам финансового рынка необходимо учитывать множество факторов, воздействие которых разнонаправлено. Их стратегической целью остается создание благоприятных условий для быстрого превращения российского финансового рынка в механизм эффективного перераспределения капиталов в соответствии с потребностями национальной экономики.

В настоящее время Правительством принята к рассмотрению стратегия развития финансового рынка России на 2006–2008 гг., разработанная Федеральной службой по финансовым рынкам. Как ожидается, она будет способствовать качественным изменениям на российском финансовом рынке. В стратегии предлагаются меры для развития инфраструктуры российского финансового рынка, расширения спектра финансовых услуг, снижения общих рисков для инвесторов и эмитентов. Она предполагает также принятие изменений в законодательстве, направленных на снижение административных барьеров, устранение неоправданных издержек на финансовых рынках, укрепление институтов коллективного инвестирования.

Стратегия принята на основе Доклада о результатах и основных направлениях деятельности ФСФР России на 2006–2008 гг., сделанного на заседании Правительства. В докладе сформулированы цели и задачи развития. Цели, разумеется, стратегические, а задачи тактические. Таких задач выделено двенадцать. Среди них обращает на себя внимание тактическая задача 2.3 «Развитие рынка доступного жилья», она должна быть решена в ходе реализации цели по содействию развитию финансового рынка и его инструментов, обеспечению стабильности финансового рынка.¹⁹

Спору нет, задача исключительно важная. Понятно, что она связана с развитием ипотеки и рынка ипотечных ценных бумаг, являющегося необходимым элементом в структуре финансового рынка. Наверное, направления конкретной деятельности в рамках ука-

занной задачи действительно являются прерогативой главного регулятора на финансовом рынке. К ним отнесено нормативное обеспечение и контроль в области формирования кредитных историй, раскрытия информации по привлечению средств в отрасли формирования рынка доступного жилья; установление единых стандартов отчетности, в том числе электронных форматов указанной отчетности; осуществление мониторинга за подотчетными субъектами — жилищными кооперативами и, возможно, застройщиками. Но, как показывает апробированная (иногда столетиями) практика развитых стран, регулирование и контроль в столь специфических сферах деятельности более эффективно осуществляют специальные агентства, в том числе государственные. Ничего подобного стратегией не предусмотрено.

Ни в числе планируемых новых законодательно-нормативных актов, ни среди мер (настолько конкретных, что по ним расписаны объемы и сроки расходования бюджетных средств и отчетные показатели оценки эффективности использования) нет рекомендации о делегировании полномочий каким-либо специализированным структурам внутри ФСФР, в составе других регуляторов финансовой сферы или за пределами действующих сейчас регуляторов. На наш взгляд, должны быть намечены промежуточные цели (или задачи), более непосредственно касающиеся профессиональных и других участников фондового, денежного, валютного, ипотечного и всех других сегментов финансового рынка. Необходимость развития новых инструментов продекларирована не один раз, но в общих словах. Не случайно поэтому, что первой реакцией как на заседании Правительства, так и в финансовом бизнес-сообществе были слова о необходимости содействия развитию новых инструментов финансового рынка.

Прямо или косвенно многие намеченные ФСФР меры будут этому способствовать. Один лишь закон о коммерческих бумагах даст в руки инвесторов интереснейшие инструменты не только получения доходов, но и самостоятельного управления рисками. Эмитенты смогут использовать более эффективные стратегии управления активами и пассивами в условиях краткосрочных колебаний процентных ставок. А становление рынка ипотечных бумаг в его современном виде во всех странах происходило много позже того, как начала активно развиваться система ипотечного кредитования.

Таким образом, перспективы развития российского финансового рынка определяются многими объективными и субъективными факторами. К ним относятся оправданные или неоправданные ожидания инвесторов, добросовестность финансовых посредников, конъюнктура других рынков, политическая стабильность, структура сбережений, адекватность государственного регулирования, возможности саморегулирования и многое другое. Аналитики, профессиональные участники и исследователи, эмитенты и инвесторы по-разному, каждый со своих позиций, оценивают и эти перспективы, и приемлемость стратегий по их реализации.

¹ Доклад ФКЦБ РФ к заседанию Правительства РФ 11 ноября 2003 года «О мерах по развитию финансовых рынков в Российской Федерации». С. 3–6, 72 (www.fcsm.ru/).

² Развитие финансового рынка как важнейший фактор формирования инвестиционного климата в России (www.misex.ru/).

³ Роль банковской системы и фондового рынка в финансировании реального сектора (www.misex.ru/).

⁴ Проект стратегии развития финансового рынка Российской Федерации. С. 6–15, 27–29 (www.fcsm.ru/).

⁵ Шохина Е. От общего вида – к подробностям // Эксперт. 2006. № 9. С. 57.

⁶ Эрдман Г., Капитан М. Взять быка за рога // Приложение к журналу «Эксперт» «Д»-штрих». 2006. № 1. С. 21–28.

⁷ Имеется в виду капитализированная доходность.

⁸ Эрдман Г., Капитан М. Указ. соч. С. 4.

⁹ Ведомости. 2006. 9 февр. С. 3.

¹⁰ В соответствии с методикой Банка международных расчетов.

¹¹ Исходя из этого, мы не рассматриваем здесь проблемы российского рынка производных финансовых инструментов.

¹² Это не только эмиссионные ценные бумаги, но и фондовые инструменты, которые по законодательству одних стран относятся к ценным бумагам, а по законодательству других — не относятся, как, например, коммерческий вексель и многие другие.

¹³ См.: Управление коллективными инвестиционными фондами/ Под ред. К. Гилкрита. М., 1999.

¹⁴ См.: *Воронова Н.С.* Акционерное общество на рынке ценных бумаг: Вопросы теории и практики. СПб., 1997.

¹⁵ *Гурова Т., Ивантер А.* Мы гарантируем, что вы вернетесь живыми// Эксперт. 2006. № 1–2. С. 25–29.

¹⁶ Там же.

¹⁷ По данным агентства ПРАЙМ-ТАСС от 16 февраля 2006 года.

¹⁸ *Эрдман Г., Капитан М.* Указ. соч. С. 28.

¹⁹ См.: Доклад о результатах и основных направлениях деятельности ФСФР России на 2006–2008 годы (проект). С. 8–11 (www.fcsm.ru/).

Статья поступила в редакцию 20 апреля 2006 г.