

А. В. Попова

РОССИЙСКИЙ ФИНАНСОВЫЙ РЫНОК В 2003 г.: СОСТОЯНИЕ И ПРОБЛЕМЫ РАЗВИТИЯ

В данной статье обсуждаются итоги развития российского финансового рынка в 2003 г., анализируются проблемы, препятствующие его более интенсивному росту. В первой части статьи подводятся итоги развития банковского сектора, выявляются основные проблемы, а также институциональные изменения, которые будут оказывать определяющее влияние на развитие данного сектора в ближайшие годы. Вторая часть посвящена описанию проблем и перспектив развития рынка ценных бумаг. Третья часть концентрирует внимание на проблемах коллективных инвестиций. В заключение анализируются меры, направленные на совершенствование регулирования финансового рынка, а также сделаны выводы об итогах и перспективах его развития.

Проблема оценки состояния и перспектив развития финансового рынка России в последнее время нашла широкое отражение в правительственных программах, предложениях министерств и ведомств, макроэкономических прогнозах и аналитических исследованиях. Программа социально-экономического развития Российской Федерации на среднесрочную перспективу (2003–2005 гг.), утвержденная распоряжением Правительства РФ от 15 августа 2003 г. № 1163-р, содержит задачи ускоренного развития финансового сектора, повышения его капитализации, ликвидности и расширения спектра финансовых инструментов. 11 ноября 2003 г. состоялось специальное заседание Правительства РФ, посвященное данному вопросу. В центре внимания бурных дискуссий, развернувшихся в преддверии этого заседания и по его итогам, были вопросы, связанные с осуществлением реформы системы регулирования финансового рынка, устранением его раздробленности по отдельным сегментам. При этом главная задача, поставленная в Программе, заключается в том, чтобы финансовый рынок оказался способным выполнять свою основную задачу: аккумуляцию сбережений и превращение их в долгосрочные инвестиции реального сектора. В данной статье хотелось бы, анализируя итоги развития финансового рынка в 2003 г., обратить внимание на ряд проблем современного российского финансового сектора, без решения которых невозможно достижение поставленных в правительственных документах целей.

© А. В. Попова, 2004

2003 г.: БЛАГОПРИЯТНОЕ ВРЕМЯ ДЛЯ РЕФОРМ

В 2003 г. развитие российского финансового рынка проходило на фоне позитивной макроэкономической ситуации. В течение последних нескольких лет для российского сырьевого экспорта складывается благоприятная международная конъюнктура. Растет доверие к российской экономической политике, становятся более доступными международные рынки капитала. Наблюдается повышение доверия к российской банковской системе. Устойчивой становится тенденция к увеличению накоплений в секторе домашних хозяйств и в бизнесе.

Декларируемая задача повышения темпов экономического роста требует вывода финансовой системы на качественно новый уровень развития. Однако серьезных сдвигов в реформировании финансовых рынков не происходит. Реформа банковского сектора идет крайне медленно. Российская финансовая система по-прежнему не в состоянии обеспечить в полной мере инвестиционные потребности реального сектора. Внутренние финансовые рынки России (банковский сектор и рынок корпоративных облигаций) в основном способны предоставить финансирование лишь краткосрочным проектам (пополнение оборотных средств, быстро окупаемые не крупные инвестиции). Ориентированные на сырьевой экспорт крупные корпорации вынуждены обеспечивать свои финансовые потребности на зарубежных рынках капитала. Обрабатывающая промышленность и отрасли инфраструктуры фактически отрезаны от финансовых источников. Внутренние финансовые рынки не способны предоставить долгосрочные инвестиционные ресурсы, а барьеры выхода на зарубежные рынки оказываются слишком высокими для подобных проектов. Таким образом, недостаточное развитие финансовых рынков является серьезным тормозом для экономического роста в этих отраслях.

Рассмотрим итоги развития финансовых рынков в 2003 г. в разрезе сегментов.

Банки: рост капитализации. Благодаря воздействию внешних факторов банковский сектор в 2003 г. показал положительную динамику. В течение всего послекризисного периода неуклонно повышается капитализация банковского сектора. За 11 месяцев 2003 г. собственный капитал российских банков увеличился на 46% (с 18 до 27 млрд долл.). Причем в этом году впервые с момента восстановления банковской системы после кризиса 1998 г. темп роста собственного капитала оказался выше, чем в предыдущем году (в 2002 г. темп роста составил 21%, в 2001 г. — 48%). На 29% увеличились совокупные активы банков, составив на 1 ноября 5,3 трлн руб. В 2003 г. продолжились увеличиваться объемы банковского кредитования промышленного сектора и населения. Объем предоставленных кредитов достиг к концу 2003 г. почти 3 трлн руб. (прирост на 39%

за год). Важно отметить, что претерпела изменение временная структура предоставляемых кредитов. С 28 до 41% увеличилась доля кредитов сроком более года. Почти вдвое (с 141 до 268 млрд руб.) выросли объемы потребительского кредитования.

Укрепление курса рубля и повышение доверия к банковской системе привели к тому, что в течение 2003 г. произошел значительный прирост объема рублевых депозитов физических лиц (на 44% за 11 месяцев 2003 г.). Продолжилась тенденция к увеличению срока вложений, повысилась доля депозитов сроком более года. Таким образом, можно констатировать, что в 2003 г. наметилась тенденция постепенного разворота банковской системы в сторону привлечения средств населения. Косвенным подтверждением этому может служить тот факт, что в 2003 г. изменилось на противоположное соотношение процентных ставок по депозитам физических лиц и предприятий. Если в прежние годы ставки по привлекаемым депозитам юридических лиц были выше депозитных ставок для населения, то к концу 2003 г. на всех диапазонах срочности процентные ставки по средствам физических лиц были на 200–250 базисных пунктов выше.

Вместе с тем темпы развития банковского сектора по-прежнему явно недостаточны и не соответствуют потребностям модернизации российской экономики. Банковская система не способна в полной мере решать задачи концентрации сбережений и трансформации их в долгосрочные инвестиции реального сектора экономики. Основные причины низкого уровня развития банковской системы остались прежними и не претерпели серьезных изменений в 2003 г. Большая часть этих причин носит глобальный характер, и для их решения необходимо проведение кардинальных реформ российской экономики.

Одна из главных причин неадекватного развития банковского сектора выходит далеко за рамки проблем российской финансовой системы как таковой. Крупнейшие российские корпорации, в том числе получающие доходы от экспорта сырьевых ресурсов, предпочитают концентрировать накопления не в российском банковском секторе, а за рубежом. В 2003 г. эта тема получила новый импульс в связи с событиями, происходившими вокруг компании «ЮКОС». Причем кардинальных изменений в сложившейся ситуации в обозримом будущем не предвидится.

Вторая серьезная причина заключается в сформировавшейся структуре банковской системы. Российская банковская система чрезмерно высоко концентрирована. В пяти крупнейших банках сосредоточено около половины совокупных банковских активов. Сбербанк России, по существу, является монополистом как на рынке вкладов, так и на рынке кредитов. Высока также территориальная концентрация. Более половины российских банков сосредоточено в Москве. Региональные банки значительно отстают по

уровню и темпам развития, поэтому некрупные предприятия, находящиеся в регионах, практически не имеют доступа к кредитным ресурсам.

Еще одна проблема заключается в неоправданно высокой доле участия государства в капитале российских банков. При этом выход государства из капитала банков лишь декларируется, реальных изменений не происходит. По сравнению с государственными, частные банки в основе своей слишком слабые, кэптивные и зависимые от нескольких крупных клиентов.

Внутри банковского сектора также накопилось много проблем, без решения которых невозможно его дальнейшее эффективное развитие: это чрезмерная регламентация деятельности банков, сложность процедур их реорганизации, слияний и поглощений, отсутствие прозрачной банковской отчетности (обязательный переход на МСФО кредитных организаций планируется осуществить в 2004 г.), высокие риски кредитования, отсутствие централизованного сбора информации о кредитных историях заемщиков (законопроект о кредитных бюро подготовлен и будет активно обсуждаться в будущем году).

В 2003 г. произошли серьезные изменения в законодательном регулировании. В конце года были приняты важнейшие законы, которые, несомненно, окажут значительное влияние на развитие банковского сектора в будущем году. Это либерализация законодательства в сфере валютного регулирования и закон о страховании вкладов граждан. Причем последний, кроме всего прочего, должен будет способствовать улучшению качества банковского надзора и снижению уровня доминирования Сбербанка России. Еще один закон, принятый в 2003 г., также должен повлиять на облик российской банковской системы. Закон «Об ипотечных ценных бумагах» предоставил банкам возможность проводить секьюритизацию долгосрочных ипотечных кредитов. Следующий шаг в развитии инструментария управления банковскими активами предстоит сделать в будущем году. Уже подготовлен ряд законопроектов, расширяющих возможность управления кредитными рисками путем выпуска кредитных нот, кредитных производных и прочих инструментов, широко используемых в современной банковской практике.

РЫНОК ЦЕННЫХ БУМАГ: ЕСТЬ ЛИ МЕСТО IPO*?

Рынок ценных бумаг в 2003 г., так же как и банковский сектор, продемонстрировал рост количественных показателей. Вслед за повышением цен на акции нефтяных и энергетических предприятий увеличилась капитализация российского рынка акций, выросли фондовые индексы. Соотношение капитализации российского рынка акций и ВВП повысилось с 33 до 48%.

* IPO — initial public offering — первичное публичное предложение акций.

Увеличились объемы торговли ценными бумагами на организованных биржевых площадках. В биржевом обороте появились новые финансовые инструменты — паи паевых фондов. В несколько раз увеличились объемы торгов на срочном рынке. Значительные успехи произошли в сегменте корпоративных облигаций.

Однако использовать возможности благоприятной макроэкономической ситуации для более быстрого развития рынка ценных бумаг в полной мере не удастся. Экономический рост и связанный с этим рост спроса на инвестиционные ресурсы не сопровождается появлением новых эмитентов в листингах бирж, по-прежнему нет широкого распространения IPO. При этом ликвидность биржевого сегмента даже снижается, а сокращение доли free float ведет к схлопыванию рынка на самых ликвидных его инструментах. Относительно медленно идет развитие и на других сегментах рынка ценных бумаг.

Развитие рынка ценных бумаг подавляется излишними административными барьерами, информационной замкнутостью, жестким и недостаточно эффективным регулированием и несовершенной практикой правоприменения, а также неразвитостью инфраструктуры.

Рассмотрим состояние рынка ценных бумаг на отдельных сегментах.

Рынок акций. Динамика рынка акций в полной мере отражает те положительные изменения, которые наблюдаются в макроэкономической и политической ситуации в стране. Быстрыми темпами растет капитализация, увеличиваются объемы торговли акциями российских эмитентов как на внутреннем, так и на внешнем рынках. Однако данные позитивы являются в большей степени результатом воздействия благоприятных макроэкономических, точнее, внешнеэкономических, факторов. По оценкам экспертов, 85% роста капитализации произошло за счет увеличения цен на акции нефтяных компаний, что в свою очередь вызвано мировой конъюнктурой нефтяного рынка.

Более того, если обратиться к анализу структурных изменений на данном сегменте, то можно отметить появление довольно негативных и тревожных симптомов.

Во-первых, снижается количество эмитентов, акции которых торгуются на биржах (табл. 1). Это связано с двумя причинами. Новые эмитенты не выходят на фондовый рынок, а те эмитенты, акции которых торговались в период до кризиса 1998 г., не заинтересованы в развитии рынка своих акций, так как рынок по-прежнему не позволяет привлекать инвестиции путем публичного размещения акций.

При этом особенно странной является статистика постоянного роста числа эмитентов, регистрирующих выпуски ценных бумаг в центральном аппарате ФКЦБ.

Таблица 1

Капитализация рынка акций¹

Годы	Количество эмитентов, торгующихся на биржах	Количество акций, торгующихся на биржах	Капитализация рынка акций (млрд долл.)
01.01.1998	н/д	н/д	132
01.01.1999	н/д	н/д	18
01.01.2000	134	178	54
01.01.2001	196	286	44
01.01.2002	207	313	83
01.01.2003	218	333	115
01.07.2003	141	200	163

Источники: РТС, СКРИН.²

Во-вторых, снижается ликвидность рынка акций (табл. 2.). Классический рынок акций РТС насчитывает в настоящий момент 172 эмитента. При этом акции всего лишь 15 эмитентов могут быть названы ликвидными, по ним сделки заключались почти ежедневно. Акции 113 эмитентов (65% от общего числа) либо не торговались вовсе в 2003 г. (41 эмитент), либо сделки заключались эпизодически (не более 1–2 сделок в месяц).

¹ Данные, характеризующие параметры российского рынка ценных бумаг, весьма значимо разнятся в зависимости от источника информации и методов обработки. Если, по данным российских и иностранных информационных агентств, можно с 10-процентной погрешностью определить количество обращающихся ценных бумаг, то государственный регулятор, который получает эти данные в составе обязательной отчетности со всех торговых площадок, ни сами эти данные, ни сводные обобщающие результаты широкой публике не раскрывает.

Аналогичная ситуация и с анализом объемов торгов. Каждая из торговых площадок в добровольном порядке раскрывает информацию об объемных показателях своей деятельности в различных форматах и валютах, поэтому методически правильное сведение этой информации крайне затруднено. ФКЦБ не имеет обязанности раскрывать получаемые ею отчеты, а в добровольном порядке она делает это эпизодически и в собственном формате. Так, данные по оборотам торговых площадок за первые два квартала 2003 г., раскрытые ФКЦБ на своем сайте, отличаются от данных, раскрываемых самими торговыми площадками, в среднем на 30%!

² РТС (Фондовая биржа РТС). Режим доступа: <http://www.rtc.ru>; СКРИН (Система комплексного раскрытия информации). Режим доступа: <http://www.skrin.ru>

Таблица 2

Наиболее ликвидные акции по количеству сделок в РТС за 2003 г.

Эмитент	Количество сделок за 9 мес. 2003 г.
Единая энергетическая система, РАО	6554
Сургутнефтегаз	3886
ЛУКОЙЛ	3432
ЮКОС	2425
Мосэнерго	1493
Ростелеком	1125
ГМК Норильский никель	831
ТАТНЕФТЬ	824
СИБНЕФТЬ	808
Уралсвязьинформ	734
Сбергательный банк РФ	443
ЦентрТелеком	343
Сибирьтелеком	322
ВолгаТелеком	285

И с т о ч н и к: РТС.

В-третьих, при общем увеличении объемов торговли более быстрыми темпами растут обороты на внешнем рынке. В результате соотношение внешнего и внутреннего рынка российских акций изменяется не в пользу последнего (табл. 3). Такая ситуация является во многом следствием того, что привлечение инвестиций на внешнем рынке для крупного бизнеса по-прежнему более выгодно, чем на внутреннем. Компании-эмитенты в большей степени заинтересованы в росте ликвидности именно на зарубежных рынках. Причем некоторые из них, выходя на внутренний биржевой рынок, в первую очередь преследуют цель увеличить ликвидность именно внешнего рынка своих акций (например, выход МТС на ММВБ).

Отраслевая структура рынка торгуемых акций представлена в табл. 4.

По-прежнему большую долю капитализации российского рынка акций составляют компании нефтегазового сектора, энергетика и «телекомы». Высока концентрация капитализации. На долю пяти крупнейших компаний приходится 64,5% рыночной капитализации, а доля крупнейших 10 компаний составляет 82%. Причем данный показатель станет еще более высоким с завершением реформ по реструктуризации в энергетике, связи и оформлении объявленных крупных слияний.

Таблица 3

Динамика объемов торговли акциями и депозитарными расписками

Годы	Объем торговли на внешнем рынке (АДР), млн долл.	Объем торговли на внутреннем рынке, млн долл.	Доля АДР в суммарном обороте, %
1996	709	3252	18
1997	6148	14 760	29
1998	8675	11 803	42
1999	8233	5071	62
2000	10 867	19 288	36
2001	6742	21 683	24
2002	19 673	51 290	28
2003	26 605	43 475	38

Таблица 4

Отраслевая структура

Сектор	Доля в капитализации, %	Доля в производстве промышленной продукции и услуг, %
Нефть и газ	70,5	18,6
Связь	9,5	6,8
Энергетика	7,7	12,8
Металлургия	5,3	16,2
Легкая и пищевая промышленность	2,3	15,4
Прочие промышленные производства и услуги	4,7	30,2
Итого	100	100

И с т о ч н и к: РТС, Эксперт, Госкомстат.

Еще одной негативной тенденцией является снижение доли акций, находящихся в свободном обращении у ликвидных компаний в связи с активизацией процесса консолидации пакетов стратегическими инвесторами при отсутствии притока новых ликвидных инструментов. Структура собственников приведена в табл. 5. Доля акций в свободном обращении со-

ставляет, по оценкам экспертов, 27,7%. Причем находящиеся в свободном обращении ценные бумаги поделены в пропорции 80 : 20 между иностранными и внутренними инвесторами, включая институциональных инвесторов. Дальнейшее снижение доли free float может привести к дефициту инструментов для спекулятивных торговых операций и к еще большей опасности отрыва динамики финансового рынка от реального сектора, появлению спекулятивных финансовых «пузырей» на рынке акций. Особенно опасна данная ситуация в связи с активизацией спекулятивной интернет-торговли ликвидными голубыми фишками.

Таблица 5

Структура собственников российских ценных бумаг (август 2003 г.)

Собственник	Рыночная капитализация, млрд долл.	Доля, %
Менеджмент	42,2	31,5
Аффилированные менеджменту собственники	19,5	14,5
Стратегические инвесторы	15,5	11,6
Правительство	18,2	13,6
Региональные администрации	1,4	1,1
Свободное обращение	37,2	27,7
Итого	134,0	100

И с т о ч н и к: отчеты компаний, исследования Альфа-банка.

Кроме того, данные вышеприведенной таблицы свидетельствуют о следующем:

- ♦ государство по-прежнему принимает неоправданно большое участие в капитале рыночных субъектов, являясь неэффективным собственником, оно сдерживает развитие фондового рынка;
- ♦ российский рынок ценных бумаг является рынком владельцев крупных пакетов, на нем трудно найти место частному инвестору;
- ♦ в свете проходящей пенсионной реформы рынку нечего предложить частным компаниям, управляющим пенсионными накоплениями.

Рынок корпоративных облигаций. Рынок корпоративных облигаций является относительно молодым и быстро развивающимся сегментом российского рынка ценных бумаг. На данном сегменте происходит быстрое наращивание объемов, оборотов и числа эмитентов. Облигации выполняют весьма важную роль. Будучи источником заемного финансирования, данные финансовые инструменты стимулируют рост прозрачности бизнеса

(в отличие от банковских кредитов), что благоприятно сказывается на других сегментах рынка ценных бумаг. Поэтому для дальнейшего развития данного сегмента необходимо развивать рейтинговые службы и агентства, распространяющие информацию об инвестиционных качествах и рисках данных инструментов.

Таблица 6

Динамика рынка корпоративных облигаций

Дата	Параметры					
	Количество эмитентов	Количество торгуемых бумаг	Общий объем размещений по номиналу, млрд руб.	Оборот торгов за год, млрд руб.	Количество первичных размещений	Объем первичных размещений, млрд руб.
01.01.2000 г.	3	4	12,7	0,17	11	12,7
01.01.2001 г.	10	22	44,1	4,03	46	31,4
01.01.2002 г.	41	75	73,4	20,22	69	29,3
01.01.2003 г.	81	138	128,4	33,95	88	55,0
01.07.2003 г.	99	141	168,7	36,22	49	40,3

Источник: данные АУВЕР³.

Следует обратить внимание, что в данном сегменте объем заимствований на зарубежном рынке превышает объем заимствований внутри страны.

Помимо финансовых аспектов (относительная дешевизна заимствований за рубежом), на соотношения внутреннего и внешнего сегмента также влияет то, что процесс выпуска корпоративных облигаций на внутреннем рынке сталкивается с неразвитостью инфраструктуры данного сегмента и значительными административными барьерами (табл. 7).

К неразвитости инфраструктуры следует отнести излишне жесткие требования к проспектам эмиссии, на подготовку которых уходит значительное время; значительные сроки рассмотрения проспектов органом регулирования (ФКЦБ). Введение института финансового консультанта также является фактором, усложняющим данную процедуру, тем более что эти институты не получили широкого распространения и на рынке существует 1–2 компании (АВК и Федеральная фондовая корпорация), оказывающие данные услуги. И наконец, налог на эмиссию при ее регистрации является весьма неэффективным и лишним барьером.

³ АУВЕР (Ассоциация Участников Вексельного Рынка). Режим доступа: <http://www.auver.ru>

Таблица 7

Динамика рынка корпоративных еврооблигаций

Дата	Параметры				
	Количество ведущих эмитентов	Количество торгуемых бумаг	Общий объем размещений по номиналу, млрд долл.	Количество первичных размещений	Объем первичных размещений
01.01.1998 г.	8	9	2,025	9	2,025
01.01.1999 г.	10	11	2,403	2	0,378
01.01.2000 г.	9	10	2,403	—	—
01.01.2001 г.	7	8	2,403	—	—
01.01.2002 г.	6	7	3,032	3	0,630
01.01.2003 г.	12	16	6,647	12	3,615
01.07.2003 г.	21	24	10,172	8	3,525

Источники: данные АУВЕР.

Несмотря на быстрое и интенсивное развитие, рынок корпоративных облигаций еще не превратился в сегмент рынка капитала. Исходя из представленной в табл. 8 структуры данного сегмента по срокам, можно сделать вывод о том, что рынок облигаций служит в основном для привлечения краткосрочных ресурсов (более 70% облигаций выпускается с офертой выкупа). Поэтому данный сегмент, так же как и все остальные сегменты российского рынка ценных бумаг, пока еще не способен стать источником долгосрочных инвестиций реального сектора.

Таблица 8

Структура рынка облигаций по срокам

Доля бумаг по срокам до погашения, %	Годы				
	1999	2000	2001	2002	2003 (9 мес.)
до 1 года	4%	8%	37%	16%	3%
> 1–2 года	0%	10%	16%	29%	18%
> 2–3 года	18%	49%	14%	46%	55%
более 3 лет	78%	33%	32%	9%	23%
Доля выпущенных бумаг с офертой	38%	83%	78%	91%	71%

Роль фондового рынка в привлечении инвестиций. Трансформация сбережений в инвестиции — одна из важнейших задач фондового рынка, причем для обеспечения высоких темпов экономического роста сбережения должны трансформироваться в эффективные долгосрочные инвестиции реального сектора экономики.

Таблица 9

Аккумуляция сбережений и трансформация в инвестиции

Вклады, млрд руб.	Годы						
	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2003
Валютные и рублевые депозиты физических лиц в банках	171,6	201,3	300,4	453,2	690,1	1046,6	1231,1
Активы ПИФов	0,15	0,59	4,88	4,97	9,05	12,70	30,77
Активы НПФ	3,54	3,69	4,73	5,88	10,32	10,31	28,35
Недвижимость	По оценкам экспертов, 20–22 млрд долл.						
Деньги «в чулках»	По оценкам экспертов, 20–60 млрд долл.						

Рынок ценных бумаг не может сегодня предоставить эффективного механизма аккумуляции сбережений и трансформации их в инвестиции. Для аккумуляции сбережений населения пока еще не преодолены психологические последствия финансовых пирамид и финансовых кризисов. Для аккумуляции сбережений частного сектора недостаточно разнообразие финансовых инструментов, неразвита инфраструктура.

В результате уже на сегодняшнем этапе развития рынка ценных бумаг институциональные и частные инвесторы, явно испытывая недостаток долгосрочных финансовых инструментов, направляют средства в другие сегменты (например, недвижимость). Увеличивается опасность того, что сектор недвижимости превращается в инструмент вложения капитала, который финансовый рынок потребить не способен. Рост цен в данном секторе может привести к отрыву его от реальной стоимости и послужить основой финансовых кризисов в будущем.

Таким образом, при определенных позитивных сдвигах и росте количественных показателей существенных качественных изменений рынка ценных бумаг не происходит.

КОЛЛЕКТИВНЫЕ ИНВЕСТИЦИИ: ПЕНСИОННАЯ РЕФОРМА

В 2003 г. значительный импульс в развитии получили институты коллективного инвестирования. Это связано и с совершенствованием нормативной и законодательной базы, и с началом реализации пенсионной ре-

формы, а также с тем, что вырос общий уровень грамотности инвесторов, накопилась история работы инвестиционных фондов, которые теперь не выглядят столь экзотичным инструментом для инвестирования. Стоимость чистых активов паевых инвестиционных фондов увеличилась за год более чем в шесть раз, составив на конец 2003 г. 76,2 млрд руб. Удвоилось количество ПИФов. Однако говорить о массовом притоке в данный сегмент мелкого частного инвестора пока рано. Основной прирост активов данного сегмента в 2003 г. произошел за счет крупных корпоративных инвесторов. Число инвесторов — физических лиц, использующих ПИФ как объект инвестирования, по-прежнему не велико, общее число вкладчиков, сознательно (не в результате ваучерной приватизации) приобретших паи, не превышает 20 тыс. чел.

В 2003 г. получили развитие закрытые паевые фонды, стоимость чистых активов которых за год выросла с 0,8 до 52 млрд руб. Такая форма инвестирования оказалась удобной для оптимизации налогообложения.

Отсутствие долгосрочных финансовых инструментов на рынке ценных бумаг явилось одной из причин того, что инвесторы активно стали искать замену на других рынках. В 2003 г. интенсивно стали развиваться паевые инвестиционные фонды, вкладывающие средства в недвижимость. К концу года уже создано семь таких ПИФов. Однако нечеткость налогового законодательства сдерживает развитие подобных институтов. Не решенными в 2003 г. оказались также и другие вопросы, связанные с несовершенством и неэффективностью налогового законодательства. Налоговый режим акционерных инвестиционных фондов крайне неэффективен (по сути, доходы АИФ подлежат двойному налогообложению). Поэтому данные институты практически не получили развития в 2003 г.

Несмотря на значительный рост количества ПИФов, отрасль инвестиционных фондов отличается весьма высокой концентрацией. На долю пяти крупных управляющих компаний (УК) приходится более 85% активов. Высока также и региональная концентрация. В основном УК зарегистрированы в Москве, в 70 из 89 субъектах РФ вообще нет УК. Однако в 2003 г. заметной стала тенденция создания филиалов крупных московских управляющих компаний в регионах.

Деятельность институциональных инвесторов, таких как негосударственные пенсионные фонды и страховые компании, в 2003 г. становилась все более активной и оказывала заметное влияние на финансовый рынок. Данные финансовые институты при инвестировании своих активов в первую очередь предъявляют спрос на достаточно надежные долгосрочные финансовые инструменты, но российский рынок ценных бумаг пока не может им предоставить большого разнообразия. Кроме того, эффективность инвестирования снижается из-за неразвитости финансовой инфраструкту-

ры, высоких издержек, а также излишней и противоречивой регламентации структуры и состава активов со стороны регуляторов.

К концу 2003 г. число негосударственных пенсионных фондов равнялось 286, активы НПФ увеличились на 30%, составив около 97 млрд руб. Число участников НПФ превысило 5 млн чел. Подавляющая доля средств в НПФ поступает от предприятий (более 93%), таким образом, число участников, самостоятельно принявших решение о выборе этой формы сбережений своих средств, гораздо скромнее и составляет несколько десятков тысяч человек.

В 2003 г. интенсивно осуществлялась пенсионная реформа. Законодательно был оформлен переход к накопительной пенсионной системе. По данному вопросу были приняты важнейшие законы, шел активный процесс формирования ведомственных нормативных актов. В конце 2003 г. около 38 млн человек должны были сделать выбор способа инвестирования накопительной части своих пенсионных средств. Однако в силу того, что сроки подготовки нормативных актов, рассылки уведомлений, проведения конкурса среди управляющих компаний были сильно задержаны, лишь незначительная часть средств, общая сумма которых оценивается в 42 млрд руб., была в 2003 г. направлена в негосударственные фонды и управляющие компании. Можно констатировать, что к концу 2003 г. был лишь сформирован основной каркас институтов, необходимых для начала реализации пенсионной реформы. Определен уполномоченный федеральный орган — Министерство финансов РФ, организован конкурс для отбора управляющих компаний. В конце 2003 г. Пенсионный фонд России заключил договоры с прошедшими конкурс управляющими компаниями, которых по итогам конкурса оказалось 55. Назначена государственная управляющая компания — Внешэкономбанк. Приняты основные нормативные акты, регламентирующие деятельность данных институтов. Таким образом, осуществлена основная подготовительная работа, однако ожидаемого притока пенсионных средств на финансовый рынок не произошло. Основные факторы, сдерживающие приток пенсионных средств на финансовый рынок, — недостаточная информированность населения, небольшой период времени, оставленный для принятия решения, а также недоверие граждан любым реформам.

ФИНАНСОВЫЕ РЫНКИ: СОВЕРШЕНСТВОВАНИЕ РЕГУЛИРОВАНИЯ

В 2003 г. продолжала активно обсуждаться административная реформа в контексте развития финансовых рынков. Основные направления административной реформы касаются принципов регулирования финансовых рынков, о несовершенстве которых интенсивно велась дискуссия в течение всего 2003 г. Структура регулирования российского финансового рынка

носит чрезвычайно разрозненный характер. Негативными моментами являются:

- ◆ отсутствие центрального органа или стратегической группы, вырабатывающей долгосрочную финансовую политику;
- ◆ разработка законов различными ведомствами при крайне недостаточной координации их деятельности;
- ◆ существование угрозы дублирования функций и возникновения противоречий в регулировании;
- ◆ разнородность надзора, что в результате порождает бюрократические барьеры и огромные транзакционные издержки ведения бизнеса.

Таким образом, административная реформа направлена на достижение большей координации органов регулирования, в будущем возможно создание органа, координирующего деятельность регуляторов, либо единого регулятора, либо объединение всех функций надзора в единый орган. Активно дискутируется вопрос о необходимости разделения правоустанавливающих и правоприменительных функций, максимально возможного отказа от ведомственных нормативных актов. Все регулирующие нормы должны быть либо прописаны в законах, либо относиться к уровню саморегулирования. В отношении функционирования финансового рынка в целом провозглашается принцип презумпции негосударственного регулирования. Следует отметить, что неэффективность регулирования финансовых рынков достаточно давно обсуждается на разных уровнях, однако именно в 2003 г. эта дискуссия приобрела особенно острый и более конструктивный характер. Но каких-либо реальных шагов по устранению существующих недостатков в 2003 г. сделано не было. Основная причина этого заключается в нежелании органов, регулирующих отдельные сегменты финансового рынка, делиться своими полномочиями, а также в общей неготовности российской бюрократии к серьезным изменениям. На состоявшемся в конце 2003 г. специальном заседании Правительства РФ обсуждались вопросы недостаточного уровня развития финансового рынка и поднимались проблемы его регулирования.

Не один год на различных уровнях ведется речь о необходимости более активного использования института саморегулирования на финансовых рынках. Финансовый рынок является одним из наиболее динамичных и сложных рынков. На законодательном и нормативном уровне довольно часто просто невозможно оперативно отражать все происходящие на нем изменения. Именно поэтому роль саморегулирования на финансовых рынках довольно высока. Как никакой другой рынок, финансовый рынок нуждается в четко выстроенной связи между регулятором и бизнесом и налаженной обратной связи. Однако, как неоднократно заявлялось на всех уровнях

власти, институт саморегулирования недостаточно полно используется в сегодняшней практике. В 2003 г. дискуссия о роли саморегулирования велась особенно активно, в результате чего был принят в первом чтении закон «О саморегулируемых организациях», закрепивший особый статус подобных институтов на всех рынках, включая финансовый. В будущем году принятие данного закона придаст импульс развитию институтов саморегулирования как важнейших институтов гражданского общества в России.

Подводя итоги 2003 г., следует отметить, что благоприятная макроэкономическая ситуация предоставила возможность для осуществления реформ финансового рынка, целью которых должен стать вывод российской финансовой системы на новый уровень развития, соответствующий требованиям растущей и нуждающейся в инвестиционных ресурсах экономики. Однако реформирование идет крайне медленно. Положительные сдвиги в развитии отдельных сегментов финансового рынка во многом являются результатом влияния общего экономического роста в отдельных отраслях реального сектора на финансовую систему, а должно быть наоборот — финансовый сектор, его успешная и эффективная работа должны стимулировать экономический рост во всех остальных отраслях экономики. Поэтому сегодня отсутствие эффективной системы аккумулирования сбережений и перелива капитала является основным фактором, сдерживающим экономический рост в недобывающих отраслях, а предоставленная возможность для создания и совершенствования такой системы не используется.

Статья поступила в редакцию 28 апреля 2004 г.