



Центр проблемного анализа и государственно-
управленческого проектирования
при Отделении общественных наук РАН



Финансовые рынки и экономическая политика России

Москва
Научный эксперт
2007



УДК 336.7:338.22
ББК 65.262.2:65.9(2Рос)-1
С 49

Авторский коллектив:

**С.С. Сулакшин, Б.Б. Рубцов, М.А. Абрамова, И.Р. Ахметзянова,
О.И. Лаврушин, Я.М. Миркин, И.Н. Платонова, М.Ю. Погорелко,
Е.С. Сазонова, Р.Т. Юлдашев**

С 49 Финансовые рынки и экономическая политика России. Монография — М.: Научный эксперт, 2008. — 136 с.

Под редакцией С.С. Сулакшина

Работа выполнена при поддержке РГНФ.

Грант № 07-02-00141а

ISBN 978-91290-002-0

В работе, выполненной Центром проблемного анализа и государственно-управленческого проектирования, раскрываются роль и состояние финансовых рынков, особенности действующей в этой сфере государственной политики России, ее достижения и основные просчеты, выделяются наиболее острые проблемы, оказывающие влияние на развитие финансовых рынков, и предлагаются способы их решения.

Особенностью монографии являются конкретные предложения по совершенствованию российского законодательства, структурированные применительно к решению соответствующих проблем в виде так называемой управленческой матрицы и дерева — оригинальных методологических разработок Центра.

Книга может быть рекомендована государственным управленцам, законодателям, научным работникам, аспирантам, студентам, преподавателям юридических и экономических специальностей, а также практикам и теоретикам финансовых рынков и всем, интересующимся современными правовыми и экономическими проблемами государственного регулирования финансовых рынков.

**УДК 336.7:338.22
ББК 65.262.2:65.9(2Рос)-1**

ISBN 978-91290-002-0

© Научный эксперт, 2007

Содержание

Введение	5
Глава 1. Экономическая сущность и состояние финансовых рынков	7
1.1. Финансовые рынки в рыночной экономике	7
1.2. Место финансового сектора в экономике России	13
1.3. Статистический портрет российских финансовых рынков.....	16
Глава 2. Развитие финансовых рынков: проблемы и решения	45
2.1. Фондовый рынок	45
2.2. Рынок страховых услуг	60
2.3. Валютный рынок и валютная политика	77
Заключение	91
Приложение 1. Проблемно-управленческая матрица государственной политики развития финансовых рынков	95
Приложение 2. Проблемно-управленческое дерево государственной политики развития финансовых рынков	вкладыш
Список литературы	128



Введение

Уровень развития экономики любой страны зависит, прежде всего, от эффективности ее промышленности, сельского хозяйства, транспорта и связи, ее научно-технического потенциала и его включенности в воспроизводственный процесс. Однако в условиях рыночного хозяйства невозможно представить развитую и эффективную экономику без развитого и эффективного финансового рынка (финансовой системы)¹. Общеизвестно, что финансовая система, выполняющая ряд важнейших функций в экономике, оказывает на нее активное воздействие. Причем оно может быть как положительным, так и отрицательным.

В составе финансового рынка обычно выделяют кредитный рынок (рынок банковских кредитов), рынок ценных бумаг (включая рынок производных финансовых инструментов) и валютный (или валютно-денежный) рынок². Как правило, к финансовому рынку относят также рынок страховых услуг. В отдельных случаях в качестве составной части финансового рынка выделяют рынок золота. Соответственно, в настоящей работе рассмотрены вопросы, касающиеся развития всех указанных сегментов финансового рынка в России.

¹ Под финансовой системой в настоящей работе понимается совокупность экономических отношений и институтов, связанных с перемещением денежного капитала. Финансовая система, таким образом, с институциональной точки зрения включает банки и другие многочисленные финансово-кредитные учреждения (пенсионные фонды, страховые компании, инвестиционные фонды, финансовые компании, компании по ценным бумагам, фондовые биржи и т. д.). Именно в этом значении используются термины *financial system* (англ.) и *système financier* (фр.) в зарубежной литературе. В отечественной литературе часто встречается несколько иное понимание данного термина, связанное с обособлением категорий «финансы» и «кредит». Например, финансовая система определяется как совокупность государственных финансов и финансов частных предприятий (См., например, Финансово-кредитный энциклопедический словарь. М.: Финансы и статистика, 2002. С. 1022–1023). Понятию финансовой системы в данном значении синонимичен «финансовый сектор экономики». С определенными оговорками в качестве синонима может использоваться и термин «финансовый рынок».

² Банк международных расчетов (BIS) в Базеле выделяет валютный рынок, кредитный рынок и финансовый рынок, под которым подразумевается рынок ценных бумаг и производных финансовых инструментов (www.bis.org).

В 2002–2006 гг. в России было подготовлено три программных документа, определяющих развитие институтов финансового рынка на среднесрочную перспективу: «Концепция развития страхования в Российской Федерации» (2002)³, «Стратегия развития банковского сектора Российской Федерации на период до 2008 года» (2005)⁴ и «Стратегия развития финансового рынка Российской Федерации на 2006–2008 гг.» (2006)⁵.

В совокупности в этих трех документах⁶ отражены основные проблемы и задачи развития всех элементов финансового рынка. Тем не менее, ряд вопросов остался не затронут. Кроме того, представляется целесообразным взглянуть на развитие финансового сектора как единого целого, оценив его вклад в экономическое развитие страны, определить его основные «болевые» точки и предложить необходимые управленческие решения выявленных проблем.

В качестве основной ценности реализации экономической политики государства в сфере финансовых рынков видится реализация на практике положительного потенциала воздействия финансового рынка на экономическое развитие, т. е. более эффективная мобилизация средств для инвестирования в национальную экономику, направление свободных денежных ресурсов на цели развития внутри страны, в первую очередь, в инновационные отрасли.

³ Одобрена распоряжением Правительства Российской Федерации от 25 сентября 2002 г. № 1361-р // СЗ РФ. 2002. № 39. ст. 3852.

⁴ Заявление Правительства Российской Федерации № 983п-П13 и Центрального Банка Российской Федерации № 01–01/1617 // Вестник Банка России. 2005. № 19.

⁵ Утверждена распоряжением Правительства Российской Федерации от 1 июня 2006 г. № 793-р // СЗ РФ. 2006. № 24. ст. 2620.

⁶ Кроме официальных документов имеются также весьма детальные и обстоятельные материалы, подготовленные профессиональными организациями — Ассоциацией российских банков, Национальной фондовой ассоциацией, Национальной ассоциацией участников фондового рынка, Всероссийским союзом страховщиков, в подготовке которых принимали участие авторы данной главы: Программа «Национальная банковская система России 2010–2020» Ассоциация российских банков. М., 2006 (<[www. arb.ru](http://www.arb.ru)>); Стратегия развития рынка ценных бумаг России на 2004–2008 гг. Национальная фондовая ассоциация. М., 2004 (<[www. nfa.ru](http://www.nfa.ru)>); Идеальная модель фондового рынка России на среднесрочную перспективу (до 2015 года). М.: НАУФОР, 2006 (<[www. naufor.ru](http://www.naufor.ru)>)

Глава 1

Экономическая сущность и состояние финансовых рынков

1.1. Финансовые рынки в рыночной экономике

Макроэкономическая роль выделенных сегментов финансового рынка, несмотря на их взаимосвязь, различается. Наиболее значима роль в экономике кредитного рынка и рынка ценных бумаг.

Под рынком ценных бумаг в данной работе понимается рынок долговых бумаг (облигаций, векселей, депозитных сертификатов банков), долевых бумаг (акций, паев) и производных финансовых инструментов⁷. Термин фондовый рынок в работе используется как синоним рынка ценных бумаг.

В современной экономической литературе выделяют 6 основных функций финансового рынка:

- а) платежно-расчетная;
- б) объединение ресурсов (концентрация капитала) и выделение долей в предприятии;
- в) временное, межотраслевое и межстрановое перераспределение экономических ресурсов (капитала);
- г) управление рисками;
- д) информационная (предоставление информации о ценах);
- е) преодоление или смягчение проблем, связанных с информационной асимметрией⁸.

При этом главной функцией является временное, межотраслевое и межстрановое перераспределение капитала.

О выполнении данной функции лучше всего говорят следующие индикаторы:

⁷ Опять же в литературе встречается узкая трактовка понятия «фондового рынка» — только как рынка акций и облигаций (а иногда только акций).

⁸ См., например, работу Р. Мертона (лауреат Нобелевской премии по экономике) и З. Боди: *Merton R.C., Bodie Z. A Conceptual Framework for Analyzing the Financial Environment* // Crane, D. B. (ed.) *The global financial system: a functional perspective*, Boston, 1995. P. 5.

- отношение наличных денег плюс депозитов до востребования и срочных депозитов банковских и небанковских финансовых посредников к ВВП (т. н. показатель финансовой глубины экономики);
- отношение банковского кредита (domestic credit) к ВВП;
- отношение эмиссии акций к инвестициям в основной капитал;
- отношение эмиссии облигаций к инвестициям в основной капитал.

Первые два показателя характеризуют масштабы перераспределения ресурсов с помощью банковской системы: первый — перемещение ресурсов из нефинансового в финансовый (банковский) сектор, второй — наоборот. Третий и четвертый показывают роль рынка ценных бумаг в инвестиционном процессе. В табл. 1 и на рис. 1(а–г) даны некоторые сопоставительные характеристики финансовых рынков.

Таблица 1

Абсолютные размеры финансовых рынков, млрд долл.

	ВВП 2006 г.	Капита- лизация акций 2006 г.	Задолжен- ность по внут- ренним корпора- тивным бумагам* 2006 г.	Внутрен- ний бан- ковский кредит 2005 г.	Активы страховых компаний 2004 г., 2005 г.	Активы НПФ 2005 г.	Активы инвести- ционных фон- дов** 2006 г.
Австралия	755	1096	363	774	118	409	864
Великобри- тания	2374	3794	403	369	1736	1541	787
Германия	2897	1638	1025	3589	1009	108	340
Испания	1226	1323	794	1699	248	112	368
Италия	1853	1027	1038	1815	510	50	453
Канада	1269	1701	370	1775	366	569	566
Нидерланды	663	751	485	1089	351	780	109
США	13245	19569	16085	11970	5646	12348	10414
Франция	2232	1962	1035	2203	1600	124	1769
Япония	4367	4385	1653	6567	2122	865	579
Бразилия	1068	710	172	468		94	419
Индия	887	819	21	479		40	58

Продолжение таблицы 1

	ВВП 2006 г.	Капита- лизация акций 2006 г.	Задолжен- ность по внут- ренним корпора- тивным бумагам* 2006 г.	Внутрен- ний бан- ковский кредит 2005 г.	Активы страховых компаний 2004 г., 2005 г.	Активы НПФ 2005 г.	Активы инвести- ционных фон- дов** 2006 г.
Казахстан	77	56		14		2,1	
КНР	2630	1145	398	3078		8,2	100
Корея	888	834	550	782	292	15	252
Мексика	840	348	140	278		55	63
Польша	339	149		98	26	26	29
Россия	979	966	35	155	12	9,7	16,0
Турция	392	162		199	2	0,9	15
ЮАР	255	680	40	188		83	78
Весь мир (вкл. про- чие)	48209	53703	26312	43120***		18115	21875

*С некоторыми оговорками речь идет о задолженности по корпоративным облигациям.

**Открытые. По России и Китаю — открытые, закрытые и интервальные.

***Сумма по странам выборки.

Источник: ВВП — IMF World Economic Outlook Database; капитализация — World Federation of Exchanges Statistics; облигационная задолженность — BIS Statistics, внутренний кредит — IMF International Financial Statistics; страховые компании — OECD Statistics, по России — Центр экономического анализа агентства Интерфакс; НПФ — OECD Statistics; Активы инвестиционных фондов ICI Fact Book 2007 (<www.ici.org>) По России — ИА CBONDS

В последние 20 лет XX в. изучение вопросов влияния институтов финансового рынка на экономическое развитие стало одним из важных направлений экономических исследований. Накоплена огромная литература по данному вопросу⁹.

Результаты многочисленных работ позволяют сделать вывод о том, что высокий уровень развития финансовой системы особен-

⁹ Обстоятельный обзор этой литературы представлен в коллективной монографии «Финансовые институты и экономическое развитие» Отв. ред. Смыслов Д.В. — М: ИМЭМО РАН, 2006.

но способствует развитию новых фирм, и что развитие финансовых рынков и институтов значительно ускоряет рост наукоемких отраслей, таких как, например, вычислительная техника и фармацевтика, которым необходимо долгосрочное внешнее финансирование. Причем в первую очередь этому содействует рынок акций.

Значительное число работ за рубежом было посвящено выяснению того, какие именно финансовые рынки и институты (банковского кредита или ценных бумаг) более эффективны. Несмотря на наличие значительного числа публикаций в пользу либо «банковской», либо «рыночной» (основанной на рынке ценных бумаг) модели организации финансового рынка, эконометрические исследования последних лет не выявили преимуществ той или иной модели. В конкретных исторических условиях та или иная модель оказывается предпочтительной. При этом наиболее важным является общий уровень развития финансового сектора.

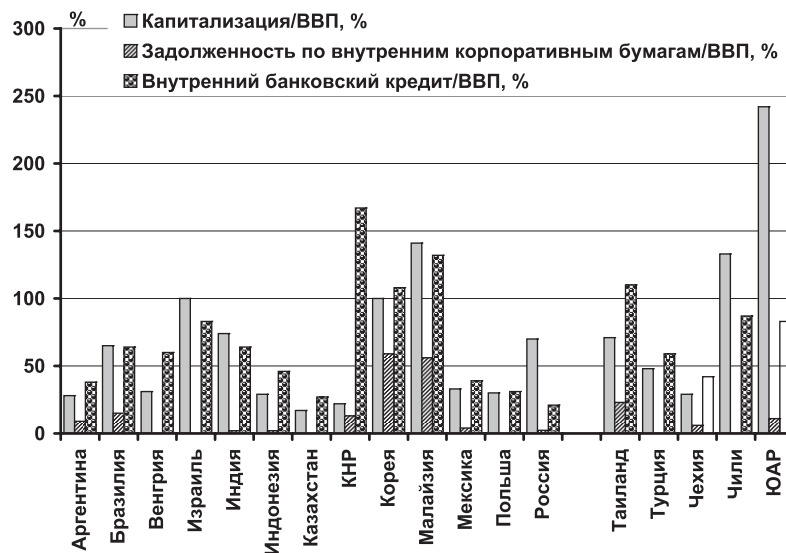
1а

Развитые рынки



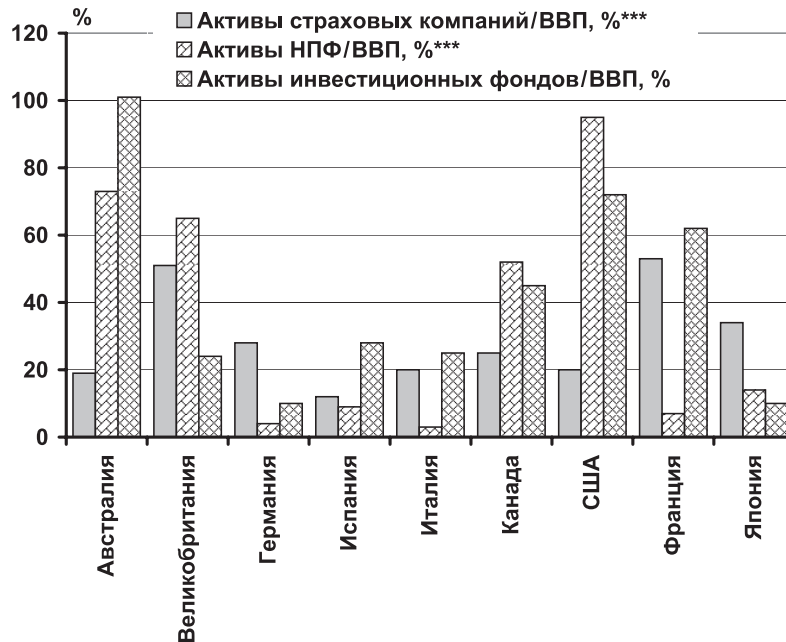
16

Формирующиеся рынки



1в

Развитые рынки



1г

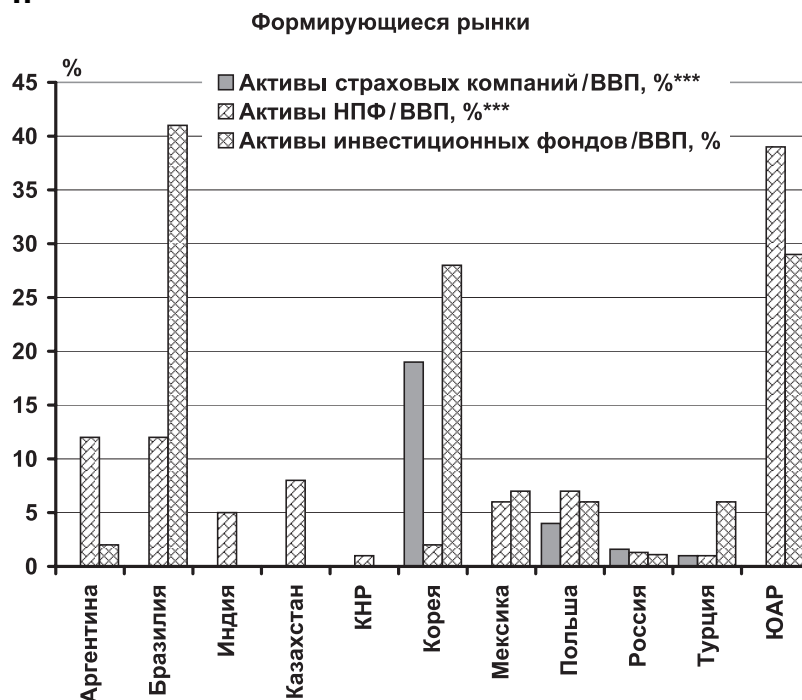


Рис. 1(а—г). Относительные размеры финансовых рынков (2005 г., %)

Источники: ВВП: International Monetary Fund — World Economic Outlook Database; внутренний кредит: International Monetary Fund — International Financial Statistics; капитализация: World Federation of Exchanges, база данных S&P (Global Stock Market Database); задолженность по ценным бумагам: Bank for International Settlements; данные национальной статистики (по России — информационное агентство cbonds);

Активы пенсионных фондов — OECD Global Pension Statistics (<www.oecd.org>). International Federation of Pension Funds Administrators (<www.fiap.cl>); Активы страховых компаний: OECD Insurance Statistics Yearbook. Данные по России — Центр экономического анализа агентства Интерфакс (analytics.interfax.ru). Активы инвестиционных фондов: ICI Fact Book 2006 (<www.ici.org>) По России — ИА CBONDS (<www.investfunds.ru>); Федеральная служба по финансовым рынкам (<www.fcsn.ru>); Банк России (<www.cbr.ru>); Росстат (<www.gks.ru>); <www.investfunds.ru>; <www.ofbu.ru>; Бюро экономического анализа ИА «Интерфакс» (analytics.interfax.ru), Рейтинговое агентство «Эксперт» (<www.raexpert.ru>) Лига кредитных союзов (<www.orema.ru>).

1.2. Место финансового сектора в экономике России

Россия относится к группе так называемых формирующихся рынков¹⁰, экономика которых характеризуется, как правило, заметно меньшими масштабами финансовых институтов, чем в развитых странах, и их меньшей эффективностью (см. рис. 1(а–г), табл. 1).

В конце 2006 — начале 2007 г. в России действовало около 1200 банков, около 120 лизинговых компаний, около 800 небанковских компаний по ценным бумагам (брокеров-дилеров), более 1000 страховых компаний, более 400 негосударственных пенсионных фондов, около 750 инвестиционных фондов и т. п. (табл. 2). Несмотря на очевидные успехи в развитии финансовых рынков, Россия заметно отстает не только от развитых, но и от многих развивающихся стран. По данным Федеральной службы государственной статистики в финансовом секторе России в 2005 г. произведено 3,2% ВВП и занято 1,3% трудоспособного населения (888 тыс. чел.)¹¹.

¹⁰ Финансовые рынки в экономической литературе делят на две большие группы: развитые (developed markets) и формирующиеся (emerging markets). Это деление появилось в конце 1980-х — начале 1990-х гг. и дополнило классификацию стран мира по уровню экономического развития. К странам с развитыми рынками относятся **большинство** развитых (с точки зрения общеэкономической классификации) государств, с формирующимися рынками (ФР), соответственно, все остальные. **Под формирующимся рынком понимают финансовый рынок, находящийся в процессе трансформации, роста и усложнения его структуры.** Standard & Poor's выделяет в своей базе данных по рынкам акций 28 развитых рынков и 83 формирующихся (Global Stock Markets Factbook 2006. S&P, N.Y., 2006).

¹¹ Федеральная служба государственной статистики. (<www.gks.ru>). В статистике национальных счетов финансовый сектор определяется понятием «финансовая деятельность» и включает следующие виды деятельности: «Финансовое посредничество», «Страхование» и «Вспомогательная деятельность в сфере финансового посредничества и страхования». Попутно отметим, что в России до сих пор в рамках статистики национальных счетов отсутствуют данные о финансовых потоках (financial flows), адекватные тем, что публикуются центральными банками или статистическими органами развитых стран. Это препятствует полноценному изучению финансовых институтов и определению эффективности их функционирования. Вопрос может быть решен только на уровне правительства.

Таблица 2

Институты финансового рынка России

Институты финансового рынка	Количество	Активы млрд руб.
Кредитные организации*	1174 (01.05.2007 г.)	15599 (01.05.2007 г.)
Лизинговые компании	116 (12.2005 г.)	
Кредитные кооперативы	950–1000 (в т.ч. ≈500 кредитных союза)	
Небанковские профессиональные участники рынка ценных бумаг (компании по ценным бумагам)**	≈760 (06.2006 г.)	159 (06.2006 г.) члены НАУФОР
Страховые компании	983 (2005 г.)	345 (01.2006 г.)
Негосударственные пенсионные фонды	426	298 (06.2006 г.)
Инвестиционные фонды	748 (06.2007 г.)	600 (06.2007 г.)
В т. ч. открытые и интервальные	437	172
Общие фонды банковского управления	142 (06.2007 г.)	18,8 (06.2007 г.)
Управляющие компании инвестиционных фондов, паевых инвестиционных фондов и негосударственных пенсионных фондов	350 (06.2007 г.)	
Фондовые биржи***	7	
Регистраторы	77 (07.2006 г.)	
Бюро кредитных историй	22 (09.2006 г.)	

*Действующие. Зарегистрированных — 1331. Почти все — банки.

**Определено на основе количества лицензий на осуществления брокерской и дилерской деятельности, имеющихся у небанковских институтов. Реальное количество брокерско-дилерских компаний, активно работающих на рынке, менее 400 (являющихся членами НАУФОР).

***Два организатора торговли, входящие в одну группу, рассматривались как одна биржа.

Источники: Федеральная служба по финансовым рынкам (<www.fcs.m.ru>); Банк России (<www.cbr.ru>); Росстат (<www.gks.ru>); <www.investfunds.ru>; <www.ofbu.ru>; Бюро экономического анализа ИА «Интерфакс» (<analytics.interfax.ru>), Рейтинговое агентство «Эксперт» (<www.raexpert.ru>) Лига кредитных союзов (<www.orema.ru>).

В странах с развитыми рынками (и с высоким душевым ВВП) в финансовом секторе производится до 8–8,5% ВВП (США, Великобритания)¹². Данный факт косвенно свидетельствует о том, что масштабы финансового сектора России заметно меньше, чем в развитых странах. Это, конечно не означает, что в качестве задачи следует ставить повышение его доли в ВВП. Важна, естественно не доля, а то, насколько эффективно финансовый сектор работает и способствует созданию ВВП. Тем не менее, в данном случае количественный показатель отчасти может говорить и о качестве.

В табл. 1 и на рис. 1(а–г) приведена выборка из наиболее представительных развитых и формирующихся рынков. Анализ данных свидетельствует о том, что только по одному показателю — соотношению капитализации акций и ВВП Россия достигла среднемирового уровня (в 2006 г. он составил примерно 100%), что, однако, связано в значительной степени с конъюнктурными факторами — ростом цен на энергоносители и сырьевые товары в последние годы. Если же рассмотреть остальные сегменты финансового рынка, по всем позициям речь идет о сильном отставании. Так, относительный размер рынка корпоративных облигаций (частных эмитентов) в 20 раз меньше среднемирового, банковского кредита — в 5 раз. Соотношение активов финансовых учреждений и ВВП (в 2005 г.) меньше среднемирового по страховым компаниям в 15 раз, по негосударственным пенсионным фондам — в 65 (!) раз, инвестиционным фондам — в 36 (!) раз. Размеры рынка производных финансовых инструментов (деривативов) вообще микроскопические (см. рис. 6а, 6б). И это при том, что в текущем десятилетии финансовый сектор развивается очень быстрыми темпами.

В структуре активов финансовых институтов (без Центрального банка РФ) на долю банковских учреждений приходится свыше 90% (табл. 2). Для сравнения: в США доля банков в активах финансовых институтов (включая Центральный банк) составляет примерно 20%, Японии 40% (60% с учетом доверительных), Германии 70%, Венгрии 65%. Похожая на Россию структура фи-

¹² Statistical Abstract of the United States (<www.census.gov>); International Financial Services (www.ifsl.org.uk)

нансовой системы — в КНР¹³. Это также говорит о слабости и неразвитости финансового рынка России.

Таким образом, целью модернизации действующей политики в отношении финансовых рынков должно стать повышение операционной способности и ликвидности финансовых рынков и устранение их фрагментарности.

1.3. Статистический портрет российских финансовых рынков

Банковский сектор

К настоящему времени в России сложился банковский сектор, по своей идеологии отвечающий рыночным принципам и адекватный современному развитию российской экономики.

Об этом свидетельствуют следующее. В России создана двухуровневая банковская система, включающая Центральный банк РФ и разветвленную сеть кредитных организаций. В стране функционирует 1174 кредитных организаций (май 2007), имеющих 3295 филиалов во всех регионах страны¹⁴. Они осуществляют расчетно-кассовое обслуживание и кредитование предприятий. В основе деятельности банковского сектора лежат экономические методы и инструменты его регулирования (нормы обязательных резервов, инструменты открытого рынка, ставки рефинансирования, процентные ставки на межбанковском рынке и т. д.).

Сформировано основное банковское законодательство и система надзора Банка России за деятельностью кредитных организаций. Проводится большая работа по созданию банковской инфраструктуры, включающей нормативное, методическое и кадровое обеспечение. В кредитных организациях развивается корпоративное управление, формируется система управления банковскими рисками.

Банковский сектор России относится к числу интенсивно развивающихся секторов экономики. За последние годы его активы выросли более чем в 6 раз, причем темпы роста активов банковского сектора постоянно опережают темпы роста ВВП.

¹³ Рубцов Б.Б. Современные фондовые рынки. М.: Альпина Бизнес Букс, 2007.

¹⁴ Бюллетень банковской статистики № 5 (168) 2007. С. 87–89.

С 2000 г. по 2005 г. удельный вес банковского сектора в экономике увеличился в 1,3 раза, отношение его суммарных активов к ВВП выросло с 32,9 до 45%.

За 2002–2005 гг. объем кредитов предприятиям увеличился в среднем на 34%, кредитов физическим лицам — на 87%, соответственно — объем депозитов предприятий — на 28%, физических лиц — на 42%. Рентабельность активов повысилась с 2,6% до 3,2%¹⁵, рентабельность собственного капитала — с 18,0% до 24,2%¹⁶.

Деятельность кредитных организаций, системы управления рисками, финансовая отчетность все более приближается к международно-признанным стандартам.

Вместе с тем, современный банковский сектор России серьезно отстает по многим показателям от зарубежных банковских систем, он не адекватен также и масштабам экономики России как по общему объему аккумулируемых и размещаемых ресурсов, так и по способности «дойти» до каждого региона, конкретного производителя, каждого человека.

На протяжении последних лет отмечается тенденция сокращения общего числа кредитных организаций, практически не увеличивается число филиалов. В результате — на 100 тыс. чел. в России приходится в среднем 4 банковских отделения или филиала, тогда как в США — 33, Франции — 44, Италии — 56, Германии — 58¹⁷. Более половины всех действующих организаций (598 на 1.04.2007 г. — 51%) сосредоточено в Москве и Московской области¹⁸.

Капитал (рис. 2) и активы **всех** российских коммерческих банков **меньше одного** крупного европейского, американского, японского или китайского банка (типа CITIGROUP, Deutsche Bank, HSBC, Mizuho, Credit Lyonnais, Bank of China). Любой из

¹⁵ Global Financial Stability Report. Sept. 2006. P. 132. По данному показателю российская банковская система опережала банки большинства как развитых, так и развивающихся стран.

¹⁶ Ibid. P. 134.

¹⁷ Национальная банковская система России 2010–2020. М.: АРБ, 2006. С. 7 (www.arb.ru)

¹⁸ Бюллетень банковской статистики. Региональное приложение. № 2 (26) 2007. С. 4.

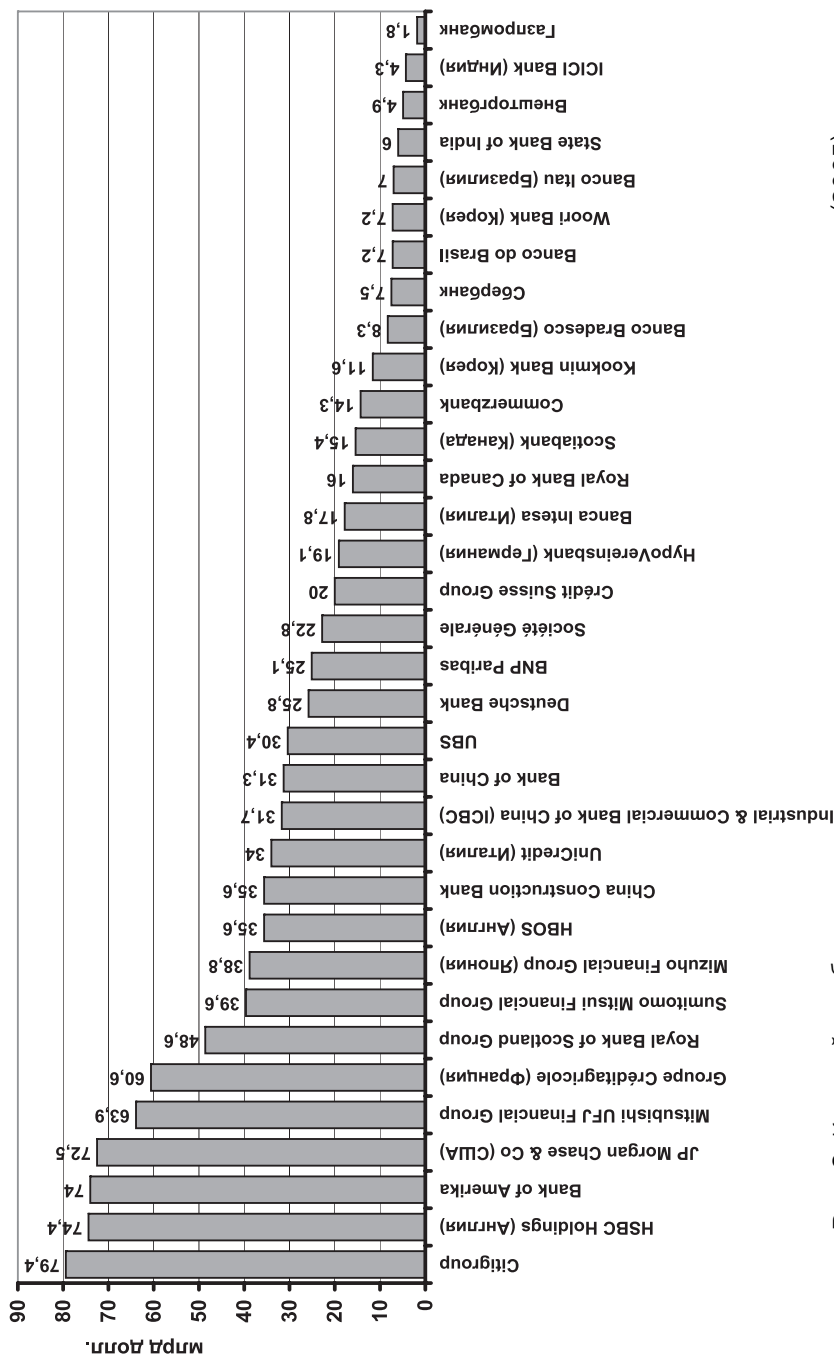


Рис. 2. Крупнейшие банки ведущих стран мира по величине капитала, млрд долл. (2005)

Источник: The Banker, July, 2006.

четверки крупнейших китайских банков по капиталу и активам превосходит **все вместе взятые российские!** Ведущий российский коммерческий банк — Сберегательный банк Российской Федерации — в рейтинге английского журнала The Banker 2006 г. по величине капитала занимал 82 место в мире, второй — Внешторгбанк — 122¹⁹.

По всем индикаторам банковская система России очень сильно отстает от развитых стран. В России отношение совокупного капитала банков к ВВП составляет 6%, а в Германии — 14%, Франции — 22%, Англии — 26%.

Отношение активов банков к ВВП — в России — 45%, в Германии — 317%, Франции — 281%, Англии — 398%²⁰.

Самые крупные по российским стандартам банки (с уставным капиталом в 300 млн руб. и выше) составляют сейчас 21,8% от их общего количества (впрочем, тремя годами раньше этот показатель был немногим более 10%). При этом 300 млн руб. по текущему курсу — это всего немного больше 11 млн долл. США. Остальные же банки в процентном отношении распределились равномерно по группам, наименьший процент составляют банки до 3 млн руб. Конечно, величина уставного капитала не показывает всего потенциала банка (он выражается в величине собственного капитала и общем объеме его ресурсов, включая привлеченные средства), но позволяет составить определенное мнение о «мощи» российских банков (рис. 3).

Достигнутый уровень развития банковского сектора, несмотря на высокие темпы его роста, не соответствует и потребностям российской экономики. Подавляющее число крупных и средних предприятий вынуждены развиваться за счет собственных средств, не имея возможности получить банковский кредит. В структуре источников финансирования капиталовложений российских предприятий доля банковского кредита остается не-

¹⁹ The Banker, July, 2006. При этом надо отметить положительную динамику: за предыдущий год позиции российских «тяжеловесов» были, соответственно, 138 и 185. Успешное размещение акций Сбербанком и Внешторгбанком в 2007 г. значительно укрепило капитальную базу двух крупнейших банков страны.

²⁰ Там же. С. 16. Журнал The Banker для сравнения берет не совокупный капитал банков, а выводит среднее значение для индивидуальных банков. В этом случае цифры будут заметно отличаться от указанных.

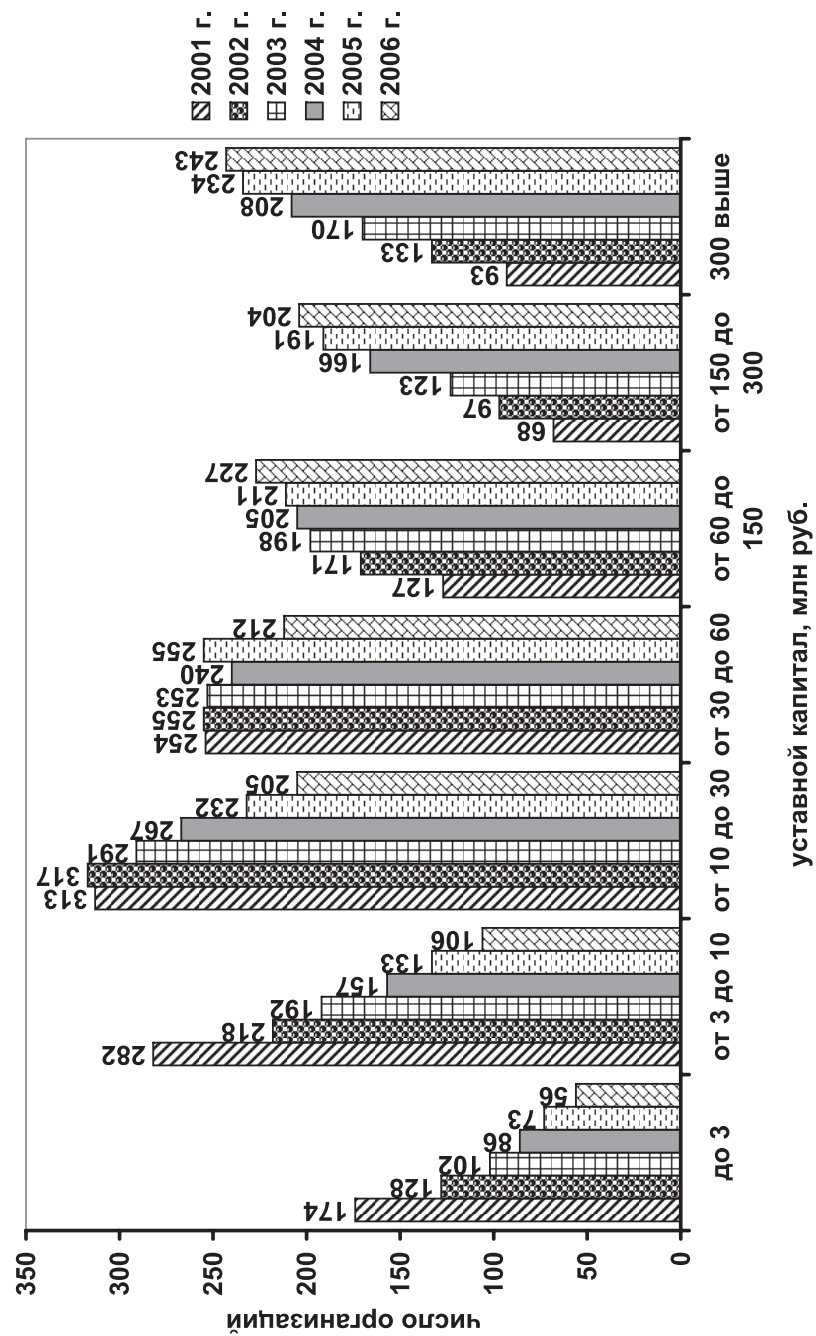


Рис. 3. Группировка действующих кредитных организаций по величине уставного капитала
 Источник: Бюллетень банковской статистики за ряд лет.

значительной — 8–10%, в то время как в США — 40%, в странах Евросоюза — в среднем 42–45%, Японии — 65% (рис. 4)²¹. 93% российских банков из-за недостаточной капитализации не могут выдать ни одного кредита объемом более 10 млн долл.

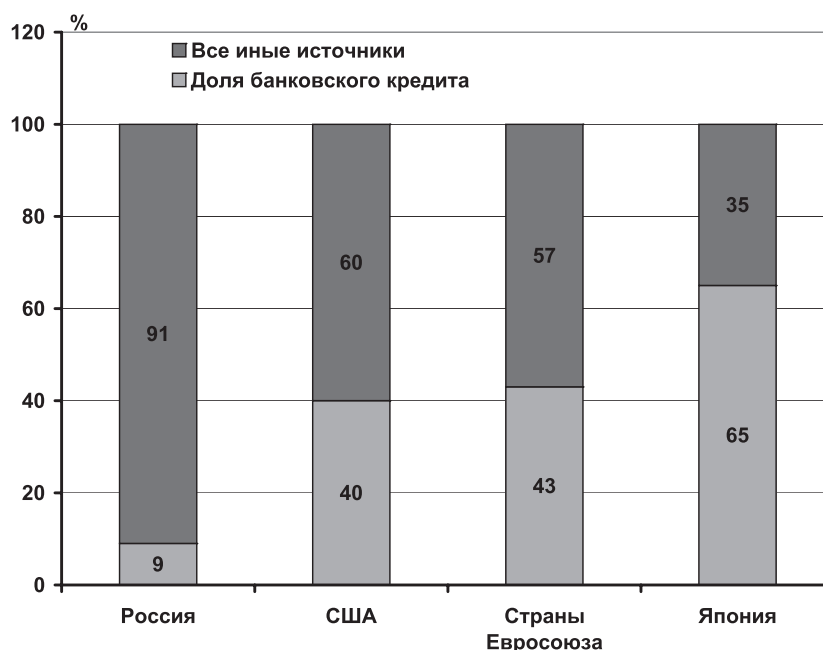


Рис. 4. Доля банковского кредита в источниках финансирования капиталовложений российских предприятий (%)

Источник: Росстат.

Доля кредитов, предоставляемых российскими банками предприятиям малого бизнеса, составляет около 2% от ВВП. В результате спрос на кредиты этих предприятий удовлетворяется не более чем на 10%. Основная часть выданных кредитов (42,1% от общего объема) предприятиям малого бизнеса характеризуется краткосрочностью (от 6 месяцев до 1 года).

В сферу банковского обслуживания не включена большая часть населения. По оценкам экспертов, в России банковские

²¹ Национальная банковская система России 2010–2020. М.:АРБ, 2006. С. 16 (www.arb.ru)

счета имеют только 25% граждан, в то время как в западноевропейских странах банковскими счетами пользуется все взрослое население.

Особо остро вопрос о развитии банковских услуг стоит в регионах.

Пропорции в размещении кредитов по отраслям, срокам, видам между предприятиями и населением нарушены. Наибольшая доля кредитов сосредоточена на обслуживании торгового и посреднического капитала. На начало 2006 г. наибольший удельный вес в совокупных кредитных вложениях (29,8%) имели организации оптовой и розничной торговли, на предприятия обрабатывающих отраслей приходилось 20,2% от общего объема ссудной задолженности. Промышленность, на долю которой приходится большая часть создаваемого валового продукта, получала меньшую часть банковских кредитов. Долгосрочные кредиты (сроком свыше трех лет) в последние годы занимали незначительный удельный вес (в пределах 8%). При этом кредит как источник формирования оборотного капитала предприятий был менее 30%.

Еще более заметны диспропорции в кредитовании населения. Доля кредитов населению в совокупных кредитных вложениях банковского сектора составляла 18,4% (рис. 5), что существенно ниже мировой банковской практики, где объемы кредитов юридическим и физическим лицам примерно равны.

Правда, объем кредитных вложений банков за последние годы значительно вырос. За 2005–2006 гг. объем кредитов и прочих размещенных средств юридическим лицам увеличился, соответственно, на 38,1% и 47,7%, а населению — в 1,9 и 1,8 раза²², что позволяет зачастую утверждать, что в России происходит «кредитный бум».

Институты и инструменты рынка ценных бумаг

Если банковский сектор в России возник на базе существовавших ранее государственных банков, то рынок ценных бумаг создавался «с нуля». За 15 лет своего развития (фактически с 1991 г.) он превратился в крупнейший рынок стран Централь-

²² Бюллетень банковской статистики. № 5 (168), 2007.



Рис. 5. Кредиты, предоставленные предприятиям, организациям, банкам и физическим лицам (млн руб.).

Источник: <www.gks.ru>.

ной и Восточной Европы, а по абсолютной капитализации акций Россия в 2006 г. вышла на второе место среди развивающихся рынков после КНР, обогнав Южную Корею, Бразилию и Индию²³. К концу 2006 г. по абсолютной величине капитализации акций Россия практически сравнялась с такими развитыми странами, как Италия и Испания (табл. 1). В 2006 г. по соотношению капитализация/ВВП (100%) Россия вышла на средний уровень развитых стран, опередив многие из них (рис. 7).

²³ В 2005 г. Россия опережала по капитализации КНР. За 2006 г. рынок акций Поднебесной в долларовом выражении вырос на 185% (!). Капитализация Китая определялась только по кампаниям, чьи акции торгуются на двух континентальных биржах — в Шанхае и Шэньчжэне. С учетом китайских компаний, торгуемых на Гонконгской бирже (а это, например, крупнейшие китайские банки), капитализация Китая значительно превосходит капитализацию России.

Основной показатель динамики российского рынка акций — индекс РТС с сентября 1995 г. до середины 2007 г. вырос примерно в 20 раз (рис. 8)²⁴.

При этом, однако, размеры прочих сегментов рынка ценных бумаг иногда на несколько порядков уступают рынкам развитых стран. Особенно это касается рынка корпоративных облигаций (табл. 1, рис. 1 (а–г)) и деривативов.

Что касается рынка деривативов, то его размеры в России на несколько порядков меньше, чем в развитых странах (рис. 6-а, 6-б). И он пока не выполняет свою основную функцию — страхования ценовых рисков (хеджирования). Тем не менее, можно констатировать наличие всех видов финансовых инструментов, существующих в развитых странах (объемные показатели российского рынка долговых инструментов приведены на рис. 9).

В стране была создана инфраструктура фондового рынка (фондовые биржи, регистраторы, депозитарии, информационные агентства), которая в целом достаточно эффективно выполняет свои функции.

Практически все 1990-е гг. российский рынок ценных бумаг (фондовый рынок) не выполнял свою основную экономическую функцию перераспределения капитала между сберегателями и предприятиями²⁵. Случаи привлечения капитала за счет выпуска ценных бумаг, причем исключительно на зарубежном рынке (в форме депозитарных расписок и евробумаг) были единичны²⁶. В нынешнем десятилетии ситуация изменилась и в целом продолжает меняться в лучшую сторону.

Объемы и динамика финансирования предприятий через фондовый рынок

Учитывая, что основная макроэкономическая функция финансового рынка связана с перераспределением денежных накоплений, и при этом с точки зрения динамики и качества экономического

²⁴ Особенностью индекса РТС является использование долларовых цен российских акций, т. е. обесценение рубля не влияет на динамику данного показателя.

²⁵ В значительной мере то же самое можно было сказать в отношении банковского сектора.

²⁶ Большая часть банковских кредитов предоставлялась на срок менее 1 года, что делало невозможным осуществление инвестиционных проектов.

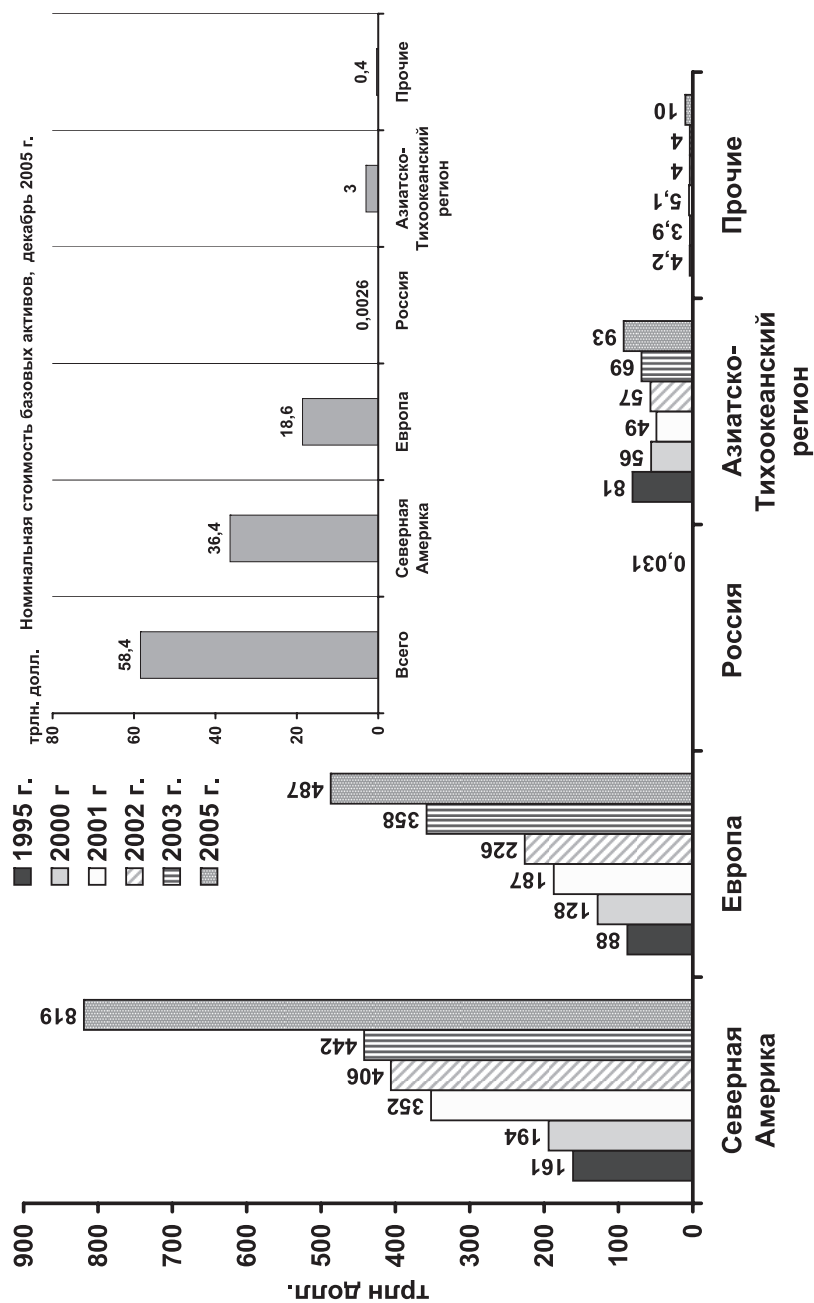


Рис. 6-а. Оборот торговли биржевыми деривативами, трлн долл.

Источник: Bank for International Settlements Annual Report; BIS Quarterly Review.

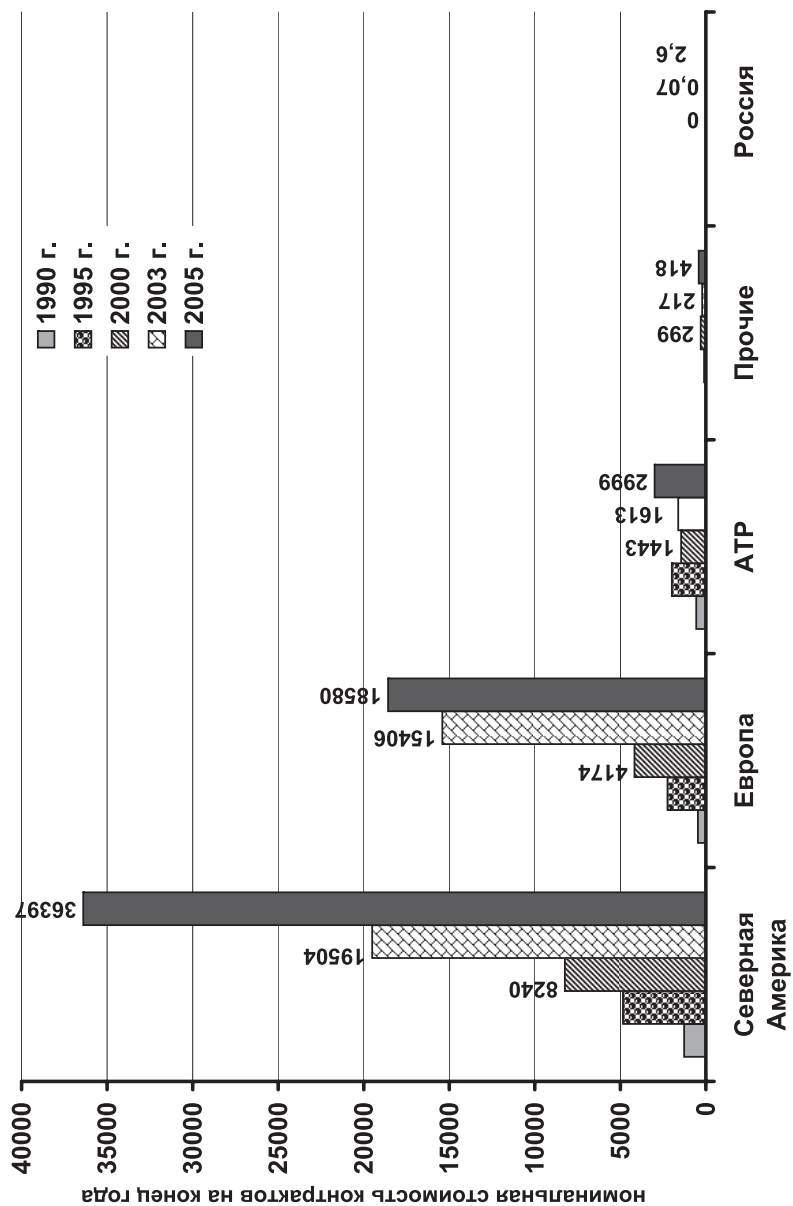


Рис. 6-б. Рынки основных деривативов (номинальная стоимость контрактов на конец года)

Источники: International Capital Markets: Developments, Prospects and Key Policy Issues. IMF, Washington D.C., September 1998, p. 99; Bank for International Settlements Quarterly Review.

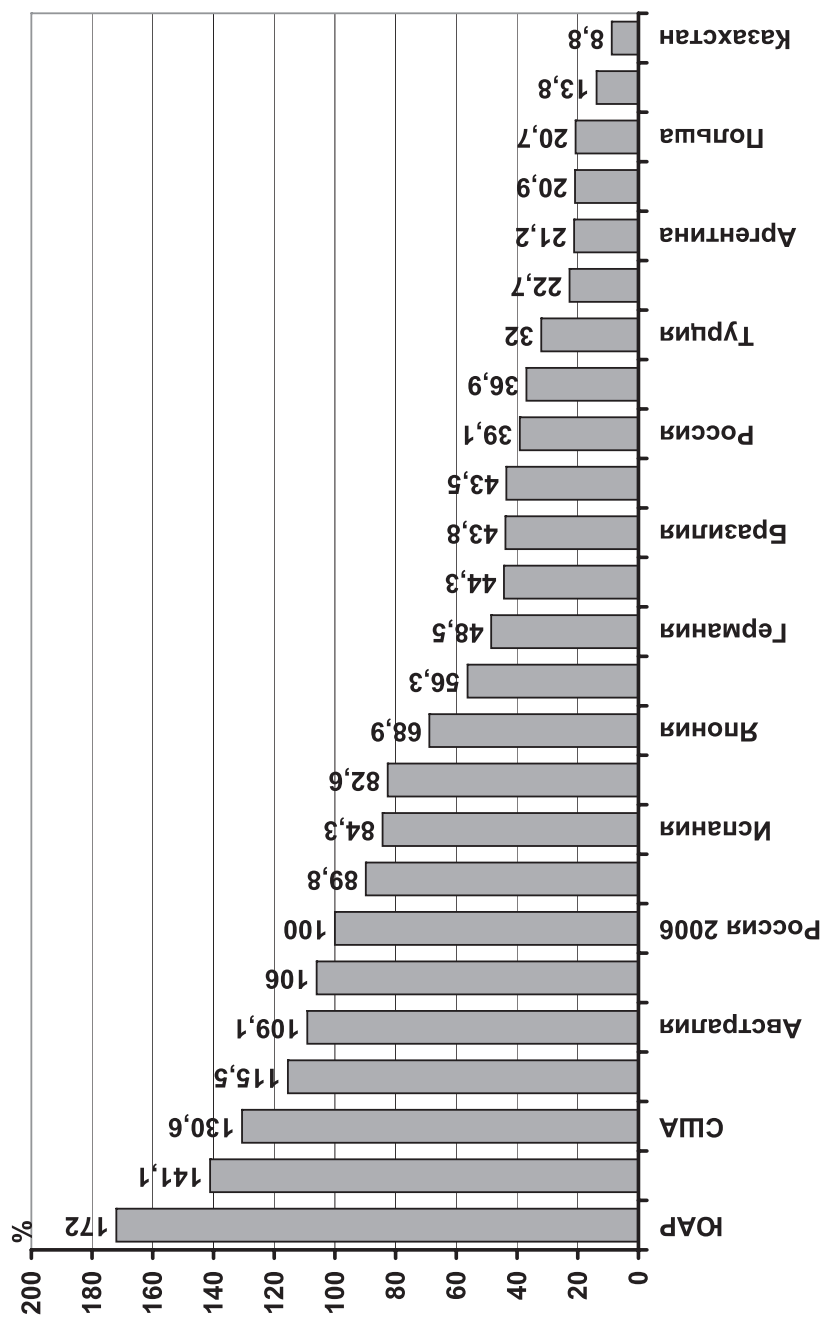


Рис. 7. Отношение капитализации акций к ВВП (%), средний за 2000–2005 гг.)

Источник: World Federation of Exchanges Database, S&P Global Stock Markets Factbook

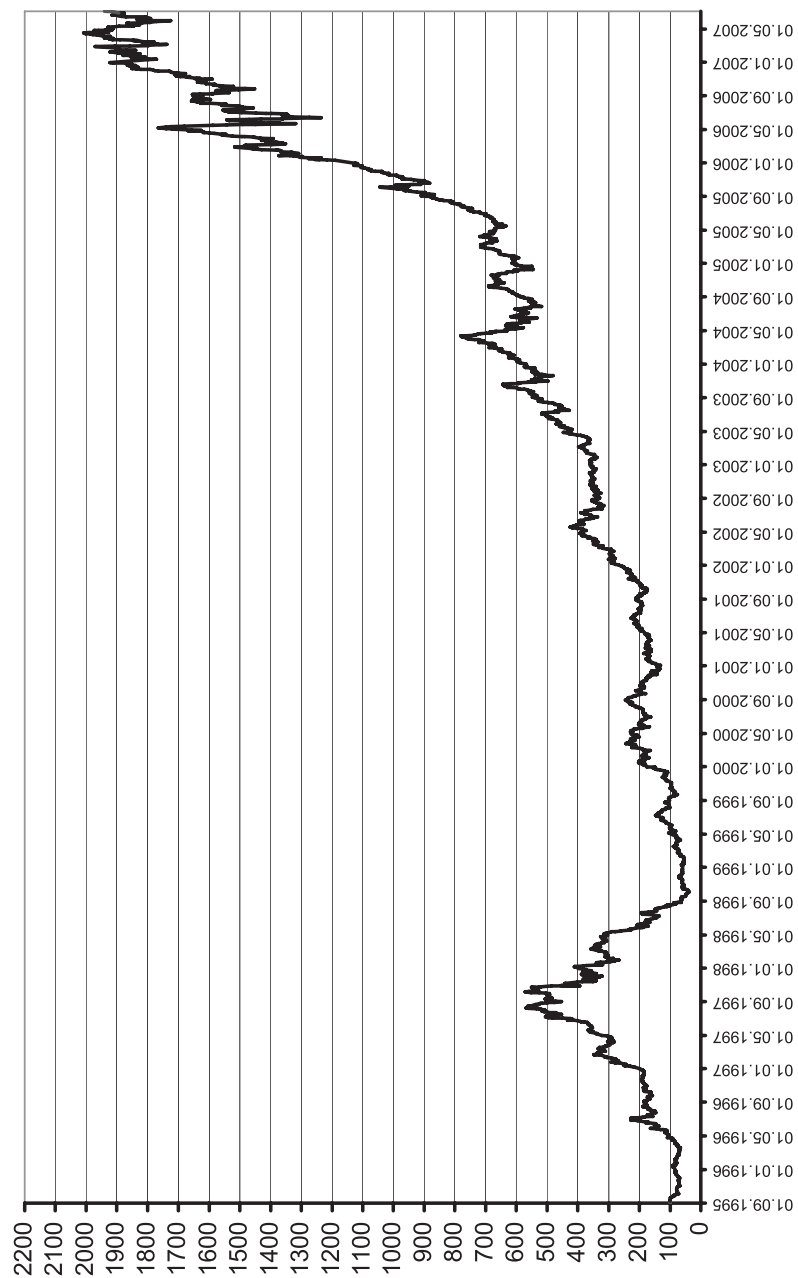


Рис. 8. Индекс РТС (RTSI)

Источник: РТС (<www.rtsnet.ru>)

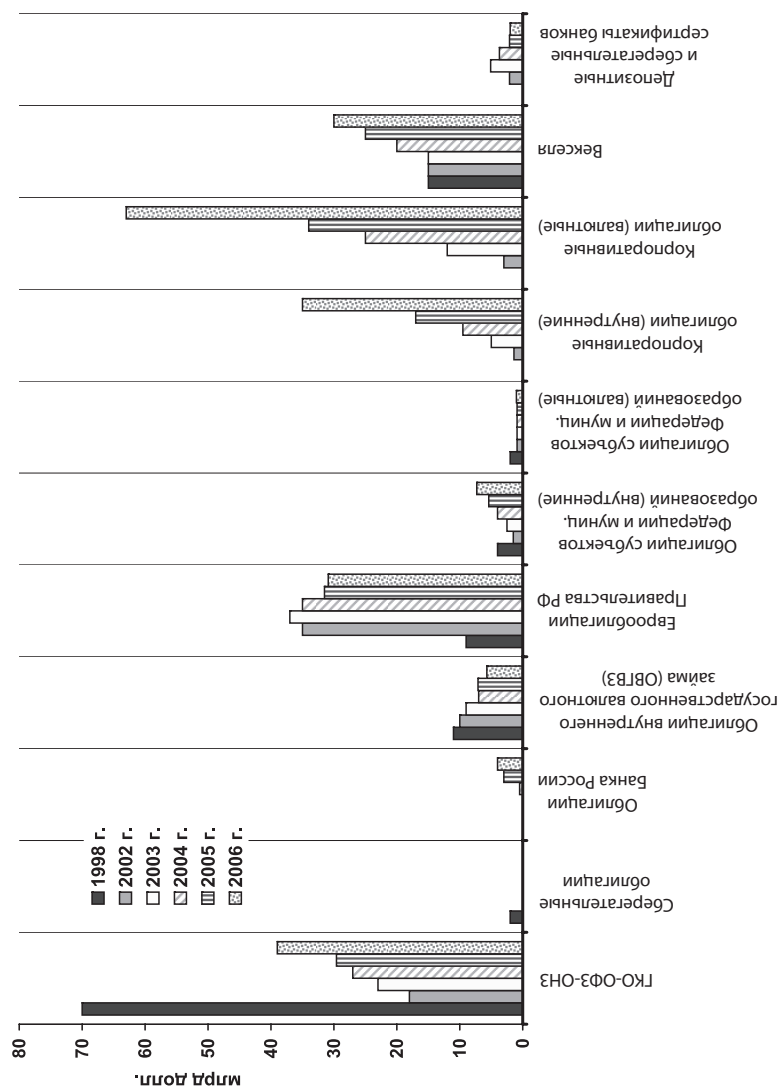


Рис. 9. Размеры российского долгового рынка ценных бумаг (\$ млрд), конец года

Источники: Министерство финансов РФ (<www.minfin.ru>), Банк России — Бюллетень банковской статистики (<www.cbr.ru>), Информационное агентство SBONDS (<www.sbons.ru>), экспертные оценки.

роста важнейшим является его способность мобилизовать долгосрочный капитал для инвестиций, целесообразно уделить данному вопросу большее внимание.

Следует отметить, что в текущем десятилетии (в отличие от предыдущего периода) рынок ценных бумаг стал выполнять свою главную функцию. С 1999 г. на внутреннем рынке нефинансовыми компаниями и банками стали размещаться облигации. В 2002 г. впервые за счет выпуска акций на российском (внутреннем) публичном рынке был привлечен капитал российской компанией (Росбизнесконсалтинг). Намного более крупные ресурсы получают на внешних рынках, как за счет выпуска евробумаг, так и акций (рис. 10). Наконец, многие вексельные программы приобрели черты облигационных займов (а не средства расшивки неплатежей или оптимизации налогообложения).

Соотношение общего объема привлеченных средств на рынке ценных бумаг (включая иностранный) с величиной валовых инвестиций в экономике для 2005 г. дает цифру в 29%, а в 2006 г. — 45%²⁷. Величины, на первый взгляд, весьма значительные. Но насколько они сопоставимы с другими странами?

Размещение акций на внутреннем рынке

Цифры размещения акций по биржам развитых стран включают также данные по размещавшимся здесь иностранным эмитентам, однако их доля невысока (за исключением Лондонской фондовой биржи), большая часть приходится на национальные компании. Как мы видим, речь идет о десятках миллиардов долларов, полученных за счет выпуска акций. По формирующимся рынкам цифры, естественно, ниже, однако и здесь речь идет о миллиардах долла-

²⁷ Следует, правда, сделать **важную** оговорку. В части выпуска акций (IPO) в ряде случаев вырученные средства пошли не на инвестиции, а непосредственно в карманы владельцев компаний, которые путем IPO просто монетизировали свой капитал. В некоторых случаях полученные средства шли не на инвестиции в основной капитал, а на рефинансирование старой задолженности (например, по банковским кредитам, полученным на поглощение других компаний или для погашения ранее выпущенных облигаций). В докладе бывшего главы ФСФР О.В. Вьюгина приводятся иные цифры, отличающиеся от приводимых нами (Вьюгин О.В. Российский фондовый рынок. Современное состояние. М., 2007.).

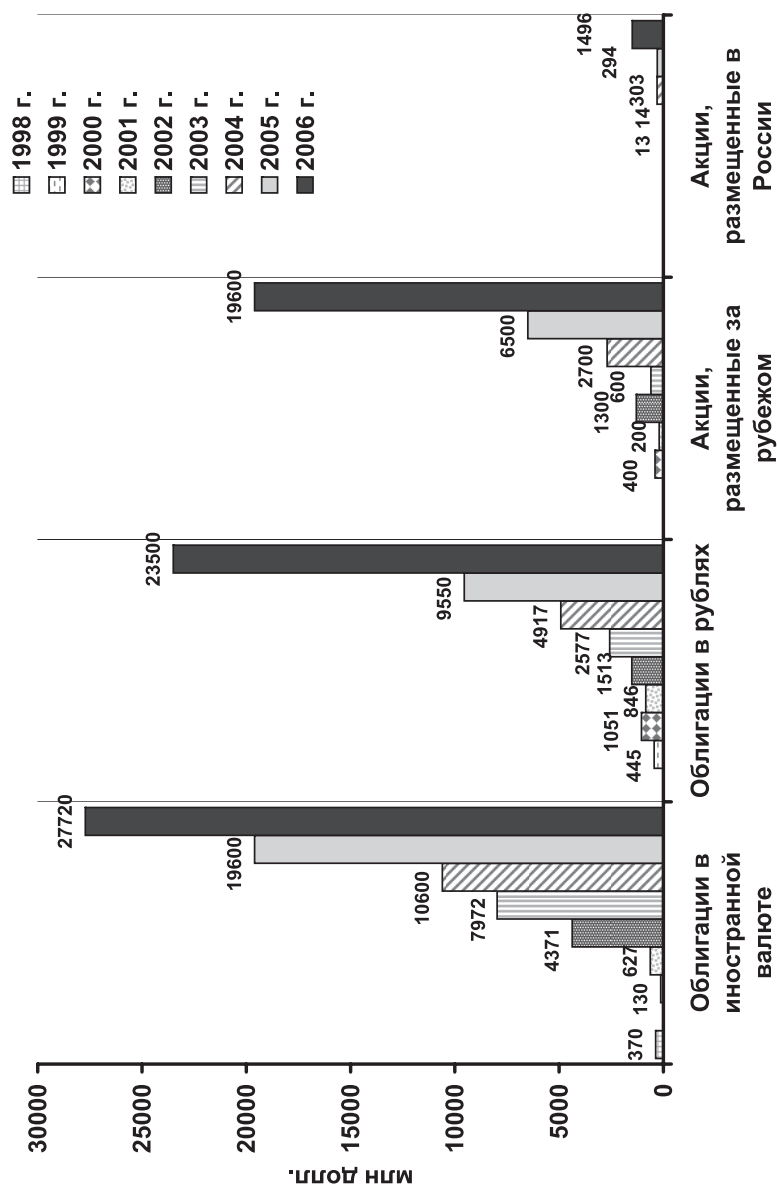


Рис. 10. Объемы привлечения средств на рынке ценных бумаг российскими частными эмитентами, млн долл.
Источники: «Биржевое обозрение» № 5 (19) 2005; «Рынок ценных бумаг» № 3 (306) 2006; BIS Quarterly Review; ИА СВONDS, РБК (<[www. quote.ru](http://www.quote.ru)>).

ров. Показатели по России смотрятся более чем скромно. Соотношение размещенных на российских биржах акций с валовыми инвестициями в основной капитал не превышало в 2004–2006 гг. 1%, в то время как в некоторых странах (Канада, ЮАР) за счет выпуска акций финансируется до 20% инвестиций (рис. 11).

Как показывает зарубежный опыт, выпуск акций наиболее важен для молодых, инновационных компаний.

Выпуск акций может проводиться в форме первой открытой подписки — *IPO* и в форме повторных выпусков²⁸. Соотношение между ними заметно отличается в разных странах и в разные годы. При этом, как правило, большая часть средств привлекается через повторные выпуски²⁹.

За все время существования российского фондового рынка (по конец 2006 г.) на нем было проведено 19 *IPO*: в 2002 г. — компанией Росбизнесконсалтинг, в 2003 г. — компанией «Аптека 36,6», в 2004 г. — компаниями «Калина», «Иркут», «Седьмой континент» и «Открытые инвестиции». В 2005 году на российском рынке проведено 3 *IPO* — компаниями «Лебедянский», «Хлеб Алтая» и «Северсталь-Авто». В 2006 г. состоялось 11 размещений (включая параллельные — за рубежом и в России).

В 2007 г. мегаразмещения провели крупнейшие российские банки — Сбербанк и Внешторгбанк. Примечательно, что первый разместил все акции только на внутреннем рынке, не выходя на зарубежные площадки. При этом интерес со стороны иностранных инвесторов был значителен, и они его реализовали именно на российском рынке.

Потенциал рынка российских *IPO* весьма значителен. По состоянию на осень 2006 г. более 150 российских компаний заявили о своей готовности в течение ближайших нескольких лет реализовать программу *IPO*, в том числе и на российском рынке. В это число входят представители нескольких десятков отраслей рос-

²⁸ *IPO* (Initial Public Offering) | в современной российской деловой печати обычно дается без перевода с использованием английского акронима. Повторные выпуски (*secondary offering*) иногда переводятся как «вторичное предложение».

²⁹ Об этом говорит анализ статистики Мировой федерации бирж (раздел «Капитал, привлеченный с помощью выпуска акций» на англ.) <www.world-exchanges.org>.

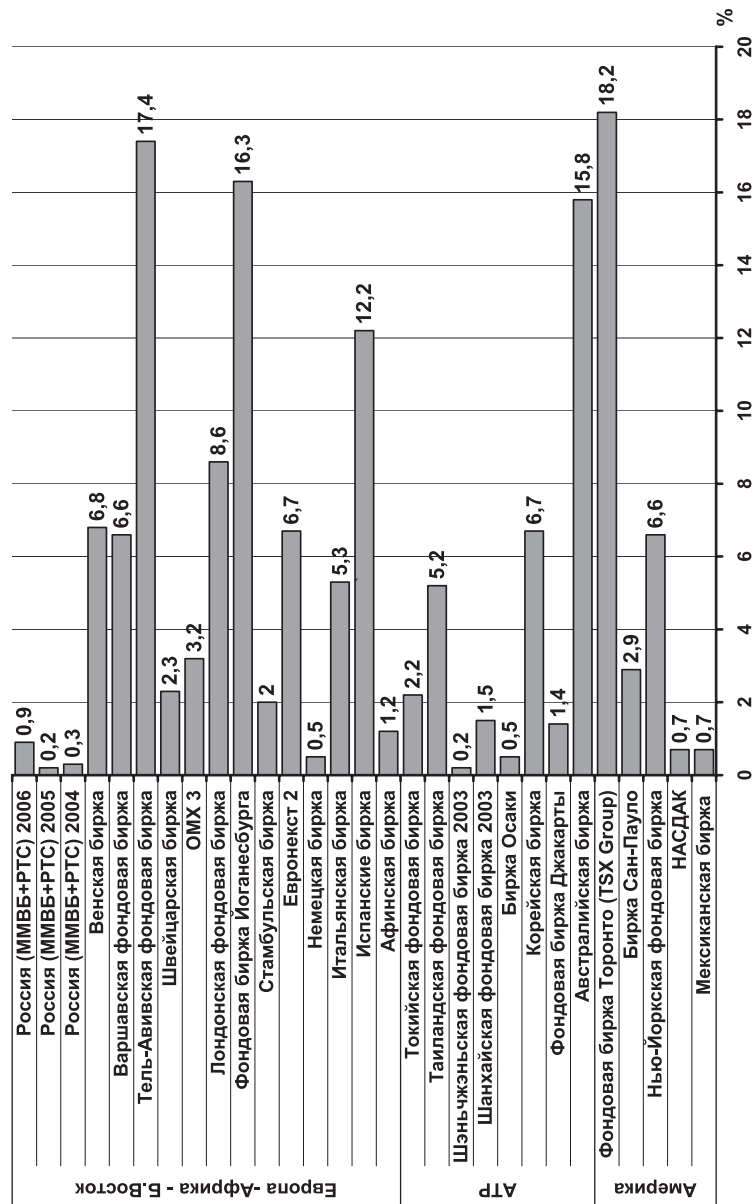


Рис. 11. Роль выпуска акций в финансировании инвестиций (капитал, привлеченный за счет размещения акций, к валовым инвестициям в основной капитал)

Источник: База данных Мировой федерации бирж (<www.world-exchanges.ru>). По России — база данных Росбизнесконсалтинг, Росстат, данные ММВБ и РТС.

сийской экономики. Впрочем, намерение — одно, а реальность — иное. В 2005 г. ожидался бум IPO в России уже в 2006 г., однако, то, что происходит, назвать «бумом» нельзя — не тот масштаб.

Размещение акций на зарубежных рынках.

Начиная с 2004 г. объемы размещаемых за рубежом акций растут быстрыми темпами. Если еще несколько лет назад по объемам привлекаемых средств Россия отставала от Индии, Кореи и Тайваня, то с 2006 г. среди формирующихся рынков ее опережает только Китай. Размещение Роснефти в июле 2006 г. оказалось рекордным для России (более 10 млрд долл. одновременно в Лондоне, на ММВБ и РТС) и одним из крупнейших в мире, что вывело нашу страну на второе место среди формирующихся рынков. Общий объем размещений акций на зарубежных рынках в период до конца 2006 г. составил примерно 31 млрд долл. Тем не менее, сам факт, что большая часть размещений происходит не внутри страны, а за рубежом, отчасти³⁰ говорит о слабости отечественного фондового рынка (табл. 3).

Размещение облигаций на внутреннем рынке

Рынок рублевых облигаций частных эмитентов возник в России фактически только в 1999 г.³¹ и развивается быстрыми темпами. Увеличивается число новых выпусков и их дюрация. В конце 2006 г. общее количество частных эмитентов, чьи облигации обращались на внутреннем рынке, составило 370³². Если в 2001 г. максимальный срок до первой оферты³³ составлял 2 года, а средний был чуть более полугода, то уже в 2004 г. было размещено 2 выпуска с 3-летними офертами, а многие из выпускаемых обли-

³⁰ В целом то, что российские компании ищут ресурсы за рубежом — вполне естественный процесс, характерный для любого формирующегося рынка. Но все дело в пропорциях.

³¹ До августовского кризиса 1998 г. имели место единичные, экзотические выпуски облигаций российскими предприятиями и банками.

³² По данным информационного агентства CBONDS (<www.cbonds.ru>).

³³ Практика российского рынка такова, что почти все облигации первые годы выпускались с опционом на продажу, т. е. инвестор имел право в определенные моменты времени продать облигацию эмитенту по номиналу. Например, облигация выпускается на 5 лет, но по истечении каждого года может быть погашена по желанию инвестора.

Таблица 3

Размещение акций на зарубежных рынках, млрд долл.

	1997 г.	1998 г.	1999 г.	2000 г.	2001 г.	2002 г.	2003 г.	2004 г.	2005 г.	2006 г.
Все страны	118,4	125,7	215,4	316,7	148,9	102,9	121,9	219,0	306,2	377,9
Развитые страны	87,1	112,3	177,0	256,6	132,5	81,5	87,1	160,6	212,5	227,6
Франция	12,6	17,3	14,6	17,3	19,6	11,4	17,0	25,9	35,3	34,5
Германия	6,7	7,5	26,0	40,4	5,9	5,4	18,5	21,2	30,3	25,4
Италия	8,5	7,6	10,4	5,6	5,7	2,8	4,3	13,5	19,4	11,3
Япония	1,9	10,1	11,2	8,7	7,0	2,5	6,4	8,0	9,9	11,8
Великобритания	11,7	14,9	20,2	31,6	30,8	14,8	7,8	21,4	35,9	41,9
США	8,8	17,3	39,2	70,6	23,9	1,2	2,5	1,9	5,9	14,7
Оффшорные центры (Бермуды, Гонконг, Син-гапур)	5,8	4,4	12,1	14,9	4,8	5,0	8,5	12,4	16,8	25,1
Прочие	25,5	9,0	26,3	45,2	11,6	16,4	26,3	46,0	76,8	125,2
Бразилия	2,4	0,1	0,2	3,1	1,2	1,1	0,6	1,9	2,8	10,9
Мексика	0,8	0	0,2	3,3	0	0,8	0,5	0,2	2,0	1,5
Китай	9,4	1,1	3,6	21,3	3,0	5,4	8,9	18,1	26,9	50,3
Индия	1,0	0,1	0,9	0,9	0,5	0,3	0,5	4,6	9,0	10,1
Корея	0,6	0,5	6,9	1,0	3,7	1,6	1,2	4,6	9,0	7,5
Тайвань	1,6	0,4	2,9	4,2	1,1	3,1	8,3	3,4	7,9	3,8
Турция			0	2,4	0	0,1	0,1	0,8	1,5	1,5
Польша	0,9	0,9	0,7	0,4	0	0,2	0,6	0,9	1,0	0,8
Россия	0,1	0	0	0,4	0,2	1,3	0,6	2,7	6,5	19,6

Источник: BIS Quarterly Review за разные годы