

гаций вообще не имели предложений по офертам. В 2006 г. почти все размещения пришлись на облигации со сроком более 3 лет.

Тем не менее, максимальный срок выпуска облигаций на внутреннем рынке не превышает в последние 2 года 6 лет, а крупные российские эмитенты все больше ориентируются на еврооблигации.

Как свидетельствуют данные табл. 1, Россия многократно уступает даже по абсолютной величине задолженности по внутренним корпоративным (финансовые и нефинансовые учреждения) облигациям (17 млрд долл. в конце 2005 г. и 35 млрд долл. в конце 2006) целому ряду развивающихся стран — Китаю (398), Корее (550), Бразилии (172), Мексике (140), ЮАР (40) и Малайзии (87). Если же сравнивать с компаниями развитых стран, то разрыв очень велик и может достигать десятков раз (США — 16085, Италия — 1038, Германия — 1025, Франция — 1035).

Соотношение между валовой эмиссией внутренних рублевых облигаций и валовыми инвестициями в экономику в России составило в 2005 г. 8%, в 2006 г. — 14%. Для сравнения: в США в 2004 г. аналогичная цифра составила 118%, а неттоэмиссия (за вычетом погашений) — 26%<sup>34</sup>. Тем не менее, можно констатировать, что в России выпуск рублевых облигаций с точки зрения инвестиционного процесса (имеется в виду привлечение «длинных» денег) по значимости лишь немного уступает банковскому кредиту (надо только помнить, что и кредитования инвестиций развития в России находится на слишком низком уровне. В конце 2006 г. задолженность по банковским кредитам, выданным российскими банками предприятиям и организациям в рублях и валюте на срок свыше 3 лет составила примерно 40 млрд долл., в то время как задолженность по рублевым корпоративным облигациям<sup>35</sup> — 35 млрд. В то же время нельзя не признать, что, несмотря на положительную динамику, подобные объемы долгосрочного финансирования не могут считаться достаточными с точки зрения стратегических задач развития экономики страны.

<sup>34</sup> База данных Мировой федерации бирж (<www.world-exchanges.ru>) и Рубцов Б.Б. Современные фондовые рынки. М.: Альпина Бизнес Букс, 2007. С. 123, 124.

<sup>35</sup> Такое сравнение представляется правомерным, поскольку в настоящее время корпоративные облигации размещаются на срок не менее 2–3 лет.



## Выпуск векселей

Для многих российских нефинансовых компаний и банков альтернативой банковскому кредиту и выпуску облигаций стал выпуск векселей. Фактически вексельный рынок в России превратился в аналог существующего в ряде зарубежных стран рынка коммерческих бумаг. По экспертным оценкам<sup>36</sup> его объем в России (по величине непогашенных векселей более 30 млрд долл. в конце 2006 г.) вплоть до 2005 г. даже превышал рынок корпоративных облигаций. Для многих небольших компаний, для которых недоступен банковский кредит или облигационные займы, векселя стали единственным инструментом пополнения оборотного капитала. Однако, опять же, дело в масштабах. Во Франции рынок коммерческих бумаг составляет 80 млрд долл., в Канаде — более 100 млрд, а в США — более 1600 млрд (2005)<sup>37</sup>.

## Размещение корпоративных облигаций на внешнем рынке

В последние годы Россия превратилась в крупнейшего заемщика среди формирующихся рынков. В 2006 г. объем привлеченных на зарубежных рынках облигаций средств российскими нефинансовыми компаниями и банками составил 25 млрд долл. или пятую часть всех подобного рода заимствований стран с формирующими рынками (табл. 4). По общей величине задолженности по частным международным облигациям (всех типов), равной 65 млрд долл. в конце 2006 г., Россия уступает только Корее (83 млрд)<sup>38</sup>. То, что российские компании успешно размещают свои облигации на зарубежных рынках, отчасти является свидетельством улучшения их корпоративного управления, увеличения прозрачности, приведения отчетности к международным стандартам. Однако это никак не связано с состоянием собственно российского фондового рынка и скорее говорит о его слабости (компании не могут получить на нем необходимые ресурсы). Кроме того, как и в случае с международными банковскими займами, подобный источник финансирования доступен

<sup>36</sup> К сожалению, точных цифр нет, а приводимые в различных изданиях оценки различаются иногда в 1,5 раза.

<sup>37</sup> Рубцов Б.Б. Современные фондовые рынки. М.: Альпина Бизнес Букс, 2007.

<sup>38</sup> BIS Quarterly Review, March 2007, p. A87, A88.

*Таблица 4*  
**Размещение корпоративных облигаций (финансовые и нефинансовые компании)  
на международном рынке, нетто, млрд долл.**

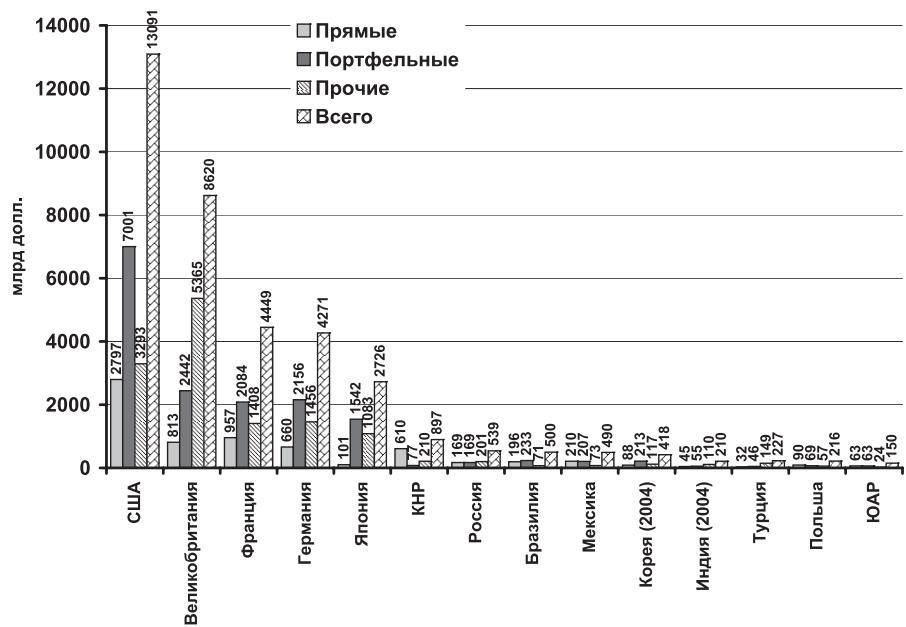
	2000 г.				2001 г.				2002 г.				2003 г.				2004 г.				2005 г.				
	ФИ	НФИ	ФИ	НФИ	ФИ	НФИ	ФИ	НФИ	ФИ	НФИ	ФИ	НФИ	ФИ	НФИ	ФИ	НФИ	ФИ	НФИ	ФИ	НФИ	ФИ	НФИ	ФИ	НФИ	
Развитые рынки	785	174	1020	198	816	53	1537	46,8	1137	102	1549	38	2292	219											
Франция	27	33	36	52	46	7	149	9	109	22	145	9	171	7											
Германия	220	23	191	3	171	6	154	5	179	12	156	6	156	11											
Италия	47	3	60	11	26	4	71	7	43	7	72	7	100	3											
Япония	-5	-20	-1,2	-10	-17,4	-4	7	2	1,2	-1,6	4	2	37	0,3											
Великобритания	84	36	86	5	83	11	285	6	203	9	282	5	357	35											
США	227	52	499	97	301	29	259	17	245	27	270	17	650	129											
Формирующиеся рынки	4,7	1,9	0,7	5	19,2	-1,3	63	13	31	7	61	14	105	28											
КНР	-0,1	0,4	0,2	-0,3		-0,1	5,1	-0,5	1,5		5,1		-0,5	1,5	0,2										
Индия	-0,1	-0,3	-0,2	-0,3	-0,4	-0,3	1,7	2,5	0,1	-0,2	1,7	2,5	3,0	6,0											
Малайзия	0,3	0,2	0,3	0,2	5,0	-0,5	2,6	-0,8	1,5	-1,5	2,3	-0,8	3,5	-0,5											
Корея	3,1	1,2	-2,6	2,7	5,1	0,1	8,5	3,2	8	-0,1	7,9	3,2	12,8	2,5											
Тайвань		-0,2	-0,4	1,1	1,2	3,2	0,4	-0,2	1,5	5,6	0,4	-0,2	0,5	-2,2											
Венгрия		0,4					1,4	0,9			1,4	0,9	4,7	0,3											
Польша	0,3	-0,1	1,6	0,2	-0,3		0,2		-0,1		0,2		0,0												
Россия	-0,9	-0,2	0,5	-0,1	0,4	2,9	16,3	0,8	5,4	2,4	15,0	0,8	23,7	1,7											
Турция	0,7		-0,2		-0,9		3,6	-0,4	-0,8		3,7	-0,4	2,0	0,3											
Бразилия	0,2	0,2	2,9		3,5	-1,9	2,1	0,1	8,1	2,8	2,0	0,2	7,0	2,4											
Мексика	2,2	0,3	1,3	0,9	1,8	-3,4	2,1	3,7	1,6	-1,7	2,1	3,9	3,1	1,4											

ФИ — фин. институты, НФИ — нефин. институты

Источник: BIS Quarterly Review

лишь крупнейшим российским компаниям. Большая часть внешней задолженности приходится на Газпром, Сбербанк, ВТБ и др. компании с государственным участием.

Привлечение капитала за счет выпуска облигаций на зарубежных рынках отражается в статистике платежного баланса в разделе портфельные инвестиции. В последние годы Россия (точнее российские компании) среди формирующихся рынков превратилась также и в одного из ведущих заемщиков на рынке банковских кредитов. В результате благодаря этим двум статьям (портфельные инвестиции и прочие) Россия к концу 2005 г. по суммарной величине накопленных иностранных инвестиций заняла второе место среди формирующихся рынков, уступая лишь КНР (рис. 12).



**Рис. 12.** Объем накопленных иностранных инвестиций в странах-реципиентах, млрд долл., 2005 г.

Примечание: данные о накопленных иностранных инвестициях России в указанном источнике предоставляются МВФ Банком России и, соответственно, идентичны показателям, раскрываемым этой организацией. Они значительно отличаются от данных Росстата. Так, по данным Росстата, общий объем

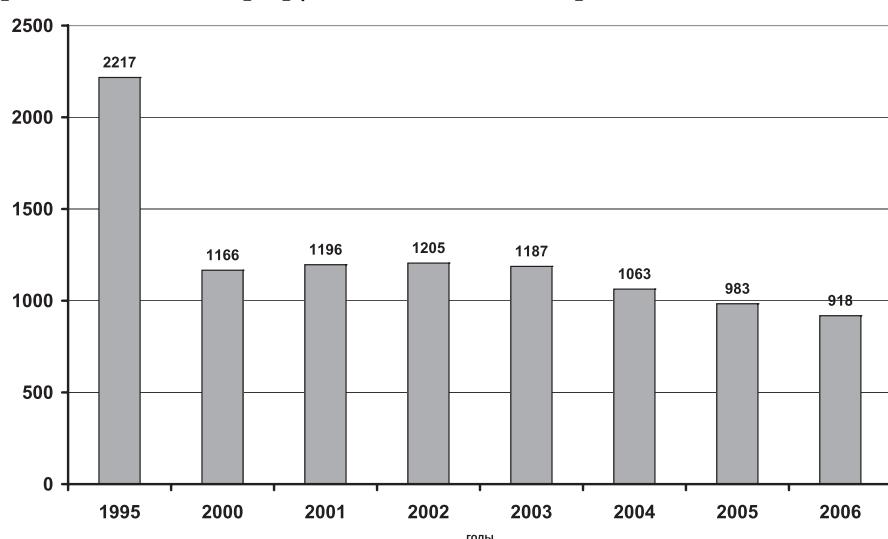
накопленных иностранных инвестиций в России в конце 2005 г. составил 112 млрд долл. (прямые — 50, портфельные — 2, прочие — 60) ([www.gks.ru](http://www.gks.ru))

**Источник:** International Financial Statistics. IMF, Nov. 2006

### Рынок страховых услуг

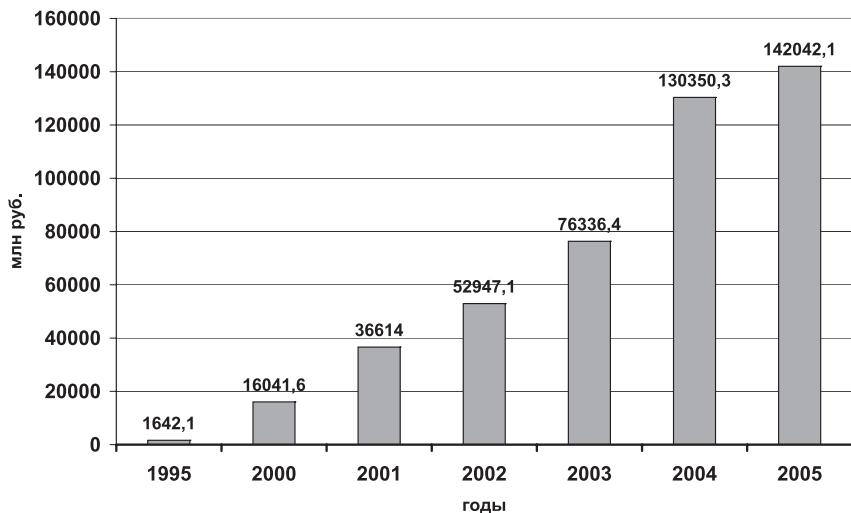
Экономическая сущность страхования состоит в формировании целевых фондов и их использовании для осуществления страховых выплат при наступлении страховых случаев. Характерным признаком страхования является замкнутая, солидарная раскладка ущерба во времени и в пространстве. С макроэкономических позиций страхование выступает стабилизатором социально-политической жизни общества, обеспечивая спокойствие и уверенность хозяйствующим субъектам и гражданам страны.

В России насчитывается более 900 страховых компаний (рис. 13). Как и в случае банков, их число сократилось более чем вдвое по сравнению с серединой 1990-х гг. Уставный капитал вырос с 16 до 142 млрд руб. за 2000–2005 гг. (рис. 14).



**Рис. 13.** Количество страховых организаций в России.

**Источник:** Российский статистический ежегодник. 2006: Стат.сб. / Росстат. М., 2006; <[www.gks.ru](http://www.gks.ru)>.



**Рис. 14.** Уставный капитал страховых компаний России, млн руб.

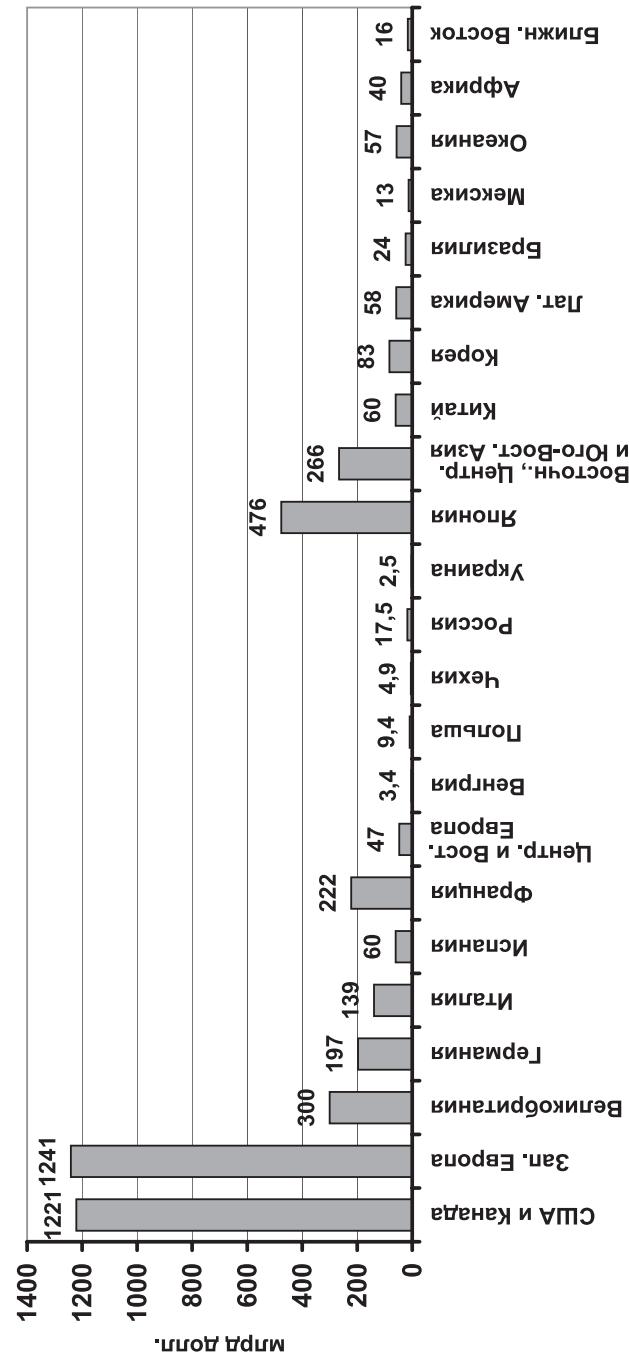
Источник: Российский статистический ежегодник. 2006: Стат.сб./Росстат. М., 2006; <[www.gks.ru](http://www.gks.ru)>.

### Место России на мировом страховом рынке: международные сравнения

Как отмечалось выше, по абсолютной и относительной величине активов страховых компаний Россия многократно отстает от развитых стран. О том же свидетельствуют и данные о собранной страховой премии.

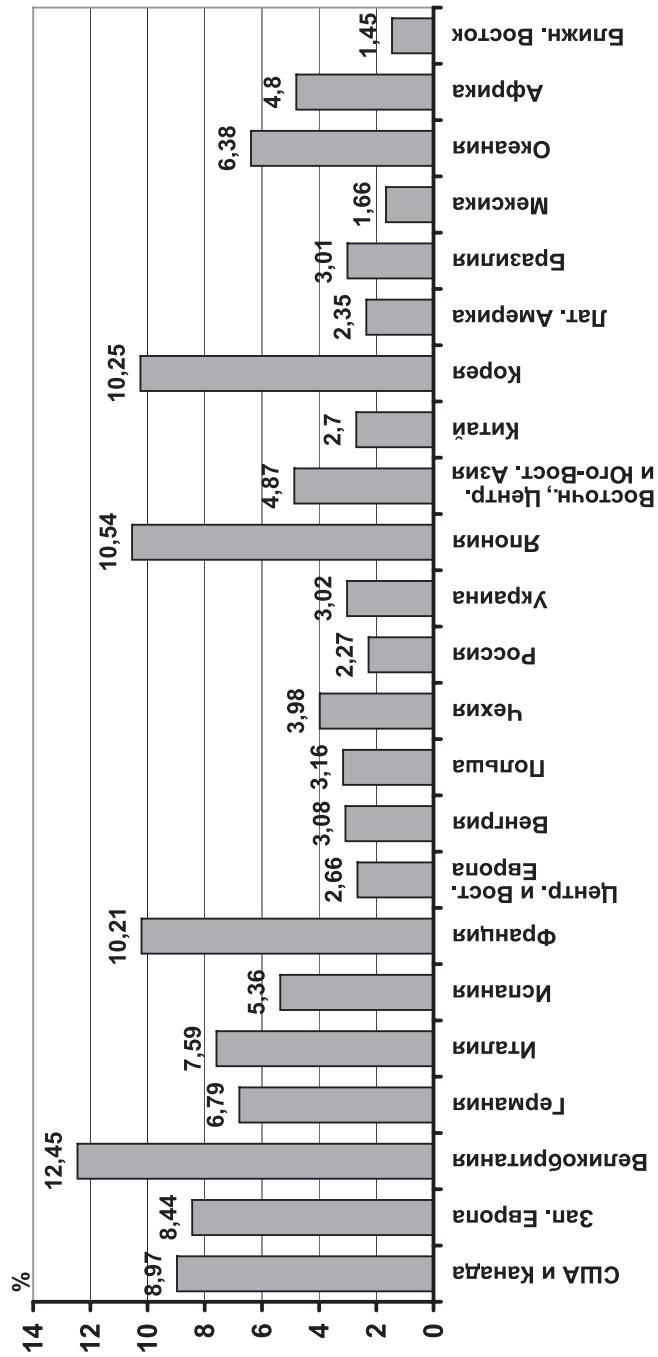
Сбор страховой премии мирового страхового рынка за 2005 г. составил 3426 млрд долл., из которых на страхование жизни (т. н. *life*) приходится 1974 млрд долл. или 58% от общего сбора премии и на страхование иное, чем страхование жизни (т. н. *non-life*) — 1452 млрд долл. или 42% от общего сбора премии<sup>39</sup> (см. рис. 15, 16). Доля промышленно развитых стран в общем сборе премии в 2005 г. равна 88%, доля развивающихся стран — 12%.

<sup>39</sup> В международной классификации показатели по страхованию делятся на: **life** (жизнь), включающие сборы премий по страхованию жизни, и **non-life** (не-жизнь), включающие в себя имущественное страхование (страхование имущества+страхование ответственности+страхование предпринимательских рисков), а также медицинское страхование+страхование от несчастных случаев.



**Рис. 15.** Доля отдельных стран в мировом страховом рынке.

**Источник:** World insurance in 2005// Swiss Re, SIGMA, № 5/2006.



М.б. не равно 100 из-за округления.

**Рис. 16.** Соотношение величины страховых премий с ВВП

**Источник:** World insurance in 2005// Swiss Re, SIGMA, № 5/2006

Доля страхового рынка Северной Америки в мировом страховом рынке составляет 35,66% (из которых доля США — 33,36% и Канады — 2,30%). По сравнению с имеющимися данными за 1997 г., общий сбор премии на данном рынке увеличился на 66,2%. Доля страхового рынка Западной Европы в мировом рынке составляет 36,23%, что превышает аналогичный показатель для США. Доля страхового рынка Японии в мировом рынке составила 13,91% против 23,05% в 1997 г.

Доля страхового рынка Центральной и Восточной Европы во всемирном рынке равна 1,37%, что является одним из самых низких показателей, превосходя только рынки Африки и Ближнего Востока. По сравнению с 1997 г. сбор премии в регионе вырос на 160%. Доля региона в мировом рынке в 1997 г. составляла 0,84%. Премия в % от ВВП в 2005 г. составила 2,66% (в 1997 г. — 1,69%), причем наивысшие показатели зарегистрированы в Словении — 5,65%, Чехии — 3,98%; России — 2,27%.

Таким образом, сравнение уровней развития страхового рынка по странам явно не в пользу России. Однако это также означает, что уже известен вектор развития отечественного страхования и потенциал российского страхового рынка весьма велик.



## Глава 2

### Развитие финансовых рынков: проблемы и решения

#### 2.1. Фондовый рынок

Складывающаяся на среднесрочную перспективу модель российского финансового рынка является проблемной (хотя и динамично развивающейся), подверженной высоким уровням рисков финансового кризиса.

Сохраняются слабости архитектуры отечественного финансового рынка, ограничивающие его конкурентоспособность и заключающиеся в следующем.

- По-прежнему незначительны объемы финансового рынка (по сравнению с развитыми рынками), позволяющие небольшими объемами средств манипулировать рынком; низкая монетизация экономики (ненасыщенность ее денежными ресурсами в сравнении с развитыми экономиками — финансовая глубина экономики должна быть 50–60% и выше)<sup>40</sup>; незначительный объем финансовых активов и, соответственно, сбережений населения в сопоставлении с размерами экономики, не позволяющие удерживать рынок и, соответственно, финансовую стабильность при спекулятивных атаках и иных кризисных ситуациях.
- Узость внутреннего спроса (по всем опросам население готово вкладывать в ценные бумаги не более 3% своих сбережений), чрезмерная доля спекулятивных инвесторов, прежде всего иностранных, большая часть акций, находящихся с свободном обращении (free float), принадлежит иностранным инвесторам, соответственно, на них приходится большая часть оборота по российским акциям (на зарубежных площадках полностью, в России в основном); сопоставимость торговой активности по российским акциям на

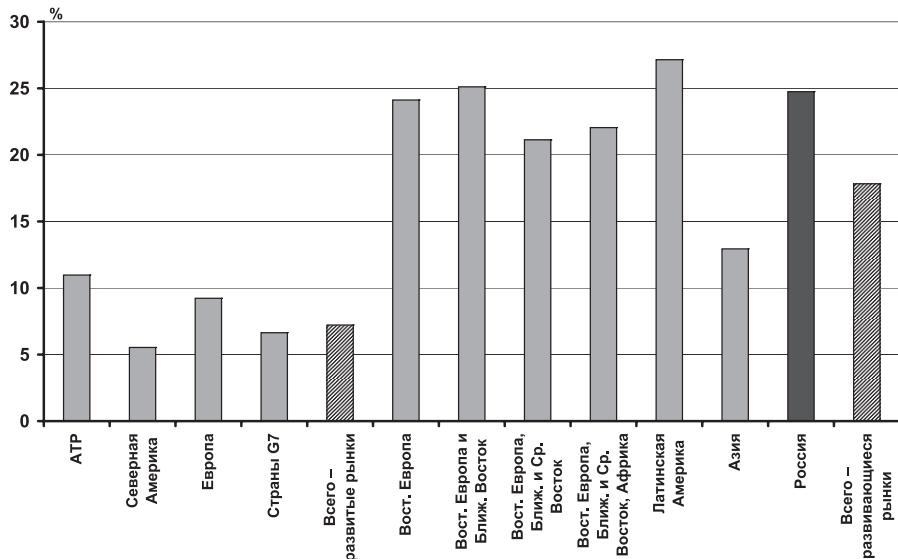
<sup>40</sup> Индикатор (Money +Quasi-Money) /GDP в соответствии с данными IMF International Financial Statistics. Соответствует показателю M2. В конце 2005 г. уровень монетизации российской экономики, рассчитанный по данному индикатору, был чуть выше 30%.

Западе в сравнении с внутрироссийским оборотом<sup>41</sup> формируют сильную зависимость отечественного финансового рынка от операций иностранных инвесторов.

- Высокая фрагментарность российского финансового рынка, отсутствие центрального депозитария, центральной расчетно-клиринговой организации, насыщенность рынка информационными и технологическими барьерами.
- Риски российской экономики оцениваются как высокие со стороны иностранных и отечественных инвесторов (доказывается сохраняющейся высокой волатильностью финансового рынка, низкими рейтингами России при оценке уровня экономического и человеческого развития, экономической свободы, инвестиционного климата). Как следствие, несмотря на значительный рост прямых инвестиций в 2005–2006 гг., по-прежнему на публичном финансовом рынке сохраняется преимущественно спекулятивный характер деятельности инвесторов.
- Высокая волатильность российского рынка. В 1990-е гг. российский рынок был одним из самых волатильных (соответственно, самым рискованным) в мире. В текущем десятилетии уровень волатильности снизился, но по-прежнему остается высоким. Как свидетельствуют расчеты, (рис. 17), в 2004–2005 гг. волатильность российского рынка была в 3 раза выше, чем развитых рынков и по степени рискованности уступала только Латинской Америке.
- Очень сильна зависимость российской экономики от сырьевого экспорта. Экспортные цены на сырье (а за ними и доходы корпоративного сектора и бюджета) способны к резким и непрогнозируемым колебаниям, ведут с лагом в 4–6 месяцев — при падении цен — к кризисным последствиям для российской экономики и отечественных финансовых рынков, генерируют риски.
- Чрезмерные концентрации: собственности в акционерных капиталах; торговой активности на ограниченной группе финансовых инструментов (7–10 акций генерируют более 90% объемов торгов); финансовых институтов, финансовых

---

<sup>41</sup> В отдельные годы до 70%, в 2006 г. — 30%



**Рис. 17.** Коэффициенты вариации российского рынка акций и групп развитых и развивающихся рынков акций (среднее квадратическое отклонение / математическое ожидание индекса за период с января 2004 г. по февраль 2006 г. включительно) по данным дневных индексов MSCI.

**Источник:** Расчеты проведены к.э.н. М.М. Кудиновой с использованием базы данных Morgan Stanley Capital International <[www.msci.com](http://www.msci.com)>

Состав стран, входящих в различные группы рынков:

ATP — 5 стран (Япония, Австралия, Новая Зеландия, Гонконг, Сингапур).

Северная Америка — 2 страны (США и Канада)

Европа — 16 стран (Австрия, Бельгия, Дания, Финляндия, Франция, Германия, Греция, Ирландия, Италия, Голландия, Норвегия, Португалия, Испания, Швеция, Швейцария, Великобритания).

Развитые рынки — 23 страны.

Восточная Европа — 4 страны (Чехия, Венгрия, Польша, Россия).

Вост. Европа и Близк. Восток — плюс Турция (5 стран).

Вост. Европа, Близк. и Ср. Восток — плюс Израиль и Иордания (7 стран).

Вост. Европа, Близк. и Ср. Восток, Африка — плюс Морокко, Египет и ЮАР (10 стран).

Латинская Америка — 7 стран (Аргентина, Бразилия, Колумбия, Чили, Мексика, Перу, Венесуэла).

Азия — 9 стран (Китай, Индия, Индонезия, Тайвань, Таиланд, Малайзия, Филиппины, Корея, Пакистан).

Развивающиеся рынки — 26 стран.

ресурсов в Москве (в столице — сверхконцентрация внутренних денежных ресурсов страны (более 60%) и финансовых институтов (от 40 до 80% общей численности по стране); очень незначительная доля акционерных капиталов, находящихся в свободном обращении (небольшой free float); большинство компаний средней и малой капитализации не подготовлены к выходу на рынок, имеют непрозрачную структуру, существуют в качестве наборов раздробленных активов, денежных потоков и бизнесов, нуждаются в реструктуризации; олигополия в структуре финансовых посредников и институциональных инвесторов (в различных сегментах внутреннего финансового рынка доминируют по 8–10 игроков); заниженная доля участия населения в активности на финансовых рынках — указанные и другие факторы создают крайнюю неустойчивость финансовых рынках, их способность генерировать очень высокие колебания в курсовой стоимости финансовых активов.

➤ Слабость финансовой позиции институтов финансового рынка, их слабая капитальная база, неспособность абсорбировать крупные риски, нарастание рисков, связанных с проблемными активами. Значительное воздействие на рынок оказывают деформации в механизме, обеспечивающем честность и справедливость ценообразования, в блоке отношений «финансовый институт — клиент», фрагментарность рынка и конфликты интересов, проявляющиеся в финансовом обороте. Распространена практика операций с использованием служебной информации.

Проблемы, стоящие перед российским фондовым рынком и связанные с повышением его конкурентоспособности, определяют необходимость программных действий государства, относящихся к составляющим конкурентоспособности рынка (макрофинансовая политика, стимулирование внутренних инвесторов и долгосрочных иностранных инвестиций, реструктурирование отрасли ценных бумаг, реформирование системы регулирования рынка, продвижение российских ценных бумаг и фондового рынка как «хорошего товара» для международных инвесторов).

В настоящее время потребность российских предприятий в долгосрочных внешних финансовых ресурсах в основном реали-



зуется через корпоративные облигационные займы (внутренние и внешние), а также банковские кредиты (от зарубежных банков, доступные, однако, лишь крупнейшим компаниям). Акции, как источник финансирования, в большинстве стран уступают облигациям и здесь едва ли можно ожидать, что Россия будет похожа на Канаду, Австралию или Великобританию. Даже в США, стране, где традиционно акционерный капитал очень развит, эмиссия облигаций в разы превышает эмиссию акций.

Каковы факторы, препятствующие более активному использованию фондового рынка российскими компаниями и, соответственно, более полному использованию имеющихся в экономике накоплений на цели экономического роста?

Прежде всего — это ограниченная база инвесторов.

На мировых рынках основными инвесторами в акции (как и в облигации), как правило, являются так называемые институциональные инвесторы — пенсионные фонды, страховые компании, инвестиционные фонды. В США, например, 40% активов частных пенсионных фондов помещено напрямую в акции корпораций. В фондах правительства штатов доля акций еще больше. Учитывая размеры активов пенсионных фондов США, речь идет о триллионах долларов. В Великобритании более 2/3 активов пенсионных фондов размещено в акциях<sup>42</sup>. В континентальных европейских странах доля акций в активах пенсионных фондов значительно меньше, но при этом и сами активы этих учреждений значительно меньше в связи с неразвитостью накопительной пенсионной системы.

В России большая часть пенсионных денег вложена в государственные ценные бумаги. Сегодня 97% инвестируемой части пенсионных накоплений находится в распоряжении государственной управляющей компании — Внешэкономбанка, который инвестирует средства в российские еврооблигации и ОФЗ (83%), размещая их во вкладах в банках.

Объем накопительной части пенсии, находящийся под управлением негосударственных управляющих компаний, составлял в конце 2005 г. примерно 170 млн долл.<sup>43</sup> и эта сумма растет медленно. Из них в акциях — 28%, в корпоративных облигациях — 24%.

<sup>42</sup> Рубцов Б.Б. Современные фондовые рынки, М.: Альпина Бизнес Букс, 2007. С. 166, 310.

<sup>43</sup> Данные ФСФР, <www. fsfm. gov.ru>.



В ближайшее время едва ли пенсионные деньги смогут пойти на рынок IPO в силу законодательных ограничений. Между тем за рубежом (по крайней мере, в Европе) пенсионные фонды — не только крупные инвесторы в акции, они же — основные поставщики венчурного капитала.

Собственно негосударственные пенсионные фонды в России по своим относительным размерам уступают аналогичным учреждениям не только развитых стран, но и многих развивающихся. Отношение активов НПФ к ВВП в России в 2006 г. составляло примерно 1,1%, в то время как в ЮАР — 39%, Бразилии — 12%, Казахстане — 8%, Индии — 5%, Корее — около 2% (2004). Абсолютные размеры активов всех российских НПФ в конце 2006 г. составляли около 12 млрд долл., на порядок меньше, чем в Великобритании и на два порядка — чем в США.

Аналогичная картина наблюдается со страховыми компаниями. Соотношение «активы страховых компаний/ВВП» в России не превышает 2%, в то время как в развитых странах оно колеблется от 12% в Испании до 53% во Франции. Причем в связи с неразвитостью системы страхования жизни и пенсионного страхования в России у российских страховых компаний отсутствуют длинные деньги, соответственно в структуре их активов доля акций и корпоративных облигаций мала (11% в 2004 г., подробнее см. ниже). Для сравнения: у американских компаний страхования жизни примерно 40% страховых резервов помещено в корпоративные облигации, 25% — акции (2004 г.)<sup>44</sup>. А это сотни млрд долл.

Активы всех российских страховых компаний в конце 2006 г. составляли примерно 13 млрд долл. (табл. 1.), в то время как в Германии, Франции, Великобритании, Японии и США они составляли в 2004 г. от 775 до 2342 млрд долл.

Несмотря на быстрый рост активов паевых инвестиционных фондов в последние годы, их абсолютные и относительные (по отношению к ВВП) размеры остаются чрезвычайно низкими. Отношение чистых активов инвестиционных фондов к ВВП (0,6% в 2006 г.) на два порядка ниже, чем в развитых странах (до 60–100%) и в несколько раз ниже, чем у других формирующихся рынков (3–7%).

<sup>44</sup> Рубцов Б.Б. Современные фондовые рынки. М.: Альпина Бизнес Букс, 2007. С. 168.



Остается проблема узкой базы и индивидуальных инвесторов. Главным препятствием для более активного участия населения на финансовом рынке выступает, безусловно, низкий уровень доходов. При среднемесячной начисленной зарплате в 12448 руб. (примерно 480 долл., март 2007 г.)<sup>45</sup> едва ли можно ожидать, что появятся большие сбережения.

По разным оценкам, у населения на руках в наличной форме может находиться от 25<sup>46</sup> до 80<sup>47</sup> млрд долл. только американской валюты. Часто граждане больше доверяют своим знакомым предпринимателям и без формальностей ссужают им деньги в долг, не жели размещают свои сбережения в финансовой системе. В этом случае, конечно, деньги «работают», но в неформальном секторе экономики, преимущественно в сфере торговли и в целом малого предпринимательства, в то время как, для того, чтобы Россия оставалась в ряду ведущих мировых экономик, необходимы инвестиции в наукоемкие, капиталоемкие отрасли, которые могут привлечь ресурсы только с цивилизованного рынка капиталов.

Инвесторов, которые вкладывали бы свои сбережения в ценные бумаги, в России очень мало по сравнению со странами с развитыми рынками, да и некоторыми формирующимиися. По данным ММВБ общее количество инвесторов — физических лиц, использовавших биржу для торговли ценностями бумагами (акциями) на 1 января 2007 г. составляло 230 тыс. чел. (в июле 2006 г. — 180 тыс., в дек. 2004 г. — 97 тыс.)<sup>48</sup>. Еще 6 тыс. чел. передали свои средства в доверительное управление профессиональным участникам (банкам и брокерско-дилерским компаниям). В ходе летнего размещения акций Роснефти ее бумаги приобрели 115 тыс. чел.<sup>49</sup> С учетом акционеров Роснефти общее количество прямых (активных) инвесторов в акции в России в конце 2006 г. едва ли превышало 350 тыс. человек. Это примерно 0,25% насе-

<sup>45</sup> Росстат. <[www.gks.ru](http://www.gks.ru)>.

<sup>46</sup> Оценка Банка России.

<sup>47</sup> Оценка Казначейства США.

<sup>48</sup> Из выступлений руководителей ММВБ, <[www.micex.ru](http://www.micex.ru)>; Приход частных инвесторов: Третий этап // Вестник НАУФОР, № 8, 2006. С. 22.

<sup>49</sup> Среди покупателей Роснефти было много пенсионеров. Согласно опросам, «инвесторы с опытом» не проявили большого интереса к приобретению акций Роснефти в ходе первичного размещения. Подробнее см.: IPO Роснефти — центральная тема номера // Вестник НАУФОР, № 8, 2006.

ления<sup>50</sup>. В то же время в Китае количество инвесторов в акции превышает 70 млн чел., что составляет 5,6% населения. Именно инвесторы — физические лица — «делают» рынок акций в КНР, в то время как в России это крупные участники — юридические лица, причем в значительной мере иностранные фонды.

Аналогична ситуация с паевыми инвестиционными фондами. Формально в России более миллиона пайщиков (называется цифра и в 3 млн) однако, как и в случае с акциями, большинство — пассивные инвесторы — бывшие акционеры чековых инвестиционных фондов, которые были преобразованы в ПИФы. Реальных инвесторов, осознанно купивших паи (так называемые «рыночные пайщики») — по оценке Национальной лиги управляющих составляло в начале 2007 г. 330 тыс.<sup>51</sup>

Подавляющее большинство граждан, располагающих денежными средствами для сбережения, предпочитают банковские депозиты и наличные. Если первая форма сбережения с точки зрения движения капитала в экономике в известной мере эквивалентна инвестициям в ценные бумаги, то вторая означает омертвление капитала, выведение его из производительного использования.

Важный фактор, препятствующий выполнению фондовым рынком своих функций, можно определить как недостаточную открытость компаний и их недостаточную ориентированность на интересы миноритарных акционеров. Несмотря на то, что в этой области произошли существенные изменения в лучшую сторону, проблемы остаются.

Одна из них связана с выплатой дивидендов. Как известно, в 1990-е гг. выплаты дивидендов носили единичный характер. Реальные собственники компаний получали прибыль путем управления денежными потоками (при этом центры прибыли

<sup>50</sup> В первой половине 2007 г. несколько десятков тысяч российских граждан приобрели акции дополнительной эмиссии Сбербанка и ВТБ.

<sup>51</sup> Цит по: Идеальная модель фондового рынка России на среднесрочную перспективу (до 2015 г.). М.: НАУФОР, 2007. С. 17. Количество инвесторов в инструменты общих фондов банковского управления (ОФБУ), которые являются аналогами инвестиционных паев ПИФов не превышала в октябре 2006 г. 13 тыс. чел., хотя их количество и увеличилось в несколько раз за 2006 г. <[www.investfunds.ru](http://www.investfunds.ru), [www.ofbu.ru](http://www.ofbu.ru)>.



находились в других компаниях, полностью принадлежавших руководителям), путем выплат больших вознаграждений «себе любимым» и т. п. В текущем десятилетии многие российские компании не только приступили к выплате дивидендов, но и закрепили в своих уставах ряд положений о направлении на дивиденды определенной доли чистой прибыли (например, не ниже 10%). Тем не менее, по сравнению с развитыми рынками, доля дивидендных выплат в чистой прибыли российских компаний остается на низком уровне (рис. 18). По оценкам (официальная статистика отсутствует) максимальный уровень дивидендных выплат в России пришелся на 2005 г. и составил 24,5%<sup>52</sup>. В остальные годы цифра колеблется от 9 до 22%<sup>53</sup>. Дивидендная доходность акций<sup>54</sup> крупнейших российских компаний (особенно с государственным участием) составляет доли процента<sup>55</sup> (для большинства развитых рынков среднее значение за последние 15 лет — 3–4%).

До настоящего времени вопрос о регулировании дивидендных выплат в России остается открытым. На данный момент законодательно не закреплена нижняя граница чистой прибыли, которую следует направлять на выплату дивидендов акционерам (такая норма есть в законодательстве некоторых стран).

В текущем десятилетии значительно увеличилась информационная открытость российских компаний, свидетельством чему является, в частности, рост индекса транспарентности российских компаний, ежегодно определяемый агентством S&P. В 2006 г. он составил 53% (в 2005 г. — 52%, 2004 г. — 46%, в 2003 г. — 40%, в 2002 г. — 36%)<sup>56</sup>. Тем не менее, это ниже, чем в развитых странах. Аналогичный показатель для компаний, например, Великобритании составляет свыше 70%<sup>57</sup>.

<sup>52</sup> Треть всех выплат пришлась на компанию ТНК-ВР, которая является по сути закрытой (акции не находятся в свободном обращении).

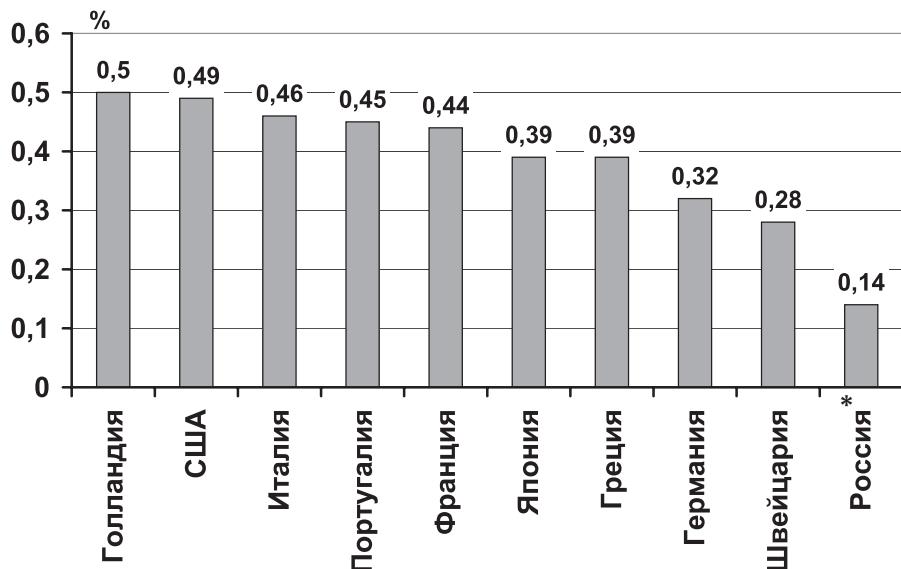
<sup>53</sup> Гребенкин А.С. Тенденции дивидендной политики российских компаний // <www.stockportal.ru>, [26.06.06].

<sup>54</sup> Отношение дивиденда на одну акцию к ее цене.

<sup>55</sup> В начале 2007 г. данный показатель у Сбербанка составлял 0,28%, РАО ЕЭС — 0,19%, Газпрома — 0,56%. У компаний без государственного участия дивидендная доходность, как правило, в несколько раз выше.

<sup>56</sup> Самые прозрачные российские компании по версии S&P — МТС и Мечел.

<sup>57</sup> Потемкин А. Российский эмитент на международном рынке капитала // Биржевое обозрение, № 7 (33) 2006. С. 7.



\*1999–2005 гг.

**Рис. 18.** Норма дивидендных выплат (среднегодовая за 1990–2004 гг.)

**Источник:** Owain ap Gwilym, Seaton J. International Evidence on Payout Ratio, Returns, Earnings and Dividends. Research Paper 2005–7. The University of Wales School of Management and Business. Россия — экспертные оценки.

В конце 2005 г. — первой половине 2006 г. в нормативную базу были внесены поправки, которые должны были упростить выход российских компаний на рынок акций. С 2006 г. 30% акций должно обязательно предлагаться внутри страны. Как показал опыт размещения акций Роснефти, данная административная мера нисколько не помешала компании привлечь необходимые ресурсы. Регулятор вполне мог бы повысить эту долю до 50%. Для российского фондового рынка лучше, чтобы иностранцы приобретали российские акции на территории России. Ведь в этом случае в России, а не в Лондоне создается стоимость, связанная с выведением бумаг на рынок. А речь идет о весьма крупных суммах в млрд долл. в ближайшие годы.

Существует точка зрения, что в силу неразвитой инфраструктуры российского рынка транзакционные издержки здесь выше,

что и заставляет компании идти на зарубежные рынки. Однако факты свидетельствуют об обратном. Как на вторичном рынке издержки минимальны (комиссионные брокерам, плата депозитарию и т. п.), так и при размещении они намного ниже, чем за рубежом. Расчет, проводившийся экспертами ММВБ, говорит о том, что издержки по проведению IPO в России на порядок ниже, чем в Лондоне<sup>58</sup>. Кстати, Сбербанк в начале 2007 г. разместил дополнительные акции только на российских биржах и это отнюдь не помешало иностранным инвесторам поучаствовать в размещении.

Минимальный срок реализации преимущественного права<sup>59</sup> сокращен до 20 дней, причем выкупать бумаги акционеры теперь (с 2006 г.) могут после проведения IPO по цене, определенной в ходе публичного размещения<sup>60</sup>. Регистрация регулятором отчета об эмиссии становится уведомительной, но этот документ придется регистрировать непосредственно на бирже. Уведомительный характер разрешен только для размещений на бирже и с помощью брокера.

И ММВБ, и РТС открыли новый сегмент для компаний, выходящих на биржу с IPO. Специально для таких компаний регулятором предусмотрен новый котировальный лист «В». Для компаний этого списка предусмотрены более низкие требования листинга, чем для компаний котировальных листов А и Б.

Необходимо отметить, что наиболее недофинансированной в России остается отрасль, которая определяет технологический уровень государства — машиностроение. В 1989 г. капиталовложения в основные фонды машиностроительного комплекса составили 8% всех капиталовложений СССР. В 2005 г. в России доля инвестиций в машиностроение (оборудование, транспортные средства, электронное оборудование и пр.) составила лишь 2,2%, причем последние 5 лет она из года в год снижается<sup>61</sup>. И это притом, что абсолютный уровень капиталовложений в России в

<sup>58</sup> Марголит Г. Привлечение капитала на ФБ ММВБ через механизмы IPO // Биржевое обозрение № 7 (33) 2006. С. 12.

<sup>59</sup> Права первоочередного приобретения акций нового выпуска существующими акционерами.

<sup>60</sup> Возможность предоставления скидки старым акционерам сохраняется.

<sup>61</sup> Данные Росстата, <[www.gks.ru](http://www.gks.ru)>.

2006 г. был ниже, чем в 1989 г. К сожалению, на финансовом рынке предприятия машиностроительного комплекса как заемщики не являются лидерами. В 2005–2006 гг. они привлекли от 14 до 25% всех средств, мобилизованных за счет выпуска корпоративных облигаций<sup>62</sup>.

В рыночной экономике первичный рынок может эффективно выполнять свои функции только при наличии эффективного вторичного рынка. Для улучшения работы вторичного рынка необходимы меры, касающиеся его торговой и расчетно-депозитарной инфраструктуры.

### Торговые системы

Необходимо создание единой общенациональной биржи, т. е. интегрированной структуры, объединяющей валютный рынок, рынок государственных и корпоративных ценных бумаг, срочный рынок, возможно, в качестве холдинговой структуры. Биржа является собственником депозитарной (центральный депозитарий и нумерующее агентство) и расчетно-клиринговой корпорации, полностью интегрирует биржевые сети ММВБ, РТС и Фондовую биржу «Санкт-Петербург».

За рубежом процессы консолидации фондовых бирж привели к тому, что в большинстве стран осталась одна фондовая биржа, обслуживающая национальный фондовый рынок. В последние 10 лет процесс консолидации пошел еще дальше. Образуются межнациональные биржи, например Euronext (Париж, Амстердам, Брюссель, Лиссабон, лондонская биржа производных финансовых инструментов LIFFE), OMX (объединяющая биржи Стокгольма, Копенгагена, Хельсинки, Рейкьявика, Вильнюса, Риги и Таллина). В 2007 г. появились трансатлантические альянсы, вроде NYSE-Euronext. Это способствует уменьшению фрагментарности рынков, снижению транзакционных издержек, увеличению их ликвидности.

В России развитие биржевого рынка выявило двух лидеров (ММВБ и РТС), на которые приходятся почти все совершаемые в стране биржевые сделки с ценными бумагами<sup>63</sup>. Тем не менее, учи-

<sup>62</sup> CBONDS review № 2, февр. 2007. С. 37.

<sup>63</sup> В начале 1990-х гг. в России насчитывалось более 120 организаций, имевших лицензию фондовой биржи.



тывая размеры российского рынка, а также тот факт, что значительная часть операций с российскими акциями осуществляется за рубежом (на фондовых биржах Лондона, Нью-Йорка, Франкфурта и Берлина), наличие двух площадок в России снижает ликвидность, усиливает фрагментарность рынка. Рынок без вмешательства государства еще слишком долгое время (5–10 лет) будет идти к интеграции торговых систем, что реально снижает их конкурентоспособность (в т.ч. на пространстве СНГ) и потенциал в привлечении средств для инвестиций в российскую экономику.

### **Депозитарные и расчетно-клиринговые организации**

Для повышения эффективности вторичного рынка в Стратегии развития финансового рынка, подготовленной ФСФР и одобренной Правительством РФ предусмотрено создание центрального депозитария. Представляется целесообразным переход к концепции национальной депозитарной и расчетно-клиринговой корпорации (существуют многие мировые аналоги). Такая интегрированная структура, объединяющая депозитарную (центральный депозитарий), клиринговую, расчетную, нумерующую функции на валютном рынке, рынке государственных и корпоративных ценных бумаг, срочном рынке, имеет много аналогов в международной практике и должна полностью соединить депозитарные и расчетно-клиринговые организации, аффилированные с биржевыми сетями ММВБ, РТС и Фондовой биржи «Санкт-Петербург».

Существующие сейчас концепции «центрального мультидепозитария», «двух/трехуровневого центрального депозитария» и другие консервируют существующую ситуацию фрагментарности инфраструктуры финансового рынка, дополнительных издержек и рисков, связанных с участниками.

Таким образом, необходимо использование административного и финансовых ресурсов государства для создания национальной депозитарной и расчетно-клиринговой корпорации и, в этой связи, реструктурирование существующих в России депозитарных и расчетно-клиринговых организаций, аффилированных с биржевыми сетями ММВБ и РТС, при прямом участии государства в капитале (уже существует в системе ММВБ) и последующей продаже участий частным акционерам.

## **Компенсационные фонды и Служба финансового омбудсмена**

Речь идет об инфраструктуре по защите от системных рисков. Необходимо создание полноценного компенсационного фонда по одной из моделей, принятых в международной практике<sup>64</sup>, с обеспечением регулярных платежей, направляемых в фонд профессиональными участниками рынка ценных бумаг, и с прямым участием государства в регулировании и финансировании (на начальном этапе) фонда (как это происходит в системе страхования депозитов). С этой целью необходима реорганизация «Федерального общественно-государственного фонда по защите прав вкладчиков и акционеров».

Кроме того, требуется формирование Службы финансового омбудсмена на основе моделей, используемых в международной практике (для образца — Великобритания), с прямым участием государства в регулировании и финансировании (на начальном этапе) фонда.

### **Создание системы макроэкономического мониторинга и предупреждения угроз национальной безопасности, связанных с финансовыми кризисами в стране**

Современная динамика рынков показывает, что в полной мере сохранена практика 1990-х гг. — многократного усиления рисков и волатильности на развивающихся рынках в сравнении с развитыми притом, что российский финансовый рынок сохраняет свои свойства в качестве одного из самых волатильных и, соответственно, рискованных рынков мира.

Угроза финансового кризиса, вызванного оттоком из страны иностранных капиталов, сохраняется на постоянной основе. Рассмотренный выше рост рисков на финансовых рынках, глобализация рынков для движения спекулятивного капитала при их дерегулировании, отсутствие принципиальных изменений в мировой финансовой архитектуре (предполагавшихся после кризисов 1997–98 гг.), изменение технологической основы финансового рынка, ведущее к тому, что кризисные явления на одном рынке передаются на другие с высокой скоростью (так называемый эф-

---

<sup>64</sup> Это может быть фонд, как находящийся в ведении государственного регулятора (Великобритания), так и самостоятельная организация (США).

фект «заражения» или «эпидемии»), — все эти современные особенности финансового рынка ведут к необходимости создания:

- постоянно действующей системы независимого макроэкономического мониторинга, целью которого будет «раннее оповещение» руководства страны о нарастающих рисках финансового кризиса, вызванных внутренними и внешними факторами (а для этого, в частности, необходимо появление полноценной статистики финансовых потоков);
- программы сотрудничества отечественных и иностранных финансовых регуляторов и обмена информацией между ними;
- программ действий финансовых регуляторов в периоды рыночных шоков и иных чрезвычайных ситуаций при нарастании угрозы финансовых кризисов.

В частности, программа действий финансовых регуляторов должна включать:

- порядок координации действий финансовых регуляторов, поддержание адекватной информации, четкое разделение обязанностей;
- схему по оперативному обмену информацией в случае чрезвычайных ситуаций и порядок ее введения в действие;
- порядок оперативного мониторинга ситуации на рынке и оперативного принятия решений финансовыми регуляторами по согласованию между собой;
- поддержание отношений с профессиональным сообществом, с другими федеральными органами исполнительной власти, с крупнейшими финансовыми институтами, составляющими олигополию на внутреннем рынке; с иностранными финансовыми регуляторами, с крупными иностранными финансовыми институтами;
- поддержание отношений с общественностью и раскрытие информации, направленное на преодоление негативных ожиданий, панических настроений;
- методы прекращения финансовой, банковской паники (приостановление торгов, объявление банковских каникул и т. п.);
- анализ стандартных сценариев финансовых кризисов и рекомендации по возможным решениям финансовых регуля-

торов, основанным на международной практике («дерево возможных решений»);

- оперативное применение рыночных инструментов денежно-кредитного и валютного регулирования;
- использование финансовых резервов (золотовалютные резервы, стабилизационный фонд) как экстремальных источников поддержания ликвидности, включая функцию Центрального банка как кредитора последней инстанции;
- использование административных запретов и ограничений (по счету капитала, по изъятию вкладов из банков и т. п.).

Одной из нерешенных проблем российского фондового рынка является отсутствие ряда нормативных документов, в частности Закона об инсайдерской торговле и манипулировании на рынке ценных бумаг и Закона о производных финансовых инструментах.

На протяжении многих лет в России обсуждается вопрос о создании в стране единого органа регулирования финансового рынка — мегарегулятора. Сторонники создания мегарегулятора в России ссылаются на зарубежный опыт. В целом ряде крупных развитых экономик (Великобритания, Япония, Германия) в конце 1990-х — начале 2000-х гг. на финансовых рынках были созданы единые органы регулирования и надзора, в сфере компетенции которых оказались *все* институты финансового рынка: банки, финансовые компании, пенсионные фонды, страховые компании, инвестиционные фонды, фондовые биржи и т. п. Целесообразность объединения объясняется все большей интеграцией финансовых рынков и стремлением уменьшить регулятивные издержки.

Представляется, что в среднесрочной (или долгосрочной) перспективе создание мегарегулятора в России является целесообразным. Однако в ближайшей перспективе неизбежное в наших условиях временное расстройство устоявшейся системы регулирования может дестабилизировать финансовый рынок.

## 2.2. Рынок страховых услуг

Страховые организации не только выполняют функцию возмещения ущерба в случае возникновения страхового случая путем формирования целевых фондов, они повсеместно являются крупными (а иногда и крупнейшими) инвесторами, и на сегод-



нышний день актуальна задача эффективного управления их инвестиционным потенциалом. Ресурсы российских страховых компаний как институциональных инвесторов еще очень малы.

В мировой практике инвестиции — основной источник дохода страховых компаний. На Западе, где конкуренция в страховой сфере исключительно высока, а уровень убыточности<sup>65</sup> в этом бизнесе достигает 90–95%, доходное и надежное размещение временно свободных средств является для руководства любой страховой организации вопросом первостепенной важности.

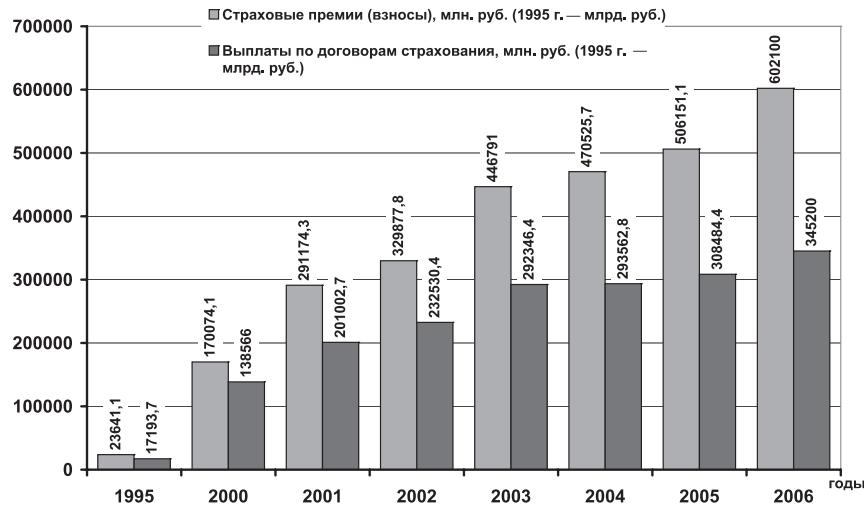
Иначе обстоит дело в России. Здесь до недавнего времени большинство страховщиков предпочитало зарабатывать деньги непосредственно на страховых или псевдостраховых операциях. Например, показатель убыточности по всем видам страхования в 2005 г. составил 55,9%, в 2006 г. — 57,8%, по добровольному страхованию — 37,9% и 37,1%, имущественному страхованию (кроме страхования ответственности) — 24,7% и 28,5%, по страхованию ответственности — 6,8% и 8,5%, ОСАГО — 51,2% и 52,1% и лишь ОМС (обязательного медицинского страхования) близок к мировым показателям — 94,2% и 93,7%<sup>66</sup>. (см. также рис. 19). Поэтому они довольствовались низкодоходными инвестиционными инструментами, такими как банковские векселя и депозиты. Более того, огромные средства хранились просто на расчетных счетах. Ситуация стала меняться лишь в последнее время.

До августовского кризиса 1998 г. российские страховщики не испытывали никаких трудностей с размещением временно свободных средств. Большая часть денег инвестировалась в ГКО, которые были ликвидными и давали хорошую прибыль. После кризиса ситуация кардинально изменилась, и страховые компании фактически остались без инвестиционных инструментов. По мере восстановления банковской системы все большая доля страховых резервов и собственных средств компаний перетекала в банковские векселя и депозиты. До недавнего времени эта тенденция сохранялась, даже несмотря на значительное оживление

<sup>65</sup> Убыточность — отношение страховых выплат к страховым премиям. Если убыточность равна 100%, это означает, что все поступления страховщика (страховые премии) были истрачены на выплаты по страховым случаям.

<sup>66</sup> Рассчитано по: Статистика Федеральной службы страхового надзора, <[www.fssn.ru](http://www.fssn.ru)>.

российского рынка корпоративных ценных бумаг. В 2002 г. усредненная структура инвестиций российских страховщиков выглядела следующим образом (рис. 20 (а, б)).

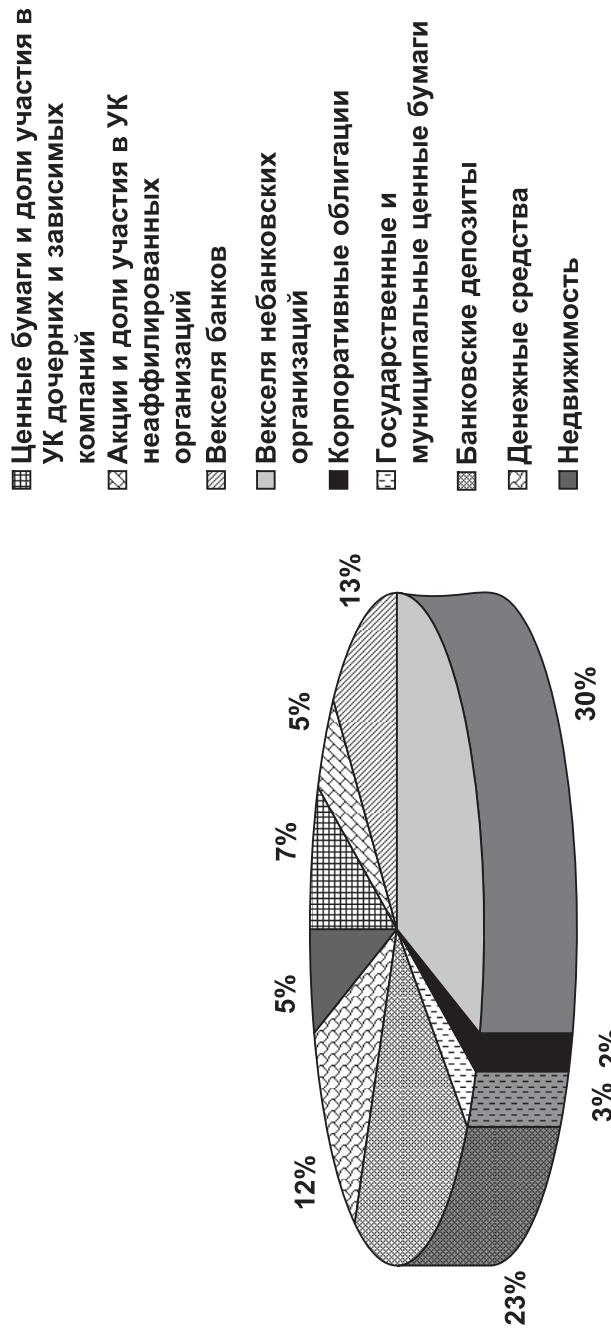


**Рис. 19.** Уровень убыточности в страховании

**Источник:** Российский статистический ежегодник. 2006: Стат.сб. / Росстат. М., 2006 <[www.gks.ru](http://www.gks.ru)>

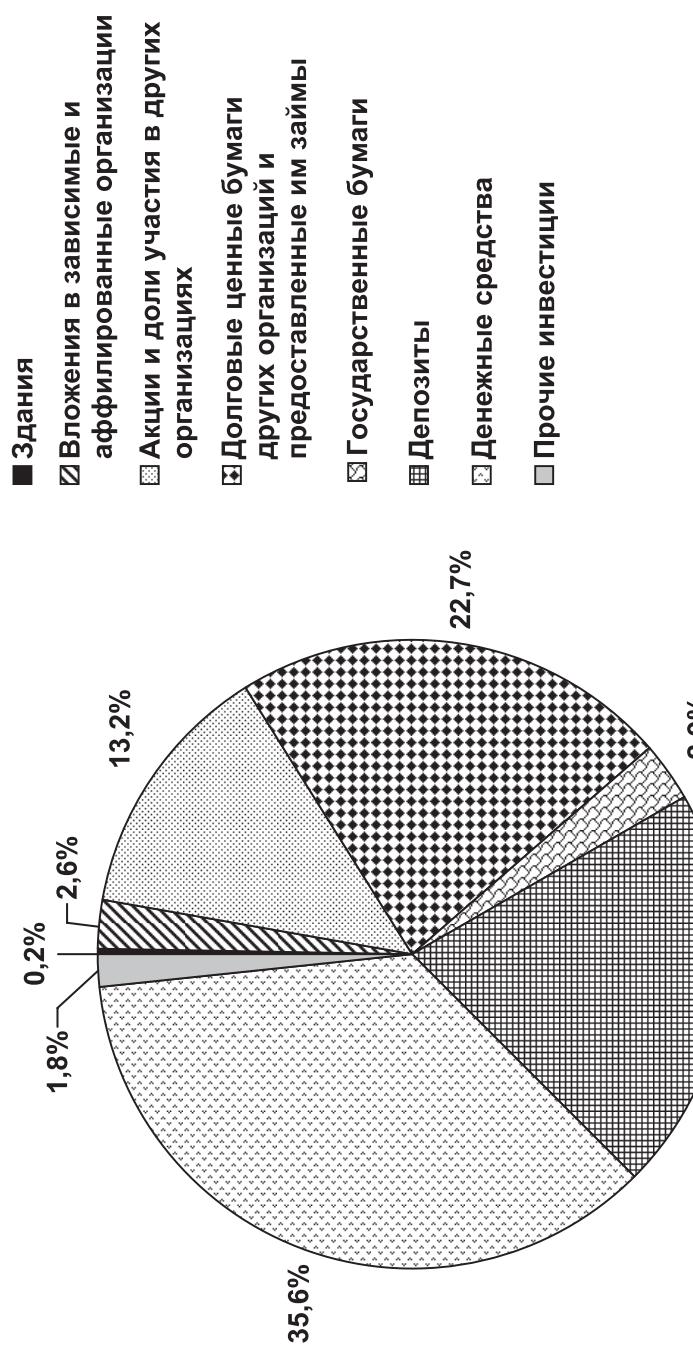
По состоянию на начало 2002 г., более 80% средств, рассматриваемых страховщиками в качестве инвестиций, вращалось в банковской сфере, а средний уровень дохода, получаемого страховыми организациями, редко превышал 15% годовых по рублевым вложениям. К началу 2004 г. сумма резервов отечественных страховщиков составила 6,95 млрд долл., вложения в облигации — 4,8%, векселя — 12,1%, акции — 5,9%, паи ПИФов и ОФБУ — 0,7%, депозиты — 12%. Остальная часть резервов — это вложения в недвижимость, вклады в уставные капиталы, дебиторская задолженность по операциям страхования и перестрахования<sup>67</sup>. Значительная доля акций и векселей предприятий в активах страховых компаний объяснялась не желанием заработать, а совсем другими, неинвестиционными, мотивами.

<sup>67</sup> Кривошеева И. Дружба активов // Русский полис, № 11, 2003; Кричевский Н.А. Проблемы и перспективы развития страховой и инвестиционной деятельности / Н.А. Кричевский, Д.А. Волжанин // Финансы, № 11, 2004.



**Рис. 20 а.** Структура инвестиций страховщиков в 2002 г.

Источник: Самцев П.А. Структура и эффективность инвестиций российских страховщиков // Финансы. 2006. № 3. С. 45–49.



**Рис. 206.** Структура инвестиций страховых компаний в 2005 г.  
Источник: Самиев П.А. Указ. соч.



На практике российские страховщики зачастую слишком высоко оценивают принимаемые риски (т. е. цена страхования явно завышается), и большая доля остающейся премии до сих пор позволяла им не искать варианты доходного размещения активов. Изменения в этой ситуации, главным минусом которой с точки зрения страховщиков является низкая доходность, начали происходить только в начале 2003 г. Сегодня все большее число компаний склоняется к тому, чтобы вести рискованную игру на фондовом рынке, а не довольствоваться низкодоходными, хотя и надежными вложениями. Отчасти это связано с уменьшением в портфелях страховщиков доли зарплатных схем, где им были важны большие обороты, а не инвестиционный доход.

Еще одним фактором, заставляющим компании задумываться о более доходных инвестиционных инструментах, является усиливающаяся конкуренция. И хотя в целом по рынку отношение выплат к поступлениям, как отмечалось выше, остается достаточно низким — чуть более 50%, однако тенденция такова, что во многих крупных компаниях наблюдается рост убыточности страховых операций — конкуренция заставляет страховщиков устанавливать более взвешенные тарифы, а также в большей степени удовлетворять претензии страхователей.

Министерство финансов установило определенные ограничения на размещение страховых резервов<sup>68</sup> (табл. 5).

Как видим, реальная структура инвестиций российских страховщиков заметно отличается от рекомендованной: доля акций и облигаций (т. е. долгосрочных инструментов, в наибольшей степени связанных с воспроизводственным процессом), на практике заметно ниже. Это является следствием, в первую очередь, отсутствия у страховщиков «длинных» денег из-за неразвитости системы страхования жизни.

В последние годы растущая инвестиционная активность страховщиков активно подогревается инвестиционными компаниями

<sup>68</sup> В настоящее время регулируется приказом Минфина России от 8 августа 2005 г. № 100н «Об утверждении Правил размещения страховщиками средств страховых резервов» (в ред. приказа Минфина России от 20 июня 2007 г. № 53н (не вступил в силу) Зарегистрировано в Минюсте РФ 30 августа 2005 г. Регистр. № 6968 // Бюллетень нормативных актов федеральных органов исполнительной власти от 5 сентября 2005 г. № 36.

Таблица 5

**Ограничения на размещение средств страховых резервов страховщиков**

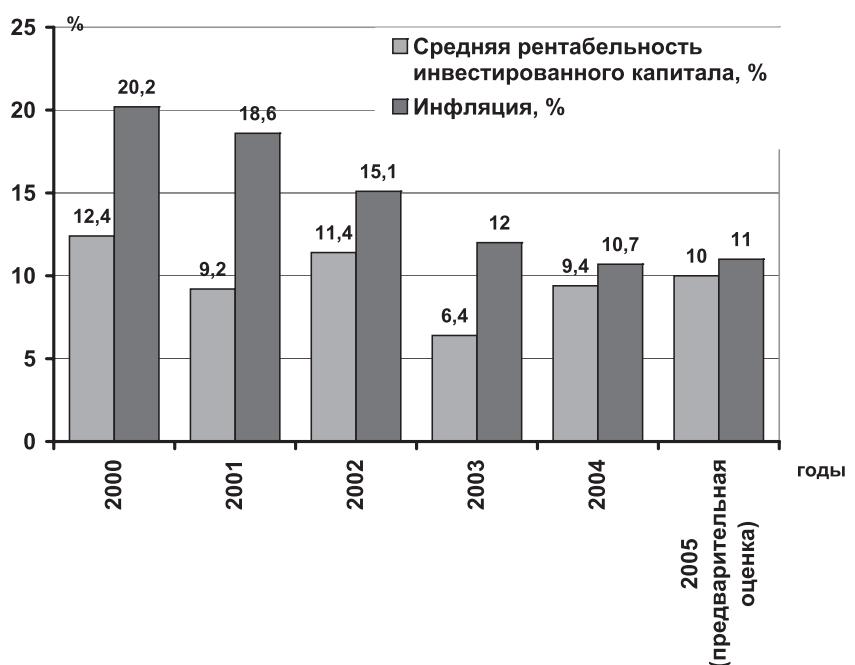
Актив	Доля в портфеле (от суммарной величины страховых резервов), в%
Акции и облигации	Не более 35%
Инвестиционные паи ПИФов	Не более 10% от величины страховых резервов по страхованию жизни; Не более 5% от величины страховых резервов по страхованию иному, чем страхование жизни
Векселя банков и депозиты	50%, причем вложения в один банк не более 20%
Жилищные сертификаты	Не более 5%
Государственные и муниципальные ценные бумаги	Не более 30%

(брокерско-дилерскими компаниями), стремящимися к обоюдным альянсам. Однако тут существует серьезная проблема. Страховщики не могут передавать свои средства в части страховых резервов в доверительное управление профессиональным инвестиционным компаниям, хотя юристы инвестиционных компаний не согласны с такой трактовкой российского законодательства. По их мнению, требования касаются типов инвестиционных вложений, но никак не способов инвестирования. Между тем требуется достаточно высокая квалификация специалистов, чтобы составить инвестиционную стратегию и диверсифицированный, ликвидный инвестиционный портфель в соответствии со структурой обязательств, распланировать риски, определить объем ликвидной денежной «подушки». Именно в этом могут помочь профессиональные управляющие компании, которые за последние годы приобрели серьезный опыт управления средствами, в том числе и негосударственных пенсионных фондов.

Передача портфеля управляющим компаниям — общемировая практика и она имеет следующие преимущества:

- доходность большинства управляющих компаний в несколько раз превышает доходность страховщиков (как свидетельствуют данные рис. 21, доходы от инвестиций страховых компаний не покрывают темпы инфляции);

- диверсификация рисков более разнообразна, т. к. предполагает вложения в бумаги различных эмитентов из разных отраслей;
- есть реальная возможность определять структуру и лимиты вложений в финансовые инструменты с учетом принятых обязательств.



**Рис. 21.** Соотношение доходности российских страховщиков и темпов инфляции

**Источник:** Самиев П.А. Структура и эффективность инвестиций российских страховщиков // Финансы. 2006. № 3. С. 45–49.

Однако страховые организации до сих пор не очень охотно передают средства в доверительное управление. Причины, на наш взгляд, следующие:

- неодобрительное отношение органов страхового надзора;
- возможность «живь» за счет доходности страховых операций, не особенно заботясь о доходе инвестиционного портфеля;

- отсутствие научного подхода к построению параметров инвестиционной политики.

### **Проблемы открытия страхового рынка в свете вступления России в ВТО**

Одним из требований иностранных партнеров по переговорам о вступлении России в ВТО является допуск филиалов иностранных банков и страховых компаний в страну, с чем Правительство РФ согласиться не может. Такая позиция представляется вполне обоснованной, если учитывать роль и значение страхования в экономике и обществе.

С одной стороны, государственное регулирование страхового бизнеса должно строиться на основе четкого понимания того, что страхование (в первую очередь, накопительное — жизнь и пенсионное) является одним из ключевых инструментов формирования долгосрочных, наиболее важных для развития всякой экономики, инвестиционных ресурсов. Чрезмерная открытость национальной страховой системы может привести к необратимой утрате долгосрочных инвестиционных ресурсов, необходимых для успешного экономического развития, и к потере отечественного страхового рынка: его монополизации иностранными страховщиками на фоне деградации национальных страховых компаний. Поэтому считается общепринятым, что национальные интересы практически каждой относительно развитой страны требуют сохранения «национального суверенитета» над ее страховой системой.

В то же время сама природа страхования как универсальной финансовой услуги толкает национальные страховые системы к интеграции в мировом масштабе, оптимальная степень которой является необходимым условием их эффективности. В первую очередь инструментом подобной интеграции являются механизмы перестрахования, позволяющие страховым компаниям справиться практически с любыми по размеру и сложности рисками.

Глобальная интеграция страховых систем необходима также для нормального функционирования отраслей экономики, связанных с международным взаимодействием (как, например, внешняя торговля, транснациональные перевозки и международный туризм) или же сочетающих высокие риски с высокой капитало-



емкостью (к таким отраслям относятся авиация, космонавтика, ядерная энергетика и др.). Кроме того, интеграция страховых рынков необходима для поддержания на них должного уровня конкуренции, предотвращения их монополизации и «загнивания».

Как показывает мировой опыт, сбалансированное открытие национального страхового рынка для прямой конкуренции со стороны иностранных компаний позволяет решить следующие важнейшие задачи:

- активизировать конкуренцию на внутреннем страховом рынке и интенсифицировать деятельность национальных операторов;
- снизить издержки на страховые услуги;
- разнообразить страховые услуги, чтобы их спектр стал адекватным развитым странам;
- увеличить прирост иностранных инвестиций в страховую сферу, тем самым укрепляется капитальная база страховых компаний;
- сделать страхование неотъемлемой частью принятия управленческих и иных решений в целях защиты имущественных интересов индивидуума, семьи, трудового коллектива, общества и государства;
- вывести отечественное страхование в разряд высокоразвитых видов деятельности.

Однако тот же мировой опыт весьма убедительно демонстрирует, что чрезмерная либерализация доступа иностранных страховых компаний на национальные рынки может привести к их доминированию и породить серьезные проблемы, к которым относятся:

- вывод из национальной экономики существенной части ее долгосрочных инвестиционных ресурсов (в развитых странах эти ресурсы, аккумулируемые национальной страховой системой внутри страны, составляют от 7 до 16% ВВП, в успешных постсоциалистических странах Восточной Европы аккумулируемые страховой системой инвестиционные ресурсы оцениваются в 4–5% ВВП)<sup>69</sup>;
- негативное влияние иностранных страховщиков, управляющих этими ресурсами, на политику соответствующих

<sup>69</sup> См. Страховое дело, № 10, 2004; № 11 и 12 за 2006 г.

государств (в т.ч. ограничение возможностей государства по использованию страховых механизмов для реализации социальной политики);

- деградация национальной страховой системы в ходе роста ее капитализации за счет иностранных инвестиций, вплоть до ее полной ликвидации;
- демпинг, используемый иностранными страховщиками, часто для захвата новых рынков:
  - а) идет подрыв национальной страховой системы;
  - б) приобретение монопольного положения, прежде всего, в наиболее привлекательных сегментах страхового рынка;
  - в) завышается стоимость услуг;
  - г) сокращаются сферы применения страхования;
  - д) уменьшается его позитивное воздействие на развитие национальной экономики;
- сокращение занятости в страховой сфере, прежде всего, высоко квалифицированного и управленческого персонала, из-за концентрации основной части управленческих функций в зарубежных офисах иностранных страховщиков.

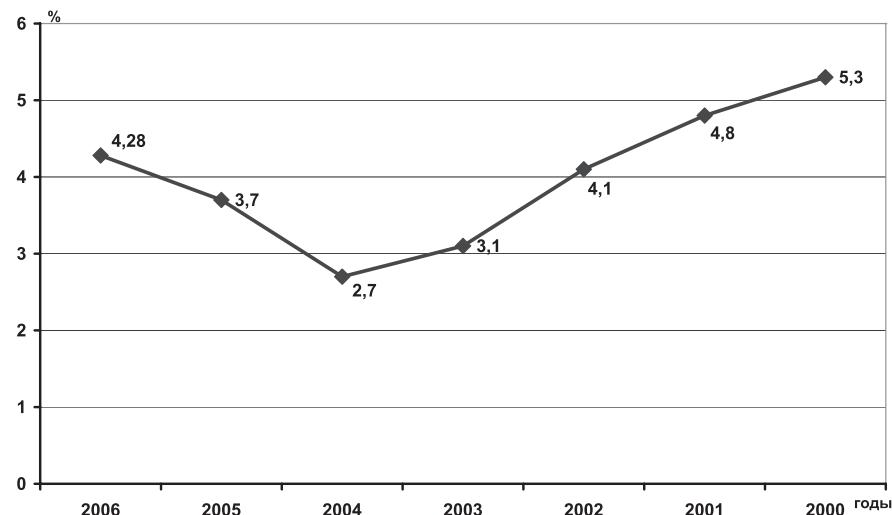
Поэтому ключевой задачей государственного регулирования страховой сферы является нахождение оптимального для специфических условий каждой страны сочетания интегриированности национальных страховых систем в мировую страховую систему с механизмами, препятствующими утечке национальных капиталов и, напротив, использующими эту интегрированность для привлечения капиталов извне.

Основные условия мировых интеграционных процессов в области страхования для России определяются двумя документами: это подписанное и уже ратифицированное Соглашение о партнерстве и сотрудничестве между Россией и Европейским Сообществом (ЕС) и Генеральное соглашение по торговле услугами (ГАТС), являющееся обязательным для стран — членов ВТО.

Необходимый путь к либерализации своего рынка Россия уже прошла, если учитывать такой важный шаг как снятие ограничений с дочерних иностранных компаний по проведению операций по страхованию жизни. «Сохранение запрета на прямой доступ иностранных филиалов является общепринятым в практике присоединения стран к ВТО. Это ограничение снято для стран Евро-

союза, открывающих филиалы на территории стран-членов, однако этому предшествовало создание единых требований по контролю и надзору за страховщиками в европейских государствах», — отмечает Ю. Решетняк (Национальная страховая группа).

Сейчас в России действует более 60 компаний (а также представительства всех крупнейших перестраховочных компаний мира) с существенным иностранным участием в капитале, их темпы роста значительно выше, чем у российских, особенно в таких отраслях страхования, как страхование имущества и ответственности. И хотя официальная доля иностранных страховщиков в общем сборе российской страховой премии пока остается незначительной (не более 10%), а доля иностранцев в уставном капитале страховых компаний не превышала 5% (рис. 22), необходимо уделить особое внимание их теневому присутствию на российском рынке, включая участие в перестраховании.



**Рис. 22.** Доля иностранных инвесторов в капиталах страховых компаний

**Источник:** журнал «Слияния и Поглощения», <<http://www.ma-journal.ru/news/12904/>>.

Ряд российских страховщиков, входящих в крупные финансово-промышленные группы, используя этот «передовой» опыт, создали свои зарубежные перестраховочные компании, которые

обеспечивают «перестрахование» финансовых средств своих групп. Таким образом, по экспертным оценкам, ежегодно по каналам перестрахования за границу выводится порядка 500 млн долл. и эта цифра в дальнейшем будет только расти.

Приход иностранных страховых компаний на рынок России окажет неодинаковое воздействие на российских страховщиков, страхователей и национальную экономику в целом. Из-за отсутствия сравнимых финансовых ресурсов национальные страховщики практически перестанут существовать, на рынке останутся лишь крупные компании, а также некоторые кэптивные компании крупных финансово-промышленных групп. Остальные либо разорятся, либо будут куплены иностранными группами.

Процесс приобретения российских страховых компаний иностранными страховщиками впрямую или через подставные фирмы уже идет. Прослеживается и общая фактическая неготовность страхового рынка России к вступлению в ВТО в части предоставления страховых услуг.

В этой связи вызывает недоумение предложения Правительства Российской Федерации о полном допуске иностранных страховщиков на российский страховой рынок, путем внесения изменений в ст. 6 Закона РФ «Об организации страхового дела в Российской Федерации», на основании приложений № 6 и 7 к Соглашению с ЕС, которые снимают все действующие ограничения по всем видам страховой деятельности и в первую очередь по обязательным видам страхования и страхованию жизни (это относится и к обязательному страхованию автогражданской ответственности на территории России, введенному с 1 июня 2003 года).

Складывается впечатление, что в Правительстве РФ нет полного понимания необходимости, размеров и форм возможных изъятий из режима наибольшего благоприятствования при предоставлении страховых услуг, как это предусматривается положениями Соглашения с ЕС и Генерального соглашения по торговле услугами ВТО.

Обвальная либерализация российского страхового рынка без одновременных мер по защите интересов национальных страховых компаний и их клиентов может нанести весьма ощутимый ущерб национальным интересам России.

В связи с вышеизложенным, при вступлении России в ВТО необходимо предпринять следующие управленческие меры и решения:

1. Конкретизировать положение о невозможности иностранной страховой компании осуществлять деятельность на территории Российской Федерации (проводить страховые операции) через агентство, отделение, дочернюю страховую организацию или филиал головной страховой организации, расположенной вне территории России.
2. Разработать механизм разрешения на участие в капитале российских страховых компаний только страховыми организациям, имеющим разрешение (лицензию) на осуществление страховых операций в стране своей регистрации или имеющей подтвержденный статус страховщика, рекомендацию органа страхового надзора страны своей регистрации.
3. Для страховых компаний с долей иностранных участников (акционеров) в уставном капитале выше 49% ввести дополнительные требования:
  - а) денежные средства, вносимые акционерами в качестве вклада в уставный капитал, должны быть размещены в России исключительно в формах долгосрочных государственных ценных бумаг Российской Федерации, имеющих номинал в российских рублях (конкретный их перечень определяется Минфином России), рублевых депозитов в российских банках и инвестиций в недвижимость;
  - б) решение о выдаче лицензии на право осуществления страховой деятельности на территории Российской Федерации принимается с учетом предоставления взаимности российским страховщикам в стране соответствующего иностранного инвестора, — все ограничения, применяемые в отношении страховых компаний с российским участием в стране регистрации иностранного участника, полностью распространяются на российскую компанию с иностранным участием;
  - в) определить запрет на осуществление операций по страхованию жизни на период до 10 лет от даты подписания соглашения о вступлении Российской Федерации в ВТО;

г) запретить страховым компаниям с участием иностранного капитала проведение всех видов обязательного страхования, страхование финансовых рисков и кредитное страхование. Такие компании не могут выдавать поручительства и гарантии, осуществлять залоговые операции с акциями, собственным имуществом и депозитами;

д) разработать механизм особого, чем для российских страховщиков, налогообложения страховых взносов для страхователя, пользующегося услугами иностранных компаний;

е) установить для компаний с участием иностранного капитала специальный порядок размещения страховых резервов.

4. Финансовые средства, вложенные в уставный капитал страховых компаний с участием иностранного капитала, страховые резервы полностью разместить на территории России.

5. Регламентировать обязательное внесение денежного депозита в Банк России на весь период деятельности иностранного страховщика на территории Российской Федерации. Депозит должен быть размещен в ценных бумагах Российской Федерации по указанию Банка России. Размер депозита определяется в зависимости от вида операций (например, в пределах от 20 до 30 млн долл. США) с ежегодным его пересчетом в зависимости от объема страховых операций данного страховщика, а также с условием пополнения в случае его использования.

6. Регламентировать порядок ежегодного представления иностранными инвесторами (участниками, акционерами) страховщика в орган государственного страхового надзора России баланса, учета прибылей и убытков, аудиторского заключения по итогам года.

7. Обеспечить обязательность соблюдения в аппарате иностранного страховщика соотношения состава иностранных служащих к национальному (российскому) составу:

- для руководящего звена 1:3;
- для остальных служащих — не более 10 процентов от общего числа работников основного списочного состава.

8. Ежегодное представление всеми страховыми компаниями с иностранным участием в капитале документов о регист-

рации (перерегистрации) акционеров (участников) и форм специальных отчетов.

9. Создать механизм контроля за выдачей разрешений на увеличение размеров уставных капиталов страховых организаций за счет средств иностранных инвесторов, на совершение сделок с участием иностранных инвесторов по отчуждению акций (долей в уставных капиталах) страховых организаций, а также на открытие филиалов страховыми организациями с иностранными инвестициями.
10. Создать законодательную базу на осуществление перестраховочной деятельности для иностранных перестраховочных компаний и их представительств на территории Российской Федерации.

Важно осознавать, что страховщик, как организация, призванная брать на себя риски любых субъектов хозяйствования, получает возможность не только аккумулировать и распоряжаться огромными финансовыми ресурсами, но и вмешиваться в хозяйственные дела и принятие решений по ним с целью минимизации застрахованных рисков. А это означает, что для страховщика могут быть (нередко и должны быть) открыты все секреты производств и механизмы принятия решений, особенно в «достраховой стадии», когда производится естественный и необходимый осмотр объекта страхования. Чтобы взять риски на страхование, нужно знать о них все.

В целях развития страховой отрасли необходимо осуществить ряд организационных мероприятий, которые не требуют больших затрат, но способны дать положительных эффект.

Так, следует доработать Правила размещения средств страховых резервов, хотя это не так просто. Например, специалисты стоят перед выбором: должна ли быть инвестиционная политика страховщиков консервативной либо либеральной. Как и кто может или будет управлять страховыми резервами: страховщики, управляющие компании или доверительные фонды. В новой редакции Правил размещения средств страховых резервов список разрешенных активов закрытый, содержащий 21 вид активов, охватывающих практически весь спектр инструментов, в которые обычно вкладывают средства. Кроме того, добавился новый актив — ипотечные ценные бумаги, но вопрос о соотношении

долей активов, принимаемых для покрытия страховых резервов, еще требует доработки.

Государству следует особое внимание уделить взаимному страхованию. Судя по принятому Федеральному закону от 29.11.2007 г. № 286-ФЗ «О взаимном страховании», этому виду страховой защиты готовится незавидная участь. Дело в том, что этот вид страховой защиты тем и интересен, что может очень просто реализоваться: собрались — решили — создали. Разумеется, речь не идет об анархии, однако вместо того, чтобы прописать процедуру создания, функционирования и число видов страхования для одного общества, вводится не только весьма сложная, но и долговременная процедура лицензирования. Ведь взаимное страхование своих сотрудников может организовать, например, поликлиника, избрав для себя два вида страхования — профессиональной ответственности всего коллектива и от несчастных случаев участников общества. Собрать для этого большие деньги они вряд ли смогут, да и смысл какой, если есть страховые компании. Получается, что в интересах одних страховщиков уничтожают уже существующие общества взаимного страхования (ОВС) и не дадут появиться новым.

Пора обратить внимание на мировой опыт организации деятельности страховых агентов, в том числе их подготовку и лицензирование. Тем более, зачем изобретать велосипед: ведь в большинстве стран страховой агент не только находит клиента (как это происходит и у нас), но и обслуживает его. На развитых страховых рынках господствует правило: заключением договора страхования между страховщиком и страхователем отношения между ними не заканчиваются, а напротив, только начинаются. Потому страховой агент должен вместе со страхователем управлять застрахованным риском и, если наступит страховое событие, быть рядом со страхователем.

Особо необходимо пересмотреть отношение к роли обязательного страхования. Его не следует рассматривать как тормоз или препятствие развитию добровольного страхования как синонима рыночного страхования. Именно в обязательном страховании кроется стабильность страхования как отрасли, именно в нем заложены те основные инвестиционные ресурсы, которые «манят» понимающих в этом деле специалистов, политиков и настоящих



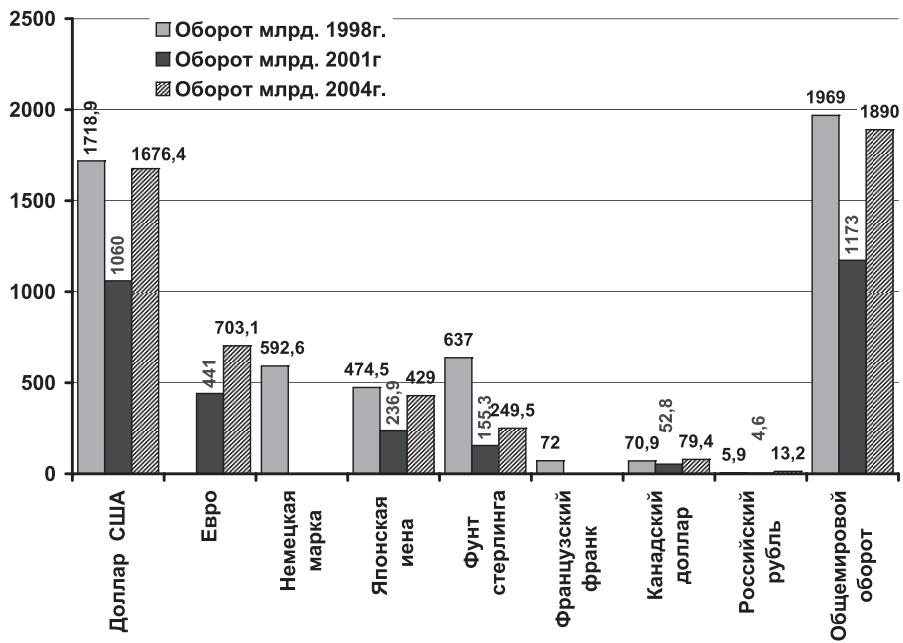
государственных деятелей. И дело здесь не в том, что росчерком пера можно заставить людей и фирмы страховаться, тем самым «обогащать» отрасль; дело здесь в том, что благодаря обязательному страхованию можно изменить, причем достаточно быстро, общественную психологию людей, являющуюся сутью проживания в рыночной экономике, в том направлении, которое развивает самостоятельность людей, воспитывает их предусмотрительность, понимание того факта, что рассчитывать нужно, прежде всего, на самого себя.

### 2.3. Валютный рынок и валютная политика

Особое место в системе финансовых рынков занимает валютный рынок, в силу своей специфики рассматриваемый здесь обособленно от остальных сегментов. С институциональной точки зрения он представляет собой совокупность банковских и небанковских организаций, занимающихся торговлей иностранными валютами, организаций, обеспечивающих механизм торговли и расчетов по сделкам (торговая и расчетная инфраструктура) и регулятивных органов, осуществляющих валютную политику.

С точки зрения объема торговли (оборота) валютный рынок занимает первое место среди всех финансовых рынков, что связано с тем, что он имеет дело с деньгами как таковыми, т. е. инструментами, обладающими, по определению, высшей степенью ликвидности. Среднедневной объем операций мирового валютного рынка после некоторого снижения в начале 2000-х гг. быстро увеличивается — с 1,89 трлн долл. в день в 2004 г. до 2,8 трлн долл. В день в 2006 г. Оборот российского валютного рынка растет еще более высокими темпами. Тем не менее, несмотря на рост среднедневного оборота российского валютного рынка, его удельный вес на мировом валютном рынке невелик, а конверсионные сделки с рублем на мировом валютном рынке составляют лишь около 13 млрд долл., что в 33 раза меньше чем с японской иеной, в 54 раза — с евро и в 128 раз — с долларом США (рис. 23).

Тем не менее, доля конверсионных операций с рублем в среднедневном обороте глобального валютного рынка несколько увеличилась — с 0,4% до 0,7%.



**Рис. 23.** Среднедневной оборот валют стран Большой восьмерки

**Источник:** Triennial Central Bank Survey. Foreign exchange and derivatives market activity in 2001 // Bank for International Settlements. March 2002, p. 51–53. Foreign Exchange and Derivatives Market Activity in 2004. Triennial Central Bank Survey. BIS. 2004. September.

Кроме этого, примером признания рубля мировым сообществом стала торговля срочными рублевыми контрактами (фьючерсами) на Чикагской товарной бирже (CME) с апреля 1998 г.

Следствием маленького объема российского валютного рынка при полной конвертируемости рубля может стать рост его волатильности и неустойчивости, что, однако, пока не проявляется в силу благоприятной для России внешнеторговой конъюнктуры.

Оценивая степень интеграции российского валютного рынка в мировой системе можно отметить его относительно небольшую долю, равную примерно 2% (рис. 24).

В качестве благоприятной тенденции развития российского валютного рынка можно отметить постепенное оживление операций на срочном валютном рынке.



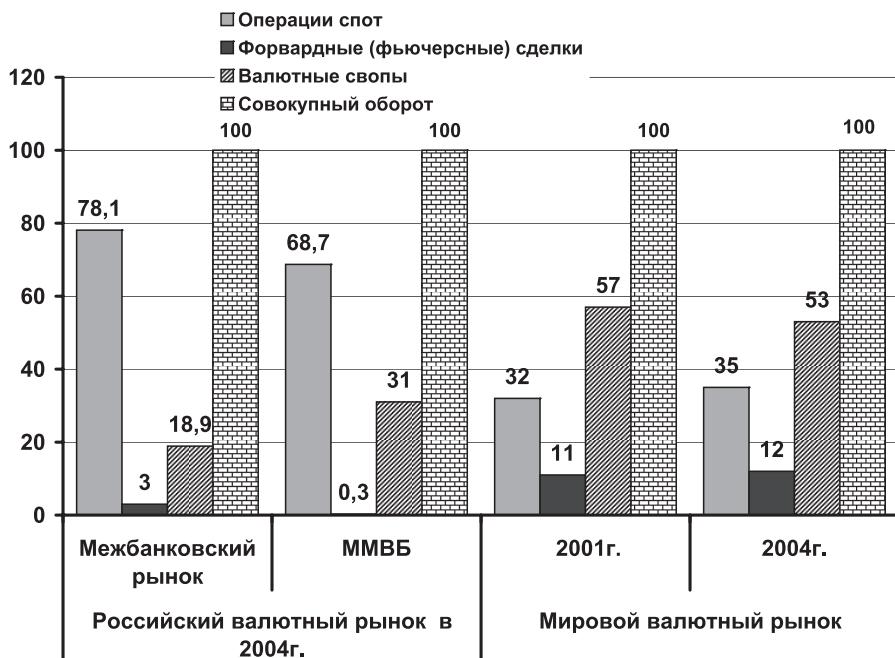
**Рис. 24.** Доля российского валютного рынка в мировом валютном обороте в 2004 г. (для сопоставимости с данными, публикуемыми раз в четыре года Банком международных расчетов – BIS в Базеле).

**Источник:** данные Банка России и ММВБ за 2004 г.

Хотя в целом структура операций российского биржевого и внебиржевого валютного рынка пока не соответствует характеристикам мирового валютного рынка, на котором, по данным BIS, в 2004 г. только 35% сделок осуществляется на кассовом рынке, а на форвардные сделки и валютные свопы приходится 12% и 53% соответственно<sup>70</sup>. На российском валютном рынке наибольший объем операций — (примерно 69%) осуществляется как текущие

<sup>70</sup> См. Bank for International Settlements. BIS. 2004. September.

операции, а объем валютных фьючерсов пока невелик — 0,3% (см. рис. 25).



**Рис. 25.** Структура операций мирового и российского валютного рынков

**Источник:** Central bank survey of foreign exchange and derivatives market in April 2001: preliminary global data. Press release № 31/2001E. 9 October 2001. P. 4, 8; Bank for International Settlements. BIS.2004. September.

В 2005 г. и 2006 г. на российском валютном рынке в целом и на биржевом его сегменте существенно вырос объем операций своп, что стало следствием использования их банками в целях рефинансирования. Однако увеличение доли валютных свопов на российском биржевом валютном рынке до 30% (33% в мае 2007 г.) и 19% на межбанковском существенно ниже доли в 53%, которую составляют эти операции от общего объема сделок на мировом валютном рынке.

Таким образом, приоритетным направлением российского валютного рынка является увеличение объемов операций на

срочном валютном рынке России. Поскольку пока он имеет относительно скромные размеры, недостаточные для осуществления операций по страхованию валютных рисков, крупный российский бизнес вынужден проводить операции по страхованию экспортно-импортных сделок на мировых валютных рынках и крупных зарубежных биржах.

В значительной мере состояние валютного рынка определяет валютная политика, в связи с чем она и является здесь главным объектом анализа.

Формирование валютной политики России происходит в процессе урегулирования противоречия между степенью включения страны в международные экономические отношения и необходимостью обеспечения национальных интересов — устойчивого и безопасного развития. Являясь частью экономической политики, валютная политика тесно связана со структурной политикой государства, поэтому она подчинена решению как стратегических задач макроэкономического характера, так и текущих задач экономического развития, включая обеспечение устойчивого экономического роста, сдерживания роста безработицы, ограничения и сдерживания инфляции и инфляционных ожиданий.

Валютная политика тесно связана с денежно-кредитной политикой, но при этом занимает в ней особое место.

Анализ опыта стран ЕС в области регулирования денежного, валютного и кредитного рынков показывает, что для поддержания курса евро Центральный европейский банк перешел к использованию монетарной политики, формы и методы которой стратегически одновременно нацелены на регулирование денежно-кредитного и валютного рынков. Это естественно, поскольку в условиях развитого рыночного хозяйства и конвертируемости валют грань между инструментами денежно-кредитной и валютной политики провести сложно.

В России сложился опыт валютного регулирования, в первую очередь нацеленного на поддержание такого курса рубля, который позволял за счет роста экспортной выручки пополнять валютные резервы. Правительство сформировало программу антиинфляционных действий, по мнению авторов, глубоко ошибочную, которая приводит к негативным результатам в сфере социально-экономического развития. Наращивание валютных

резервов при использовании рублевой эмиссии приводит, по мнению Правительства, к увеличению инфляционного налога в условиях ограниченной возможности использования для стерилизации «избыточного» денежного предложения государственных ценных бумаг. Это «заставляет» Министерство финансов РФ участвовать в процессе стерилизации денежного предложения и использовать в этих целях профицитную политику государственного бюджета за счет неполного осуществления государственных расходов. Поэтому для сдерживания темпов роста инфляции денежные власти «вынуждены» очень медленно наращивать социальные расходы, заработать плату и улучшать уровень жизни населения.

Получается, что текущая валютная политика не позволяет решать важнейшую задачу — повышение уровня жизни граждан России. Кроме этого значительная часть экспортной валютной выручки оседает в Стабилизационном фонде и размещается за рубежом. В результате эти средства являются не только полным изъятием из экономики страны инвестиционных ресурсов, но и инвестициями в экономику других стран. Вот такая «логика» у правительства.

Таким образом, в России методами валютной политики решается такая задача денежной политики, как сдерживание инфляции. До 2006 г. эта задача решалась путем медленной девальвации рубля, а в настоящее время путем постепенного укрепления курса рубля. Положительным результатом изменения ориентира валютного курса на укрепление национальной валюты стала постепенная дедолларизация российской экономики. Но в то же время, очевидно, что денежная политика, построенная в зависимости от валютных поступлений, имеет слабые стороны. При изменении конъюнктуры на мировом рынке энергоносителей и сокращении поступления валюты происходит сужение возможности наращивания валютных резервов и автоматически может не только сдерживаться укрепление рубля, но и возможно его ослабление. Это снижает доверие к национальной валюте и заставляет инвесторов при неразвитом рынке финансовых инструментов использовать для инвестиций в первую очередь рынок недвижимости. В результате чего цены на этом рынке быстро и объективно необоснованно растут.



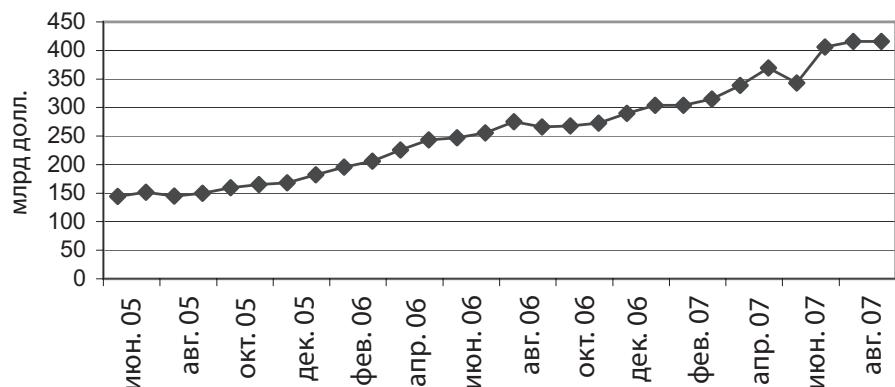
Очевидно, что в существующей макроэкономической ситуации чрезмерное укрепление рубля так же нежелательно, как и быстрая его девальвация. Несмотря на медленное укрепление nominalного курса рубля, существующие инфляционные ожидания заставляют значительную часть накоплений хранить в иностранных валютах и использовать их при расчетах в рамках целых сегментов российского рынка товаров и услуг (продажа автомобилей, квартир).

Ключевой задачей валютной политики является формирование официальных валютных резервов в объеме, не большем, чем достаточный для поддержания критического уровня импорта и гарантий расчетов по внешним обязательствам. Мировой опыт свидетельствует, — чем больше колебания сальдо платежного баланса, тем большими должны быть валютные резервы. Однако для обеспечения экономической безопасности в условиях либерализации трансграничного перелива краткосрочных капиталов достаточность валютных резервов определяется не только объемом, необходимым для обеспечения критического импорта и выполнения внешних обязательств, но и необходимостью быстрого реагирования на валютные шоки мирового финансового рынка. Подход к определению достаточности объема валютных резервов должен быть дифференцирован и соотнесен со степенью развития страны, открытостью валютно-финансового рынка, характером национальной системы валютного регулирования и валютного контроля. Достаточные валютные резервы позволяют отражать спекулятивные атаки на рубль.

В результате благоприятной внешнеэкономической конъюнктуры на рынке энергоносителей с учетом монетарного золота международные активы России к 1 января 2006 г. достигли 182,2 млрд долл., а 1 июня 2007 г. составили 403,2 млрд долл.<sup>71</sup> (рис. 26). В международной практике накопленный объем золотовалютных резервов (ЗВР) считается достаточным для обеспечения бескризисного состояния платежного баланса в среднесрочной перспективе. Нормой считается величина ЗВР, равная трехмесячному импорту. Показатель, характеризующий возможность финансирования

<sup>71</sup> Международные резервные активы Российской Федерации. Банк России <[www.cbr.ru](http://www.cbr.ru)>

за счет резервных активов импорта товаров и услуг, в середине 2006 г. равнялся 13,3 месяца, в середине 2007 г. 20 месяцев (на 1 янв. 2005 г. — 11,4 месяца.). Этот объем не только достаточен, чтобы способствовать поддержанию стабильного курса рубля в случае спекулятивной атаки, но может рассматриваться как замораживание потенциальных инвестиционных ресурсов. Очевидно, настало время установить национальный критерий достаточности, учитывая необходимость обеспечения экономической безопасности. Все средства сверх этого уровня могут быть направлены на развитие национальной экономики, для чего предлагается соответствующий механизм — Государственный внебюджетный инвестиционно-кредитный фонд, аналог института KfW в Германии.



**Рис. 26.** Золотовалютные резервы ЦБ (млрд долл., 2005–2007 гг.)

Источник: Банк России <[www.cbr.ru](http://www.cbr.ru)>

Получается, что политика безграничного наращивания валютных резервов ограничивает увеличение темпов роста российской экономики и способствует развитию экономики США и других стран.

Мировой опыт свидетельствует, что валютные поступления сверх достаточного уровня могут быть использованы в инфраструктурных проектах без инфляционных последствий.

Поскольку официальные валютные резервы играют стратегическую роль в поддержании макроэкономической стабильности, то целесообразно предусмотреть увеличение пополнения золотой составляющей.



Историческая традиция хранить значительную долю официальных резервов в золоте характерна для развитых стран. Так, у США доля монетарного золота в золотовалютных резервах в 2006г. достигала 71,3%, у Франции — 62,7%, у Германии — 55,6%, у Италии — 61,3%, а у Швейцарии — 37,0%<sup>72</sup>. В то же время развивающиеся страны и страны с переходной экономикой хранят в золоте лишь небольшую часть резервов — в среднем около 3%. Несмотря на то, что Россия является одним из крупнейших производителей золота в мире (5-е место по итогам 2004 г., 6-е — в 2005 г.) в структуре российских золотовалютных резервов на золото приходится всего 3,5% (примерно 400 т). Кроме того, в соответствии с Федеральным законом от 10.12.2003 г. № 173-ФЗ «О валютном регулировании и валютном контроле» золото не является объектом валютного регулирования. В то же время оно продолжает оставаться стратегической ценностью страны, входит в структуру золотовалютных резервов, поэтому операции с ним должны быть объектом органов валютного контроля, а не только органов, регулирующих торговлю обычными товарами.

В пользу увеличения монетарного золотого запаса России можно отнести следующие доводы. Во-первых, наращивание запасов золота необходимо на случай непредсказуемого ухудшения международной политической обстановки и возможных осложнений при обслуживании российских счетов в банках США и европейских банках. В этом случае золото в качестве чрезвычайных денег, в соответствии с международными критериями, должно обеспечить трехмесячный импорт товаров. Это значит, что по состоянию на 1 января 2006 г. объем золотого запаса России должен составлять примерно 2,5 тыс. т металла, а доля золота в структуре резервных активов Банка России — около 20%.

Во-вторых, надежность вложения в золото по сравнению с валютой выше, поскольку в отличие от последней, золото не подвержено кредитным рискам учреждений, где хранятся авуары, ни риску потери стоимости базового актива. Золотой запас, в отличие от валют, заключает в себе реальную стоимость, которая не может быть утрачена при изменении каких-либо решений стран-эмитентов. Кроме того, в отличие от валют, золото не подвержено риску резких ценовых колебаний.

<sup>72</sup> Gold Fields Mineral Service (GFMS Ltd)

В условиях тенденции постоянного роста цен на золото, увеличение его доли в структуре официальных золотовалютных резервов позволит не только поддерживать размер российской международной ликвидности, но и наращивать ее в интересах национальной экономики.

### **Политика валютного курса**

Приоритетным направлением развития современного российского валютного рынка продолжает оставаться необходимость поддержания стабильного курса рубля. Согласно трехлетнему плану Минфина, курс доллара мог составить к концу 2006 г. 26,9 руб. (реально 26,5), к концу 2007 г. установиться на уровне 26,5 руб., а к 2008 г. поддерживаться на уровне 26,9–27,0 руб.

Одной из составляющих механизма поддержания стабильности курса рубля и регулирования структуры валютных резервов является введенный с 1 февраля 2005 г. новый операционный ориентир, выраженный в рублях — стоимость бивалютной корзины, состоящая из доллара США и евро в пропорциях, устанавливаемых Банком России. В начале использования нового ориентира курсовой политики бивалютная корзина состояла из 0,9 долл. и 0,1 евро. В процессе адаптации участников валютного рынка к новому ориентиру структура бивалютной корзины менялась в сторону увеличения доли евро. По решению Банка России с 15 мая 2005 г. в структуру бивалютной корзины входило 0,2 евро и 0,8 долл., с 16 мая — 0,3 евро и 0,7 долл., с 1 августа — 0,35 евро и 0,65 долл. и со 2 декабря 2005 г. рублевая стоимость бивалютной корзины рассчитывается как сумма 0,4 евро к рублю и 0,6 долл. к рублю, а с февраля 2007 г. — 0,45 евро и 0,55 долл. к рублю.

Влияние мирового валютного рынка на курс рубля могло быть уменьшено при установлении пропорций бивалютной корзины 0,5 долл. и 0,5 евро.

Растущий объем поступлений экспортной выручки и стабилизация курса рубля позволили Банку России с апреля 2006 г. отказаться от использования порядка обязательной продажи валютной выручки и снизить для банков в два раза норматив резервирования по валютным операциям.

Тем не менее, растущий объем поступлений экспортной валютной выручки обусловил тенденцию к превышению предложе-



ния иностранной валюты над спросом на внутреннем валютном рынке и в результате этого к укреплению рубля по отношению к доллару. Положительным результатом укрепления курса рубля является то, что происходит снижение издержек по выплате внешнего долга, но при этом сам внешний долг растет за счет привлечения частного финансирования из-за рубежа. Наращивание инвестиций позволяет предприятиям, с одной стороны, создавать дополнительные рабочие места, а с другой, полученные кредиты при существующем курсе конвертируются в рубли, увеличивая рублевую ликвидность и способствуя инфляции.

### **Поддержание конвертируемости рубля**

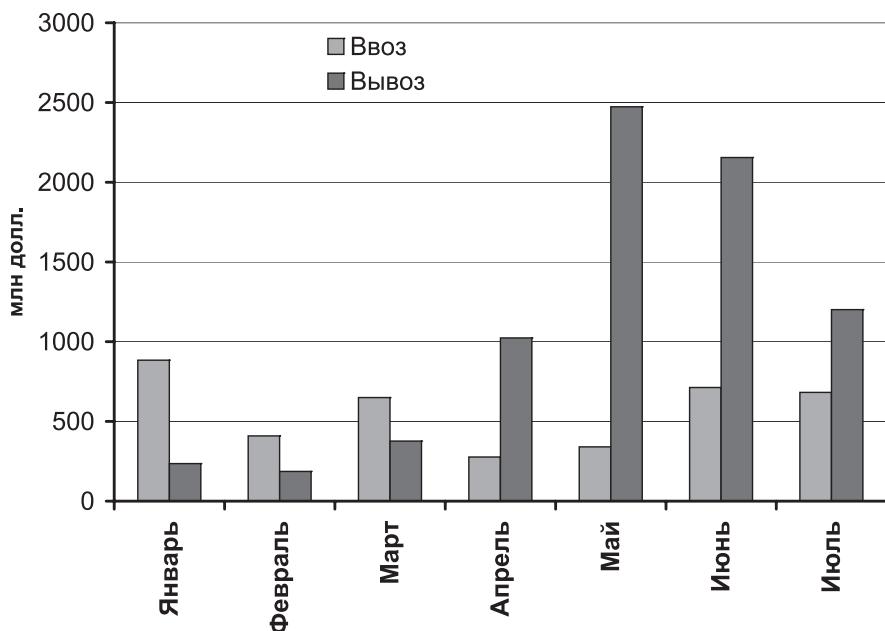
В настоящее время (после того как с 1 июля 2006 г. сняты ограничения на трансграничные операции, связанные с движением капитала) в России существует формальная полная конвертируемость рубля. Однако многие специалисты говорят, что для реальной конвертируемости рубля последний должен стать международным резервным активом, а этому препятствует ряд обстоятельств.

Например, не способствует поддержанию конвертируемости рубля высокий уровень инфляции. По оценке Министерства финансов РФ, устойчивость национальной валюты и усиление ее конвертируемости будет обеспечиваться снижением инфляции до 3%.

Важным условием повышения управляемости российского валютного рынка при переходе к полной конвертируемости рубля является формирование организационных условий для оперативного воздействия (регулирования) на спрос и предложение рублевых активов. Такую роль уже сейчас выполняет ММВБ и региональные валютные биржи. Однако наряду с ними целесообразно создать товарные биржи, не только нефтепродуктов, но и золота, ряда металлов и других товаров, являющихся статьями российского экспорта, продажа которых за рубли могла бы стать регулятором спроса и предложения рублевых средств со стороны нерезидентов. Целесообразно не только создать нефтяную биржу, но и расширять в России международные торговые площадки, и заинтересовать страны СНГ выводить свои ресурсы на эти площадки.

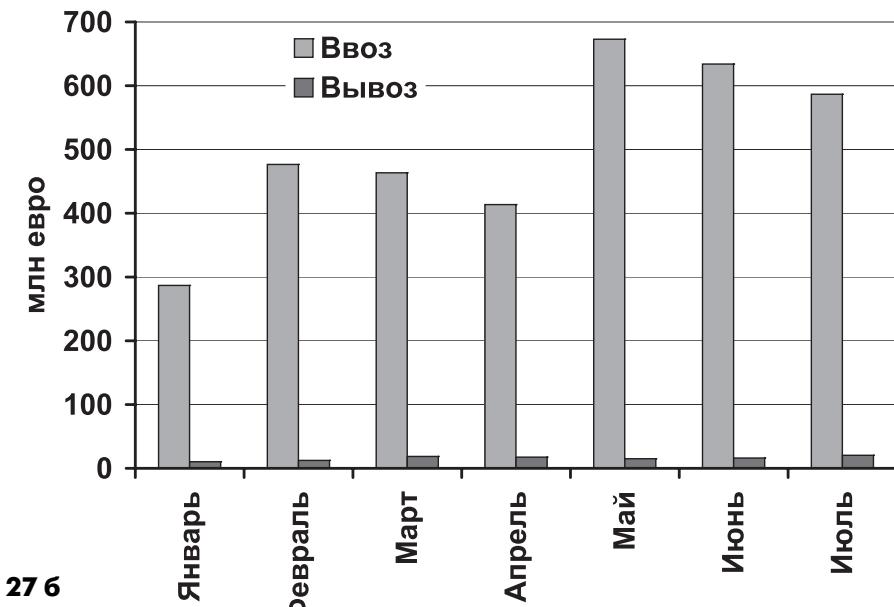
Для достижения реальной конвертируемости российской валюты необходимо увеличение сделок с рублем в среднедневном обороте мирового валютного рынка, создание эффективной системы управления валютными рисками, обеспечение стабильности курса рубля, использование операций и инструментов валютного рынка в соответствии с мировой практикой.

В результате укрепления курса рубля наметившаяся в начале 2006 г. тенденция к уменьшению ввоза иностранной валюты уже в апреле привела к превышению вывоза иностранной валюты уполномоченными банками над ее ввозом (рис. 27(а, б)). Максимальный ввоз иностранной валюты в Россию через банки составил 17,4 млрд долл. в 2004 г. В 2005 г. он сократился до 15,5 млрд долл., а в 2006 г. составил 12,7 млрд долл.<sup>73</sup> Тенденция сокращения ввоза иностранной валюты в 2007 г. усилилась.



27 а

<sup>73</sup> Банк России — Бюллетень банковской статистики // <www. cbr.ru>.



**Рис. 27.** Ввоз и вывоз наличной иностранной валюты  
а – доллар, б-евро (млн единиц, 2006)

Источник: <[www.cbr.ru](http://www.cbr.ru)>.

#### Учетная политика Центрального банка

Страны с развитыми рынками используют снижение учетной процентной ставки для девальвации национальной валюты в интересах стимулирования национального экспорта, поскольку доходы экспортеров, пересчитанные в национальную валюту, после девальвации существенно возрастают. Повышение ставки рефинансирования повышает спрос на валюту этих стран и исключает необходимость ее девальвации. Но в странах с формирующимиися рынками этот механизм не работает. Иностранные инвесторы повышение процентной ставки трактуют как ухудшение дел в экономике таких стран и выводят оттуда свои капиталы, инициируя бегство отечественных капиталов, уменьшая и без того небольшую ликвидность национального денежного рынка.

Для уменьшения влияния валютного фактора на денежное обращение необходимо продолжить совершенствование форм регулирования денежно-кредитного рынка.

Обратной стороной высоких процентных ставок является уменьшение кредитов предприятиям, сдерживание развития экономики. Опираясь на установленную Банком России ставку рефинансирования, коммерческие банки изменяют уровень своих процентных ставок на рублевые и валютные активы, влияя в итоге на уровень ликвидности на денежно-кредитном и валютном рынках, а также и на деловую активность. В течение первого полугодия 2007 г. Банк России дважды уменьшал ставку рефинансирования — с 11% до 10,5% в январе и затем до 10% в июне, тем не менее, она остается слишком высокой для стимулирования экономики. Учитывая, что средний уровень рентабельности российской промышленности около 15%, а обрабатывающей гораздо ниже, существующие ставки коммерческих банков делают достаточно дорогим их кредит для отечественных предприятий.



## Заключение

Анализ развития российских финансовых рынков, проведенный с точки зрения их роли в инвестиционном процессе, позволяет сделать вывод о том, что их возможности ограничены. Очевидно, что без мощной машиностроительной индустрии (оборудование, транспортные средства, электронное оборудование и пр.) Россия не сможет претендовать на достойное положение в мире. Рыночный механизм в чистом виде в наших условиях не позволит добиться перелома, здесь нужны государственные инвестиции по некоторым ключевым направлениям (аэрокосмический комплекс, судостроение, атомное машиностроение). Однако в самом механизме государственного участия в инвестиционном процессе можно и нужно использовать институты и инструменты финансового рынка. Это и государственные инвестиционно-кредитные фонды<sup>75</sup> (включая и Стабилизационный фонд), и банки развития, и государственные институты коллективного инвестирования (наподобие индийского юнит-траста UTI), и предлагаемый Государственный внебюджетный инвестиционно-кредитный фонд.

Что касается самих институтов финансового рынка, то разработанные и принятые Правительством РФ в текущем десятилетии программы («Концепция развития страхования в Российской Федерации», «Стратегия развития банковского сектора Российской Федерации на период до 2008 года», «Стратегия развития финансового рынка Российской Федерации на 2006–2008 годы») в целом задают правильный вектор динамики. Представленные здесь предложения по реализации политики в области финансовых рынков расширяют и дополняют указанные документы.

Предлагаемые для коррекции политики развития финансовых рынков управленческие меры распределяются по трем периодам управления.

### Неотложные меры:

— Проблема — чрезмерная концентрация собственности решается путем снятия излишних ограничений для инвестирования на рынках для институциональных инвесторов и расши-

рения налогового стимулирования для индивидуальных инвесторов.

— Проблема — высокая волатильность фондового рынка решается путем введения системы пруденциального надзора, создания в соответствии с международной практикой национальной депозитарной и расчетно-клиринговой корпорации.

— Проблема — недостаточности государственной поддержки банковского сектора решается путем предоставления налоговых льгот или освобождения от налогообложения прибыли, направляемой на расширение капитализации, разработки и внедрения предоставления кредитными организациями субординированных кредитов за счет средств Стабилизационного фонда.

— Проблема — недостаточная реализация Банком России своих макроэкономических функций решается путем повышения качества надзорной деятельности Центрального банка, увязки системы рефинансирования с реализацией конкретных программ развития экономики, снижения процентной ставки рефинансирования, внедрения системы государственных гарантий, организации четкой вертикали кредитного процесса.

— Проблема — несовершенство законодательного регулирования банковской сферы частично решается путем завершения работы над законопроектом о производных финансовых инструментах, закрепления операций с золотом в качестве объектов валютного контроля.

— Проблема — недостаточное доверие инвесторов к рынку, его преимущественно спекулятивный характер, слабая эффективность рынка решается путем создания общедоступной системы раскрытия информации о рынке, находящейся в собственности государства, бесплатной для пользователей.

— Проблема — зависимость валютного рынка от внешних факторов решается путем установления пропорций бивалютной корзины 0,5 долл. и 0,5 евро.

— Проблема — чрезмерная открытость национальной страховой системы для вхождения иностранных страховщиков решается за счет установления ограничений прямого доступа иностранных страховщиков на рынок и специфических условий контроля и надзора за деятельностью иностранных страховых компаний.

### **Этап перехода и стабилизированного развития:**

- Проблема — высокий уровень зависимости от иностранных инвесторов и их операций решается путем реализации концепции «Финансовая площадка Россия».
- Проблема — неэффективность системы государственного регулирования финансовых рынков решается путем создания мегарегулятора.
- Проблема — высокая доля манипулятивных и инсайдерских сделок на рынке ценных бумаг решается путем создания Службы финансового омбудсмена.
- Проблема — усиление конкуренции со стороны иностранных банков решается путем расширения капитальной базы российских банков, количественного и качественного изменения ресурсной базы, специализации деятельности банка, разработки стандартов качества банковской деятельности, модернизации деятельности на основе принципов реинженеринга.
- Проблема — неэффективность валютной политики безграничного наращивания валютных резервов решается путем создания Государственного внебюджетного инвестиционно-кредитного фонда.
- Проблема — низкая рентабельность инвестиций страховщиков решается путем законодательного разрешения доверительного управления инвестиционными компаниями инвестициями страховщиков.

### **Этап перманентного развития и готовности к возможным вызовам:**

- Проблема — относительно маленький объем и диспропорции в развитии валютного рынка решается путем создания товарных бирж нефтепродуктов, золота, ряда металлов.
- Проблема — неразвитость сети банковских организаций решается путем создания специализированных инвестиционных банков, формирования «банков развития».
- Проблема — низкая финансовая устойчивость российских страховых компаний решается за счет улучшения макроэкономической ситуации, в частности, повышения уровня доходов населения, повышения страховой культуры, стимулирования

страхования физических лиц и юридических лиц по отдельным видам страхования, обеспечения государственного контроля за существенными финансовыми инвестиционными потоками.

— Проблема — вероятность невыполнения иностранными компаниями своих обязательств перед российскими страхователями решается за счет обязательного внесения денежного депозита в Банк России на весь период деятельности иностранного страховщика на территории Российской Федерации.

Соответствующие проблемно-управленческая матрица и проблемно — управленческое дерево политики развития финансовых рынков приведены в приложении 1 и приложении 2.

## Приложение 1

**Проблемно-управленческая матрица государственноной политики развития финансовых рынков**

Таблица 6

№ и наименование проблемы	Идея (концепт) решения	Нормативно-правовой акт, организационно-управленческое решение
<b>1. Низкий уровень развития инфраструктуры финансовых рынков.</b>	<p>Законодательное закрепление возможности и стимулирование сотрудничества страховщиков с инвестиционными компаниями</p> <p>1.1. Низкий уровень инвестиционной активности страховых компаний.</p> <p>1.1.1. Получение прибыли компаниями за счет страховых операций, а не доходов инвестиционного портфеля.</p> <p>1.1.2. Завышенная оценка российскими страховщиками принимаемых рисков.</p> <p>1.1.3. Неопределенность норм законодательства о возможности передачи активов страховых компаний в управление инвестиционным компаниям.</p> <p>1.1.4. Неодобрительное отношение органов страхового надзора к передаче средств в управление инвестиционным компаниям</p>	<p>ФЗ «О внесении изменений в Закон Российской Федерации «Об организации страхового дела в Российской Федерации»</p>
	<p>1.1.5. Низкая рентабельность инвестиций страховщиков.</p> <p>1.1.6. Неинвестиционные мотивы приобретения ценных бумаг и долей участия в уставных капиталах дочерних и зависимых компаний.</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• ФЗ «О внесении изменений в Закон Российской Федерации «Об организации страхового дела в Российской Федерации»</li> <li>• Дивертификация требований к размещению средств страховых резервов в зависимости от размера страховых компаний.</li> </ul>

*Продолжение таблицы 6*

№ и наименование проблемы	Идея (концепт) решения	Нормативно-правовой акт, организационно-управленческое решение
<p>1.1.7. Снижение рентабельности низкодоходных финансовых инструментов.</p> <p>1.1.8. Преимущественное вложение средств страховыми компаниями в низкодоходные инвестиционные инструменты или хранение их на расчетных счетах.</p> <p>1.1.9. Низкая конкуренция на рынке страховых услуг.</p> <p>1.1.10. Неэффективность ограничения на размещение страховых резервов и собственных средств страховщика.</p> <p>1.1.11. Сложности с диверсификацией вложений небольших страховых компаний.</p> <p>1.1.12. Низкая частота проверок соответствия Правилам размещения средств страховых резервов надзорными органами.</p> <p>1.1.13. Неотраженность реальной инвестиционной политики в годовой отчетности страховщиков.</p> <p>1.1.14. Нестабильность вложений на российском фондовом рынке.</p> <p>1.1.15. Снижение надежности кредитных организаций в виду повышения доли кредитов на селению</p>	<p>• Регулярный мониторинг финансового состояния и анализ финансовой отчетности банков, в которых размещаются страховые резервы.</p> <p>• Решения также приведены в монографии «Государственная экономическая политика России» в разделе «Конкурентная (структурно-размерная) политика»</p>	<p>• Приказ Минфина России «О внесении изменений в Правила размещения страховщиками средств страховых резервов»</p> <p>• Решения также приведены в монографии «Государственная экономическая политика России» в разделе «Конкурентная (структурно-размерная) политика»</p>

*Продолжение таблицы 6*

№ и наименование проблемы	Идея (концепт) решения	Нормативно-правовой акт, организационно-управленческое решение
1.1.16. Отсутствие разработанной инвестиционной политики у большинства страховых организаций.	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Закрепление возможности передачи составления инвестиционной стратегии, выбора конкретных финансовых инструментов инвестиционной компании.</li> </ul>	<p>ФЗ «О внесении изменений в Закон Российской Федерации «Об организации страхового дела в Российской Федерации»</p>
1.1.17. Узкое понимание инвестиционной политики.	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Закрепление права выбора для менеджмента страховой организации вариантов сотрудничества с управляющей инвестиционной компанией (доверить ей оперативное управление инвестиционным портфелем либо полностью передать инициативу в составлении инвестиционной стратегии, выбрать конкретных финансовых инструментов)</li> </ul>	
1.1.18. Отсутствие дифференциации инвестиций по рискам и доходности в зависимости от источника капитала (страховые резервы или собственный капитал).		
1.1.19. Низкая степень диверсификации активов.		
1.1.20. Отсутствие в штате большинства страховщиков специалистов высокой квалификации по составлению инвестиционной стратегии и диверсифицированного, ликвидного инвестиционного портфеля в соответствии со структурой обязательств, по планированию рисков, определению объемов ликвидной денежной «подушки».		
1.1.21. Низкая финансовая устойчивость отечественных страховых компаний.	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Улучшение макроэкономической ситуации, в частности, повышение уровня доходов населения и повышение страховой культуры.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• ФЗ «О внесении изменений в Налоговый кодекс Российской Федерации».</li> </ul>

*Продолжение таблицы 6*

№ и наименование проблемы	Идея (концепт) решения	Нормативно-правовой акт, организационно-управленческое решение
1.1.22. Низкий уровень жизни населения и неудовлетворительное финансовое положение предприятий.	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Стимулирование страхования физических и юридических лиц.</li> <li>• Усиление государственного контроля за существенными финансовыми инвестиционными потоками.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• ФЗ «О внесении изменений в Закон Российской Федерации «Об организации страхового дела в Российской Федерации»</li> <li>• Постановление Правительства РФ «О внесении изменений в Положение о Федеральной службе по финансовым рынкам»</li> <li>• Решения также приведены в монографии «Государственная экономическая политика России» в разделах: «Политика в сфере доходов и оплаты труда», «Пенсионная политика», «Восстановление monetизации российской экономики и информационное стимулирование»</li> </ul>
1.1.23. Отсутствие в обществе культуры страхования.	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Снижение ограничений на создание общества взаимного страхования.</li> <li>• Увеличение прозрачности функционирования страховых компаний посредством закрепления стандартов раскрытия информации страховыми компаниями.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Создание мегарегулятора (наделение ФСФР России статусом коллегиального органа и передача ему полномочий по нормативно-правовому регулированию, контролю и надзору на всех секторах финансового рынка, в том числе в страховой и банковской сферах)</li> </ul>
1.1.24. Неразвитость внутреннего перестрахования, повышающего финансовую устойчивость страховочных компаний.	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Увеличение прозрачности функционирования страховых компаний посредством закрепления стандартов раскрытия информации страховыми компаниями.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Создание мегарегулятора (наделение ФСФР России статусом коллегиального органа и передача ему полномочий по нормативно-правовому регулированию, контролю и надзору на всех секторах финансового рынка, в том числе в страховой и банковской сферах)</li> </ul>
1.1.25. Ограничительные требования к обществам взаимного страхования.	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Создание мегарегулятора (наделение ФСФР России статусом коллегиального органа и передача ему полномочий по нормативно-правовому регулированию, контролю и надзору на всех секторах финансового рынка, в том числе в страховой и банковской сферах)</li> </ul>	
1.1.26. Отсутствие стимулирования страхования.	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Создание мегарегулятора (наделение ФСФР России статусом коллегиального органа и передача ему полномочий по нормативно-правовому регулированию, контролю и надзору на всех секторах финансового рынка, в том числе в страховой и банковской сферах)</li> </ul>	
1.1.27. Недостаточность государственного контроля за существенными финансовыми инвестиционными потоками на страховом рынке.	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Создание мегарегулятора (наделение ФСФР России статусом коллегиального органа и передача ему полномочий по нормативно-правовому регулированию, контролю и надзору на всех секторах финансового рынка, в том числе в страховой и банковской сферах)</li> </ul>	
1.1.28. Организационная разобщенность контролльно-надзорных органов исполнительной власти.	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Создание мегарегулятора (наделение ФСФР России статусом коллегиального органа и передача ему полномочий по нормативно-правовому регулированию, контролю и надзору на всех секторах финансового рынка, в том числе в страховой и банковской сферах)</li> </ul>	
1.1.29. Непрозрачность и информационная закрытость страхового рынка	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Создание мегарегулятора (наделение ФСФР России статусом коллегиального органа и передача ему полномочий по нормативно-правовому регулированию, контролю и надзору на всех секторах финансового рынка, в том числе в страховой и банковской сферах)</li> </ul>	

*Продолжение таблицы 6*

№ и наименование проблемы	Идея (концепт) решения	Нормативно-правовой акт, организационно-управленческое решение
		<p>лирование развития (инвестиционная политика) и «Конкуренчная (структурно-размерная) политика»</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Реализация системы мер, направленных на диверсификацию собственности, на создание стимулов к владению населением акциями на долгосрочной основе: расширение налоговых стимулов для частных и институциональных инвесторов в части вложения средств в инструменты фондового рынка, снятие излишних ограничений в использовании активов институциональными инвесторами на фондовом рынке.</li> <li>• Использование доли (5–10%) средств Стабилизационного фонда РФ для их вложения в рублевые корпоративные облигации через институт независимых портфельных управляющих.</li> <li>• Установление обязательного листинга на фондовых биржах акционерных обществ, имеющих собственные средства в размере свыше 10 млн долларов США.</li> <li>• ФЗ «О внесении изменений в Налоговый кодекс Российской Федерации».</li> <li>• ФЗ «О внесении изменений в Федеральный закон «О рынке ценных бумаг».</li> <li>• ФЗ «О Государственном внебюджетном инвестиционно-кредитном фонде».</li> <li>• Решения также приведены в монографии «Государственная экономическая политика России» в разделах: «Восстановление монетизации российской</li> </ul>

*Продолжение таблицы 6*

№ и наименование проблемы	Идея (концепт) решения	Нормативно-правовой акт, организационно-управленческое решение
	<ul style="list-style-type: none"><li>Реализация программы мер по снижению регулятивных издержек эмитентов на основе облегчения и ускорения процедур регистрации для небольших эмиссий, не предназначенных для обращения на организованных рынках, введения «полочной регистрации»<sup>1</sup> акций и корпоративных облигаций, сокращения требований по публичному раскрытию информации для небольших эмитентов (с величиной собственных средств меньше 1 млн долл. США).</li><li>Использование средств Стабилизационного фонда для долгового финансирования российских предприятий и банков через Государственный внебюджетный инвестиционно-кредитный фонд (ГВИКФ).</li><li>Расширение капитальной базы российских банков, количественное и качественное изменение ресурсной базы.</li><li>Увеличение внутреннего долга страны при сокращении внешнего долга за счет, в частности, использования средств Стабилизационного фонда (ГВИКФ)</li></ul>	

*Продолжение таблицы 6*

№ и наименование проблемы	Идея (концепт) решения	Нормативно-правовой акт, организационно-управленческое решение
<p>1.2.7. Узость внутреннего спроса на ценные бумаги как инструмент долгосрочных инвестиций.</p> <p>1.2.8. Недостаточная операционная способность институтов рынка ценных бумаг.</p> <p>1.2.9. Недостаточность средств у частных инвесторов.</p> <p>1.2.10. Незаинтересованность частных инвесторов в приобретении ценных бумаг предприятий.</p> <p>1.2.11. Неравный налоговый режим в отношении банковских инструментов и ценных бумаг.</p> <p>1.2.12. Высокий уровень финансовых рисков на рынке ценных бумаг.</p> <p>1.2.13. Низкая доля ценных бумаг в структуре активов финансовых институтов</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>● Создание системы налогового стимулирования инвесторов, предусматривающей сокращение налоговых ставок или отмену налогов по дивидендам и другим доходам, получаемым от ценных бумаг, выпущенных предприятиями приоритетных отраслей (дифференциация налогообложения по видам экономической деятельности (ВЭД)):</li> <li>— обложение дивидендов, полученных от юридических лиц-резидентов, акционерами, владеющими менее 1% акционерного капитала, по ставке 0% налога на прибыль и подоходного налога, если акции имеют рыночную котировку на внутренних организованных рынках и сроки владения ими на конец отчетного года составляют не менее девяти месяцев;</li> <li>— обложение процентного дохода, полученного от корпоративных облигаций, выпущенных резидентами, по ставке 0% налога на прибыль и подоходного налога, если облигации имеют рыночную котировку на внутренних организованных рынках и сроки владения ими на конец отчетного года составляют не менее девяти месяцев;</li> </ul>	

*Продолжение таблицы 6*

№ и наименование проблемы	Идея (концепт) решения	Нормативно-правовой акт, организационно-управленческое решение
	<ul style="list-style-type: none"> <li>— обложение положительных курсовых разниц по ставке 0% налога на прибыль и подоходного налога по ценным бумагам, выпущенным резидентами, если они имеют рыночную котировку на внутренних организованных рынках и сроки владения ими к моменту реализации составляли не менее девяти месяцев;</li> <li>— обложение дивидендов, полученных от акционерных инвестиционных фондов-резидентов, по ставке 0% налога на прибыль и подоходного налога;</li> <li>— введение льготных (пониженных на 50%) ставок налога на прибыль профессиональных участников рынка ценных бумаг, сформированную операциями с физическими лицами-резидентами, услугами по корпоративному финансированию, оказываемыми компаниям-резидентам</li> </ul>	
1.2.14. Незначительность доли акционерных капиталов в свободном обращении.		<ul style="list-style-type: none"> <li>• Реализация системы мер, направленных на диверсификацию собственности, на создание стимулов к владению населением акциями на долгосрочной основе: расширение налоговых стимулов для частных и институциональных акционеров.</li> </ul>
1.2.15. Недостаточная ориентированность акционерных обществ на интересы миноритарных акционеров.		<ul style="list-style-type: none"> <li>• ФЗ «О внесении изменений в Налоговый кодекс Российской Федерации».</li> </ul>

*Продолжение таблицы 6*

№ и наименование проблемы	Идея (концепт) решения	Нормативно-правовой акт, организационно-управленческое решение
1.2.16. Отсутствие классов институциональных инвесторов.		<ul style="list-style-type: none"> <li>• ФЗ «О поощрении работников в коммерческих организациях».</li> <li>• Решения также приведены в монографии «Государственная экономическая политика России» в разделе «Проблемы бизнеса на корпоративном уровне»</li> </ul>
1.2.17. Неэффективность системы стимулирования труда работников посредством инструментов рынка ценных бумаг.		<ul style="list-style-type: none"> <li>• Прекращение правовых барьеров для выпуска опционов менеджеров, введение законодательного определения опциона и его основных признаков и характеристик, механизма его действия.</li> <li>• Создание возможности учреждать внутрикорпоративные опционные и инвестиционные планы под налоговые льготы (вычет из налогооблагаемой базы по налогу на прибыль начальных средств, направляемых организациями на формирование внутрикорпоративных планов, налоговые льготы коммерческим банкам, предоставляемым кредиты на формирование внутрикорпоративных планов, налоговые льготы работникам компаний по доходам от акций, распределаемых им в рамках компенсационных планов, и другие) в интересах работников, что обеспечивает рост доли работников в</li> </ul>
1.2.18. Отсутствие внутрикорпоративных опционных, опционных, компенсационных и инвестиционных планов на предприятиях		

*Продолжение таблицы 6*

<b>№ и наименование проблемы</b>	<b>Идея (концепт) решения</b>	<b>Нормативно-правовой акт, организационно-управленческое решение</b>
<p>1.2.19. Незначительное количество предприятий, получающих инвестиции через механизмы рынка ценных бумаг.</p> <p>1.2.20. Недостаточность стимулов для ориентации рынка ценных бумаг на обслуживание инвесторов в производство</p>	<p>акционерных капиталах своих предприятий (но только в отношении собственных ценных бумаг, имеющих рыночную котировку на внутренних организованных рынках)</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Поддержание внутреннего корпоративного спроса на ценные бумаги, связанные с инвестициями, на основе установления обязательной минимальной доли вложений кредитных организаций (5% активов), страховых компаний и негосударственных пенсионных фондов (10% активов), паевых инвестиционных фондов и других коллегиальных инвесторов в акции и корпоративные облигации, обращающиеся на организованных рынках, средства от размещения которых используются эмитентами на инвестиции в производство.</li> <li>• Создание системы взаимных гарантий и страхований (компенсационных фондов) профессиональных участников рынка ценных бумаг, покрывающих риски невыполнения ими обязательств перед клиентами.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• ФЗ «О внесении изменений в Федеральный закон «О рынке ценных бумаг».</li> <li>• ФЗ «О внесении изменений в Федеральный закон «О банках и банковской деятельности».</li> <li>• ФЗ «О внесении изменений в Федеральный закон «Об инвестиционных фондах».</li> <li>• ФЗ «О внесении изменений в Федеральный закон «О негосударственных пенсионных фондах».</li> </ul>

*Продолжение таблицы 6*

<b>№ и наименование проблемы</b>	<b>Идея (концепт) решения</b>	<b>Нормативно-правовой акт, организационно-управленческое решение</b>
	<ul style="list-style-type: none"> <li>Полгатное увеличение минимальных требований достаточности капитала, предъявляемым к брокерско – дилерским компаниям, до суммы, эквивалентной 3–5 млн долл. США.</li> <li>Создание на системной основе пруденциального надзора за финансовым состоянием брокерско-дилерских компаний, с выделением проблемных компаний и публичным раскрытием информации о них.</li> <li>Разработка и реализация обязательных требований к системам управления рисками и финансового менеджмента брокерско-дилерских компаний.</li> <li>Создание системы публичного раскрытия ежеквартальной информации о финансовоом состоянии и операционной способности профессиональных участников рынка ценных бумаг</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>ФЗ «О внесении изменений в Закон Российской Федерации «Об организации страхового дела в Российской Федерации».</li> <li>ФЗ «О компенсациях гражданам на рынке ценных бумаг».</li> <li>Постановление Правительства РФ «О внесении изменений в Положение о Федеральной службе по финансовым рынкам».</li> <li>Приказ ФСФР России «О внесении изменений в приказ Федеральной службы по финансовым рынкам «Об утверждении нормативов достаточности собственных средств профессиональных</li> </ul>

*Продолжение таблицы 6*

№ и наименование проблемы	Идея (концепт) решения	Нормативно-правовой акт, организационно-управленческое решение
<p>1.2.21. Низкая инвестиционная культура населения.</p> <p>1.2.22. Глубокое недоверие населения к финансовым институтам</p>	<p>• Осуществление системы мер по информационной и образовательной поддержке инвестирования в реальный сектор через рынок ценных бумаг.</p> <p>• Введение национального кредитного рейтинга корпоративных облигаций, векселей и коммерческих бумаг, привилегированных акций с номинальным объемом выпуска более 1 млрд руб.</p> <p>• Создание системы государственной информационной поддержки внутреннего рынка ценных бумаг и инвестиций в производство, обеспечивая раскрытие позитивных сведений о российских предприятиях и организациях, быстро растущих</p>	<p>участников рынка ценных бумаг, а также управляющих компаний инвестиционных фондов, паевых инвестиционных фондов и негосударственных пенсионных фондов».</p> <p>• Акты ФСФР России</p> <p>• Постановление Правительства РФ «Об утверждении федеральной целевой программы «Образовательная поддержка инвесторов, формирования культуры инвестирования и корпоративного управления, укрепление этики ведения бизнеса на финансовом рынке».</p> <p>• Заключение соглашения РФ с организацией</p>

*Продолжение таблицы 6*

№ и наименование проблемы	Идея (концепт) решения	Нормативно-правовой акт, организационно-управленческое решение
	компаниях, эмитентах, успешно работающих в сфере высоких технологий, в мировых и отечественных информационных системах	ми, обладающими необходимой ресурсной базой, именем и опытом работы с финансово – экономической информацией, по организации национального рейтинга, предусмотрев платность и государственное регулирование тарифов в этой области.

*Продолжение таблицы 6*

№ и наименование проблемы	Идея (концепт) решения	Нормативно-правовой акт, организационно-управленческое решение
<p><b>1.3. Диспропорции в развитии валютного рынка.</b></p> <p>1.3.1. Относительно небольшой объем российского валютного рынка.</p> <p>1.3.2. Проведение крупными корпорациями операций по страхованию экспортно-импортных сделок на мировых валютных рынках и крупных зарубежных биржах.</p> <p>1.3.3. Сосредоточение основной массы валютных активов в кредитных организациях Центрального округа</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Создание товарных бирж нефтепродуктов, золота, ряда металлов и других товаров, идущих на экспорт, продажа которых за рубли могла бы стать регулятором спроса и предложения рублевых средств со стороны нерезидентов.</li> <li>Расширение в России международных торговых площадок.</li> <li>Создание регионального финансового центра, специализирующегося на операциях с финансовыми инструментами, выпускаемыми в странах СНГ, Балтии, Центральной и Восточной Европы, а также в других странах («Финансовая площадка Россия»). Концентрация операций с российскими финансовыми ресурсами внутри страны.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Указ Президента РФ «Об утверждении Государственной стратегии развития денежно-кредитной и банковской сферы России».</li> <li>Постановление Правительства РФ «О создании товарной биржи нефтепродуктов».</li> <li>Постановление Правительства РФ «О создании товарной биржи золота».</li> <li>Распоряжение Правительства РФ «О внесении изменений в Стратегию развития финансового рынка Российской Федерации на 2006–2008 годы»</li> </ul>

Продолжение таблицы 6

№ и наименование проблемы	Идея (концепт) решения	Нормативно-правовой акт, организационно-управленческое решение
<p><b>1.4. Несовершенство рынка банковских кредитов.</b></p> <p>1.4.1. Отсутствие инвестиционных банков.</p> <p>1.4.2. Слабое развитие кредитной кооперации.</p> <p>1.4.3. Несовершенство корпоративного управления (менеджмента) в коммерческих банках</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Создание специализированных инвестиционных банков, развитие кредитной кооперации.</li> <li>Формирование системы «банков Развития», в т.ч. создание Государственного внебюджетного инвестиционно-кредитного фонда с функцией «сетевого» распределения средств.</li> <li>Совершенствование корпоративного управления (повышение уровня менеджмента) в коммерческих банках, модернизация деятельности коммерческих банков на основе принципов ренジниринга, сокращение издержек и повышение рентабельности банковского бизнеса, качества предлагаемых услуг, разработка стандартов качества банковской деятельности.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>ФЗ «О Государственном внебюджетном инвестиционно-кредитном фонде».</li> <li>ФЗ «О внесении изменений в Федеральный закон «О банках и банковской деятельности».</li> <li>Постановление Государственной Думы Федерального Собрания РФ «О внесении изменений в Основные направления единой государственной денежно-кредитной политики» на 2008 год».</li> <li>Решения также приведены в монографии «Государственная экономическая политика России» в разделах: «Денежно-кредитная и банковская политика»</li> </ul>

*Продолжение таблицы 6*

№ и наименование проблемы	Идея (концепт) решения	Нормативно-правовой акт, организационно-управленческое решение
<p><b>2. Неэффективность взаимодействия с иностранными инвесторами и институтами.</b></p> <p><b>2.1.</b> Серьезная вероятность невыполнения иностранными компаниями своих обязательств перед российскими страхователями.</p> <p>2.1.1. Осуществление иностранными страховщиками только выборочных страховых операций в прибыльных секторах экономики.</p> <p>2.1.2. Угроза негативных экономических и социальных последствий утраты значительных объемов финансовых ресурсов вследствие вывода их за границу.</p> <p>2.1.3. Снижение емкости рынка вследствие ухода занимающих значительный сектор рынка иностранных страховщиков компаний.</p> <p>2.1.4. Сложности осуществления контроля за трансграничным предоставлением страховых услуг.</p>	<p>• Размещение финансовых средств, вложенных в уставный капитал страховых компаний с участием иностранного капитала, страховых резервов полностью на территории России.</p> <p>• Регламентация обязательного внесения денежного депозита в ценных бумагах Российской Федерации по указанию Банка России в Банке России на весь период деятельности иностранного страховщика на территории России</p> <p>• ФЗ «О внесении изменений в Закон Российской Федерации «Об организации страхового дела в Российской Федерации».</p> <p>• ФЗ «О внесении изменений в Федеральный закон «О Центральном банке Российской Федерации».</p> <p>• Акты Банка России, регламентирующие размещение депозитов иностранных страховщиков</p>	<p>И «Восстановление мотивации российской экономики и инвестиционное стимулирование развития (инвестиционная политика)»</p>

*Продолжение таблицы 6*

№ и наименование проблемы	Идея (концепт) решения	Нормативно-правовой акт, организационно-управленческое решение
<p>2.1.5. Регулирование договорных отношений, возникающих при трансграничном предоставлении страховых услуг, нормами права страны страховщика.</p> <p>2.1.6. Фактическое отсутствие юридической защиты имущественных интересов российских хозяйствующих субъектов и граждан за границей</p>		<ul style="list-style-type: none"> <li>• Поэтапное снятие ограничений по вхождению зарубежных страховщиков на российский рынок по мере его развития.</li> <li>• Использование различных режимов налогообложения для национальных и иностранных страховщиков.</li> <li>• Постепенное снятие ограничений по вхождению зарубежных страховщиков на российский рынок по мере его развития.</li> <li>• Использование различных режимов налогообложения для национальных и иностранных страховщиков.</li> <li>• Уменьшение стимулирующего воздействия страхованием на развитие национальной экономики.</li> </ul>
<p>2.2. Чрезмерная открытость национальной страховой системы при вхождении в ВТО.</p> <p>2.2.1. Вывод из национальной экономики существенной части ее долгосрочных инвестиционных ресурсов.</p> <p>2.2.2. Уменьшение стимулирующего воздействия страхованием на развитие национальной экономики.</p> <p>2.2.3. Слабость механизмов препятствования утечке национальных капиталов за рубеж.</p> <p>2.2.4. Монополизация рынка крупными иностранными страховыми компаниями.</p> <p>2.2.5. Рост капитализации национальной страховой системы преимущественно за счет специализированных компаний.</p> <p>2.2.6. Ограничение перечня страховых услуг прибыльными.</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Постепенное снятие ограничений по вхождению зарубежных страховщиков на российский рынок по мере его развития.</li> <li>• Использование различных режимов налогообложения для национальных и иностранных страховщиков.</li> <li>• Закрепление специфических условий контроля, надзора и ограничений для иностранных страховых компаний в целях сочтания интегрированности национальных страховых систем в мировую страховую систему с механизмами, присущими утечке национальных капиталов и, непротив, использующими эту интегрированность для привлечения капиталов извне.</li> <li>• Обязательность соблюдения в аппарате иностранного страховщика соотношения</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• ФЗ «О внесении изменений в Закон Российской Федерации «Об организации страхового дела в Российской Федерации».</li> <li>• ФЗ «О внесении изменений в Налоговый кодекс Российской Федерации».</li> <li>• Распоряжение Правительства РФ «О внесении изменений в Концепцию развития страхования в Российской Федерации».</li> </ul>

## Продолжение таблицы 6

№ и наименование проблемы	Идея (концепт) решения	Нормативно-правовой акт, организационно-управленческое решение
2.2.7. Демпинговый захват страхового рынка иностранными страховщиками.	состава иностранных служащих к национальному (российскому) составу: — для руководящего звена 1:3; — для остальных служащих — до 10% от общего числа работников основного спиночного состава.	<ul style="list-style-type: none"> <li>Решения также приведены в монографии «Государственная экономическая политика России» в разделах «Конкурентная (структурно-размерная) политика» и «Политика управления внешними российскими инвестициями»</li> </ul>
2.2.8. Ликвидация большинства мелких и средних страховых компаний в результате прихода иностранных страховых компаний.	2.2.9. Олиополизация наиболее привлекательных сегментов страхового рынка иностранными страховщиками.	<ul style="list-style-type: none"> <li>Принятие мер защиты от прямой конкуренции иностранных страховщиков и мер по предотвращению оттока ресурсов национальной страховой отрасли за рубеж путем установления ограничений прямого доступа иностранных страховщиков на рынок при более открытом режиме участия или более жесткого государственного контроля за их экономической деятельностью.</li> <li>Осуществление перестрахования за рубежом через государственного перестраховщика.</li> </ul>
2.2.10. Сокращение занятости в страховой сфере, прежде всего, высококвалифицированного управленческого персонала, из-за концентрации основной части управленческих функций в зарубежных офисах иностранных страховщиков.	2.2.11. Повышение зависимости страховой системы от колебаний на мировых рынках	<ul style="list-style-type: none"> <li>Установление форм возможных изъятий из режима наибольшего благоприятствования при предоставлении страховых услуг, как это предусматривается положениями Соглашения с ЕС и Генерального соглашения по торговле услугами ВТО</li> </ul>

*Продолжение таблицы 6*

<b>№ и наименование проблемы</b>	<b>Идея (концепт) решения</b>	<b>Нормативно-правовой акт, организационно-управленческое решение</b>
<p><b>2.3. Усиление конкуренции со стороны иностранных банков.</b></p> <p>2.3.1. Проведение крупными корпорациями валютных расчетов и операций через иностранные банки.</p> <p>2.3.2. Снижение возможностей роста российской банковской системы</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Повышение роли банковской политики в экономике страны посредством определения перспективных направлений повышения конкурентоспособности российских денежно-кредитных институтов: <ul style="list-style-type: none"> <li>— расширение капитальной базы российских банков;</li> <li>— количественное и качественное изменение ресурсной базы;</li> <li>— совершенствование корпоративного управления (повышение уровня менеджмента) в коммерческих банках;</li> <li>— модернизация деятельности коммерческих банков на основе принципов ренкинга;</li> <li>— сокращение издержек и повышение работоспособности банковского бизнеса, качества предлагаемых услуг;</li> <li>— разработка стандартов качества банковской деятельности;</li> <li>— изменение целевой ориентации деятельности коммерческого банка;</li> <li>— способность адаптации к новым условиям функционирования;</li> </ul> </li> <li>• Указ Президента РФ «Об утверждении Государственной стратегии развития денежно-кредитной и банковской сферы России».</li> <li>• Постановление Государственной Думы Федерального Собрания РФ «О внесении изменений в Основные направления единой государственной денежно-кредитной политики» на 2008 год».</li> <li>• Решения также приведены в монографии «Государственная экономическая политика России» в разделе «Денежно-кредитная и банковская политика»</li> </ul>	

*Продолжение таблицы 6*

№ и наименование проблемы	Идея (концепт) решения	Нормативно-правовой акт, организационно-управленческое решение
<b>2.4. Высокий уровень зависимости от иностранных инвесторов и их операций.</b> 2.4.1. Формирование цен на российские ценные бумаги за рубежом. 2.4.2. Незначительность присутствия иностранных инвесторов на внутреннем рублевом рынке.	<ul style="list-style-type: none"><li>— специализация деятельности банков;</li><li>— выбор собственной ниши функционирования;</li><li>— рост количества предлагаемых услуг, снижение издержек и цен на услуги</li></ul>	Распоряжение Правительства РФ «О внесении изменений в Стратегию развития финансового рынка Российской Федерации на 2006–2008 годы»
	<ul style="list-style-type: none"><li>• Создание регионального финансового центра, специализирующегося на операциях с акциями и другими финансовыми инструментами, выпускаемыми в странах СНГ, Балтии, Центральной и Восточной Европы, а также в других странах («Финансовая площадка Россия»). Концентрация операций с российскими ценными бумагами внутри страны, для чего требуется:</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>— получение «единого паспорта» финансовым институтами и финансовыми инструментами, зарегистрированными на территории стран СНГ или их иных объединений (ЕврАЗЭС);</li><li>— одностороннее признание Российской регистраций финансовых институтов и финансовых инструментов, совершенных регуляторами других стран СНГ;</li></ul>

*Продолжение таблицы 6*

№ и наименование проблемы	Идея (концепт) решения	Нормативно-правовой акт, организационно-управленческое решение
Россия	<ul style="list-style-type: none"> <li>односторонний свободный допуск лицензированных финансовых институтов стран СНГ и зарегистрированных в них финансовых инструментов для свободного обращения на фондовых и валютных биржах России</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>ФЗ «О внесении изменений в Закон Российской Федерации «Об организации страхового дела в Российской Федерации».</li> <li>Постановление Правительства РФ «О внесении изменений в Положение о Федеральной службе по финансовым рынкам»</li> </ul>

**3. Недостатки государственного управления и государственного регулирования.**

**3.1. Негативное влияние иностранных страховщиков, управляющих накопленными страховыми ресурсами, на внутреннюю политику государства.**

3.1.1. Фискальные, а не протекционистские интересы государства в отношении национальных страховых компаний.

3.1.2. Ограничение возможностей государства по использованию страховых механизмов для реализации социальной политики.

3.1.3. Возможность чрезмерного вмешательства иностранных страховщиков в хозяйственное дело российских компаний с целью минимизации застрахованных рисков.

*Продолжение таблицы 6*

№ и наименование проблемы	Идея (концепт) решения	Нормативно-правовой акт, организационно-управленческое решение
3.1.4. Изъятие из законодательных ограничений страховых организаций, являющихся дочерними обществами по отношению к иностранным инвесторам (основным организациям) государств — членов ЕС или имеющих долю таких иностранных инвесторов в своих уставных капиталах более 49%.		
3.1.5. Отказ некоторых из стран-членов ВТО принимать на себя обязательства в части страховых услуг и сохранение ими права вводить любые ограничения по доступу на национальный страховой рынок		<ul style="list-style-type: none"> <li>• Усиление контроля со стороны государства за страховым рынком.</li> <li>• Создание метарегулятора (наделение ФСФР России статусом коллегиального органа и передача ему полномочий по нормативно-правовому регулированию, контролю и надзору на всех секторах финансового рынка, в том числе в страховой и банковской сферах).</li> <li>• Постановление Правительства РФ «О внесении изменений в Положение о Федеральной службе по финансовым рынкам»</li> </ul>

*Продолжение таблицы 6*

№ и наименование проблемы	Идея (концепт) решения	Нормативно-правовой акт, организационно-управленческое решение
3.2.4. Снижение прозрачности деятельности филиала иностранной компании для государственного контроля		
3.3. Неэффективность системы государственного регулирования фондового рынка.		
3.3.1. Чрезмерная централизация полномочий в системе управления ФСФР.		
3.3.2. Неадекватность операционной способности и ресурсов ФСФР ее задачам и выполняемым функциям.		
3.3.3. Ограниченнное внимание ФСФР к вопросам частного и справедливого характера ценообразования.		
3.3.4. Ограниченнное внимание ФСФР к управлению микро- и макрорискаами, лежащими на рынке.		
3.3.5. Ограниченнное внимание ФСФР к финансовой устойчивости финансовых посредников.		
3.3.6. Недостаточность надзора ФСФР за финансовым состоянием профессиональных участников рынка ценных бумаг		
	</	

*Продолжение таблицы 6*

<b>№ и наименование проблемы</b>	<b>Идея (концепт) решения</b>	<b>Нормативно-правовой акт, организационно-управленческое решение</b>
<p><b>3.4.</b> Высокая доля манипулятивных и инсайдерских сделок на рынке ценных бумаг.</p> <p>3.4.1. Недостаточное применение этических стандартов и мер по урегулированию конфликтов интересов.</p> <p>3.4.2. Недостаточно эффективная система раскрытия информации и надзора за рынком.</p> <p>3.4.3. Фактическое отсутствие правоприменения по нарушению прав инвесторов на вторичном рынке ценных бумаг</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Развитие системы надзора за рынком, предупреждающего нарушения механизма ценообразования на рынке ценных бумаг.</li> <li>• Установление уголовной ответственности за использование инсайдерской информации и манипулирование ценами на финансовом рынке.</li> <li>• Повышение эффективности системы требований по раскрытию информации на посредством установления обязательного порядка раскрытия аффилированными лицами и инсайдерами любых сделок за собственный счет с цennymi бумагами эмитентов, аффилированными лицами и инсайдерами которых они состоят.</li> <li>• Создание службы финансового надзора (с основной функцией — рассмотрение жалоб инвесторов)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• ФЗ «О внесении изменений в Уголовный кодекс Российской Федерации».</li> <li>• ФЗ «О внесении изменений в Федеральный закон «О защите прав и законных интересов инвесторов на рынке ценных бумаг».</li> <li>• ФЗ «Об инсайдерской информации и манипулировании рынком».</li> <li>• ФЗ «Об аффилированных лицах».</li> <li>• Постановление Правительства РФ «О внесении изменений в Положение о Федеральной службе по финансовым рынкам»</li> </ul>

*Продолжение таблицы 6*

№ и наименование проблемы	Идея (концепт) решения	Нормативно-правовой акт, организационно-управленческое решение
3.5. Неэффективность государственной политики в сфере банковских кредитов.	• Льготное налогообложение (или освобождение от налогообложения) прибыли, направляемой на расширение капитализации банков.	• ФЗ «О внесении изменений в Налоговый кодекс Российской Федерации».
3.5.1. Недостаточная государственная поддержка банковского сектора.	• Разработка порядка предоставления кредитным организациям субординированных кредитов за счет средств Стабилизационного фонда (выкупа субординированных облигаций кредитных организаций).	• ФЗ «О кредитной деятельности».
3.5.2. Негативное влияние на развитие банковского потенциала кредитной деятельности органов государственной власти	• Использование «банков развития» в качестве посредников предоставления субординированных кредитов	<ul style="list-style-type: none"> <li>• ФЗ «О внесении изменений в Федеральный закон «О банках и банковской деятельности».</li> <li>• Решения также приведены в монографии «Государственная экономическая политика России» в разделе «Денежно-кредитная и банковская политика»</li> </ul>
3.5.3. Недостаточная реализация Банком России своих макроэкономических функций.	• Повышение качества надзорной деятельности Банка России, включая лицензирование, дистанционный надзор, инспектирование и оценку финансовой устойчивости банков.	• ФЗ «О внесении изменений в Федеральный закон «О Центральном банке (Банке России)».
3.5.4. Недостаточная эффективность надзорной деятельности Банка России.		

*Продолжение таблицы 6*

№ и наименование проблемы	Идея (концепт) решения	Нормативно-правовой акт, организационно-управленческое решение
<p>3.5.5. Недостаточное использование Банком России системы рефинансирования в качестве инструмента стимулирования экономического роста.</p> <p>3.5.6. Достаточно высокая ставка рефинансирования (10%)</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Совершенствование методов содержательного надзора, исключающего формализм, развитие методического инструментария, необходимого для кредитных организаций и банковской деятельности.</li> <li>ФЗ «О кредитном деле».</li> <li>Указание Банка России «О ставке рефинансирования Центрального банка России 6%».</li> <li>Положение Банка России «О внесении изменений в Положение Банка России «О порядке предоставления Банком России кредитным организациям кредитов, обеспечиваемых залогом векселей, прав требования по кредитным договорам организаций членкой вертикали кредитного процесса, начиная от коммерческого банка, «банков развития» и Банка России, или поручительствами</li> </ul>	

Продолжение таблицы 6

№ и наименование проблемы	Идея (концепт) решения	Нормативно-правовой акт, организационно-управленческое решение
	<p>расширение круга организаций, векселя которых или права требований по договорам которых могут приниматься в обеспечение кредитов</p>	<p>кредитных организаций</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Решения также приведены в монографии «Государственная экономическая политика России» в разделе «Денежно-кредитная и банковская политика»</li> </ul>
<p><b>3.6. Несовершенство правового регулирования.</b></p> <p>3.6.1. Отсутствие правовой защиты срочных валютных операций.</p> <p>3.6.2. Отсутствие правовых норм, определяющих правовой режим производных финансовых инструментов.</p> <p>3.6.3. Незакрепленность операций с золотом в качестве объекта валютного регулирования и контроля</p>	<p>• Законодательное закрепление основ рынка производных финансовых инструментов и его дальнейшего развития (регулирование отношений, связанных с возникновением, изменением и прекращением производных финансовых инструментов; определение правового положения участников рынка производных финансовых инструментов и др.).</p> <p>• Закрепление в качестве объекта валютного регулирования и контроля операций с золотом</p>	<p>• ФЗ «О производных финансовых инструментах».</p> <p>• ФЗ «О внесении изменений в Федеральный закон «О валютном регулировании и валютном контроле».</p>

*Продолжение таблицы 6*

№ и наименование проблемы	Идея (концепт) решения	Нормативно-правовой акт, организационно-управленческое решение
<p><b>3.7. Неэффективность государственной валютной политики.</b></p> <p>3.7.1. Недостаточность государственного контроля за рублевыми операциями за рубежом.</p> <p>3.7.2. Низкая доля рубля в мировом валютном обороте.</p> <p>3.7.3. Низкая доля срочных операций в общем объеме валютных сделок.</p> <p>3.7.4. Низкая доля золота в структуре российских золотовалютных резервов.</p> <p>3.7.5. Реализация политики безграничного национализации валютных резервов.</p> <p>3.7.6. Стерилизация денежного предложения, профицитная политика государственного бюджета за счет неполного осуществления государственных расходов</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Закрепление требования об открытии рублевых счетов за рубежом только в банках-корреспондентах российских банков.</li> <li>• Создание товарных бирж нефтепродуктов, золота, ряда металлов и других товаров, идущих на экспорт, продажа которых за рубли могла бы стать регулятором спроса и предложения рублевых средств со стороны нерезидентов.</li> <li>• Законодательное закрепление основ рынка производных финансовых инструментов и его дальнейшего развития (регулирование отношений, связанных с возникновением, изменением и прекращением производных финансовых инструментов; определение правового положения участников рынка производных финансовых инструментов и др.).</li> <li>• Закрепление доли золота в золотовалютных резервах.</li> <li>• Создание Государственного внебюджетного инвестиционно-кредитного фонда</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• ФЗ «О производных финансовых инструментах».</li> <li>• ФЗ «О Государственном внебюджетном инвестиционно-кредитном фонде».</li> <li>• ФЗ «О внесении изменений в Федеральный закон «О валютном регулировании и валютном контроле».</li> <li>• Указ Президента РФ «Об утверждении Государственной стратегии развития денежно-кредитной и банковской сферы России».</li> <li>• Постановление Правительства РФ «О создании товарной биржи нефтепродуктов».</li> </ul>

*Продолжение таблицы 6*

<b>№ и наименование проблемы</b>	<b>Идея (концепт) решения</b>	<b>Нормативно-правовой акт, организационно-управленческое решение</b>
<b>4. Недостаточная операциональная способность и ликвидность финансовых рынков.</b>	<p>• Создание общедоступной системы раскрытия информации о фондовом рынке, находящейся в собственности государства, бесплатной для пользователей (по аналогии с США), и утверждение порядка ее представления.</p> <p>4.1. Недостаточное доверие инвесторов к рынку, его преимущественно спекулятивный характер, слабая эффективность.</p> <p>4.1.1. Искаженность экономических интересов населения.</p> <p>4.1.2. Открытость российской торговой системы для спекулятивного капитала</p>	<p>• Постановление Правительства РФ «О создании товарной биржи золота».</p> <p>• Решения также приведены в монографии «Государственная экономическая политика России» в разделе «Восстановление монетизации российской экономики и инвестиционное стимулирование развития (инвестиционная политика)»</p> <p>• ФЗ «О внесении изменений в Федеральный закон «О рынке ценных бумаг».</p>

*Продолжение таблицы 6*

<b>№ и наименование проблемы</b>	<b>Идея (концепт) решения</b>	<b>Нормативно-правовой акт, организационно-управленческое решение</b>
<b>4.2. Высокая волатильность рынка ценных бумаг.</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Введение требований об обязательности совершения сделок с блоками акций, конвертируемых облигаций и производных, близкими активами которых являются акции (от 0,5% акционерного капитала компании) через организованные рынки ценных бумаг, с обязательным раскрытием информации о ценах и объемах сделок</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Постановление Правительства РФ «О внесении изменений в Положение о Федеральной службе по финансовым рынкам»</li> </ul>
<b>4.2.1. Неустойчивость рынка ценных бумаг в кризисных ситуациях.</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Реструктурирование отрасли ценных бумаг (повышение требований к размеру собственных средств профессиональных участников рынка ценных бумаг, введение ценных бумаг).</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• ФЗ «О внесении изменений в Федеральный закон «О рынке ценных бумаг».</li> </ul>
<b>4.2.2. Высокая зависимость рынка ценных бумаг от сырьевого экспорта.</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• ФЗ «О центральном надзора (с менее жесткими требованиями, чем в отношении коммерческих банков), концернации требований к публичному раскрытию информации профессиональных участников, консолидации депозитарной инфраструктуры рынка (создание центрального депозитария), создание системы взаимных гарантий и страхований (компенсационных фондов) профессиональных участников рынка ценных бумаг, покрывающих</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• ФЗ «О компенсациях гражданам на рынке ценных бумаг».</li> </ul>
<b>4.2.3. Высокая фрагментарность рынка ценных бумаг</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Приказ ФСФР России «О внесении изменений в приказ Федеральной службы по финансовым рынкам «Об утверждении</li> </ul>	

*Продолжение таблицы 6*

<b>№ и наименование проблемы</b>	<b>Идея (концепт) решения</b>	<b>Нормативно-правовой акт, организационно-управленческое решение</b>
		<p>щих риски невыполнения ими обязательств перед клиентами).</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Сокращение экспорта нефти путем экономически обоснованного регулирования доходы, увеличения экспортных пошлин</li> </ul> <p>нормативов достаточности собственных средств профессиональных участников рынка ценных бумаг, а также управляющих компаний инвестиционных фондов, паявых инвестиционных фондов и негосударственных пенсионных фондов».</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Решения также приведены в монографии «Государственная экономическая политика России» в разделах «Политика в сфере минерально-сырьевой базы» и «Внешнеэкономическая политика»</li> </ul>

*Продолжение таблицы 6*

№ и наименование проблемы	Идея (концепт) решения	Нормативно-правовой акт, организационно-управленческое решение
4.3. Неспособность адаптации банковского сектора к новым условиям функционирования	<ul style="list-style-type: none"> <li>Создание эффективной системы управления банковскими рисками, ориентированной на стандарты банковской деятельности, предусматривающей адекватную систему оценки.</li> <li>Внедрение принципов МСФО, способствующих повышению достоверности и прозрачности финансовой отчетности.</li> <li>Активизация банковской политики, направленной на повышение рыночной и конкурентной стратегии.</li> <li>Экономически и логически обоснованная государственная стратегия развития денежно-кредитной и банковской сферы России</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Указ Президента РФ «Об утверждении Концепции денежно-кредитной и банковской политики на среднесрочную перспективу».</li> <li>Указ Президента РФ «Об утверждении Государственной стратегии развития денежно-кредитной и банковской сферы России».</li> <li>Решения также приведены в монографии «Государственная экономическая политика России» в разделе «Денежно-кредитная и банковская политика»</li> </ul>

*Продолжение таблицы 6*

<b>№ и наименование проблемы</b>	<b>Идея (концепт) решения</b>	<b>Нормативно-правовой акт, организационно-управленческое решение</b>
<b>4.4. Высокий уровень зависимости валютного рынка от внешних факторов.</b> 4.4.1. Высокий уровень зависимости текущей динамики курса доллара/ рубль от изменения динамики курса доллара / евро. 4.4.2. Увеличение расходов Банка России на поддержание стабильного курса рубля	Установление пропорций бивалютной корзины 0,5 долл. и 0,5 евро	Постановление Государственной Думы Федерального Собрания РФ «О внесении изменений в Основные направления единой государственной денежно-кредитной политики» на 2008 год»

## Список литературы

### Монографии и публикации

1. *Арийоши А., Хабермайер К. и др. Контроль за движением капитала: опыт стран по его введению и отмене.* М.: «Весь Мир», 2001.
2. Биржевое обозрение. 2005. № 5 (19).
3. *Булатов В.В. Фондовый рынок в структурной перестройке экономики.* М.: Наука, 2002.
4. *Булатов В.В. Экономический рост и фондовый рынок.* М.: Наука, 2004.
5. Валютное регулирование и валютный контроль. / Под ред. В.М. Крашенинникова. М.: Экономистъ, 2005.
6. *Вьюгин О.В. Российский фондовый рынок. Современное состояние.* Москва, 2007.
7. *Гребенкин А.С. Тенденции дивидендной политики российских компаний* [26.06.06] // <www.stockportal.ru>.
8. *Ерилов М.В. Валютно-финансовые механизмы в современном мире (кризисный опыт конца 1990-х гг.).* М.: Экономика, 2000.
9. *Ерилов М.В. Экономический суверенитет России в глобальной экономике.* М.: Экономика, 2005.
10. *Захаров А.В., Кириченко Д.А., Челмодеева Е.В. Валютные и универсальные биржи XXI века как антикризисный механизм финансового рынка.* М., 2002.
11. *Зенькович Е.В. Рынок ценных бумаг: административно-правовое регулирование.* М.: Волтерс Клувер, 2007.
12. *Катасонов В.Ю. Бегство капитала из России.* М.: АНКИЛ, 2002.
13. *Кривошеева И. Дружба активов // Русский полис*, 2003, № 11.
14. *Кричевский Н.А. Проблемы и перспективы развития страховой и инвестиционной деятельности / Н.А. Кричевский, Д.А. Волжанин // Финансы*, 2004, № 11.

15. *Марголит Г.* Привлечение капитала на ФБ ММВБ через механизмы IPO // Биржевое обозрение, 2006, № 7 (33).

16. Международные валютно-кредитные и финансовые отношения / Под. ред Л.Н. Красавиной. М.: Финансы и статистика, 2005.

17. Мировой фондовый рынок и интересы России. / Отв. ред. Д.В. Смыслов. М.: Наука, 2006.

18. *Миркин Я.М.* Рынок ценных бумаг России: воздействие фундаментальных факторов, прогноз и политика развития. М.: Альпина Паблишер, 2002.

19. *Миркин Я.М., Лосев С.В., Рубцов Б.Б., Добашина И.В., Воробьева З.А.* Руководство по организации эмиссии и обращения корпоративных облигаций. М.: Альпина Бизнес Букс, 2004.

20. Мировая валютная система и проблема конвертируемости рубля. М.: Институт Европы РАН. «Международные отношения», 2006.

21. *Моисеев С.Р.* Денежно-кредитная политика: теория и практика. М.: Экономистъ, 2005.

22. Национальная банковская система России 2010–2020. М.: АРБ, 2006 // <[www.arb.ru](http://www.arb.ru)>.

23. Национальная экономика / Под ред. П.В. Савченко. М.: Экономистъ, 2005.

24. *Потемкин А.* Российский эмитент на международном рынке капитала // Биржевое обозрение, 2006, № 7 (33).

25. *Рот А., Захаров А., Златкис Б., Миркин Я., Бернард Р., Баренбойм П., Борн Б.* Основы государственного регулирования финансового рынка. М.: Нью-Йоркская фондовая биржа, Московская межбанковская валютная биржа, Юридический дом «Юстицинформ», 2003.

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

27. Рынок ценных бумаг. 2006. № 3 (306).

28. *Самиев П.А.* Структура и эффективность инвестиций российских страховщиков // Финансы, 2006, № 3.

29. Сенчагов В.К. Формирование национальной финансовой стратегии России: путь к подъему и благосостоянию. М.: Дело, 2004.

30. Сергиенко Я. Финансы и реальный сектор. М.: Финансы и статистика, 2004.

31. Слияния и поглощения // <<http://www.ma-journal.ru/news/12904/>>.

32. Смыслов Д.В. (отв. ред.) Финансовые институты и экономическое развитие». М: ИМЭМО РАН, 2006.

33. Страховое дело за 2004–2006 гг.

34. Эффективный рынок капитала: экономический либерализм и государственное регулирование / Под ред. Костикова И.В. М.: Наука, 2004.

35. Бартош В.М. О концепции проекта федерального закона о взаимном страховании // Законодательство, 2005, № 6.

36. Самиев П.А. Структура и эффективность инвестиций российских страховщиков // Финансы, 2006, № 3.

37. Финансово-кредитный энциклопедический словарь. М.: Финансы и статистика, 2002.

38. Якунин В.И., Сулакшин С.С., Абрамова М.А. и др. О конкретном механизме восстановления рабочего уровня монетизации и инвестиционном стимулировании развития российской экономики (Государственный внебюджетный инвестиционно-кредитный фонд). М.: Научный эксперт, 2007.

39. Merton R.C., Bodie Z. A Conceptual Framework for Analyzing the Financial Environment в работе: Crane, D. B. (ed.) The global financial system: a functional perspective, Boston, 1995.

40. Bank for International Settlements Quarterly Review (2000–2007).

41. Central bank survey of foreign exchange and derivatives market in April 2001: preliminary global data. Press release № 31/2001E. 9 October 2001.

42. Foreign Exchange and Derivatives Market Activity in 2004. Triennial Central Bank Survey. BIS.2004. September.

43. Global Financial Stability Report. Sept. 2006.

44. Global Stock Markets Factbook 2006. S&P, N.Y.,2006.

45. Gold Fields Mineral Service (GFMS Ltd).

46. International Capital Markets: Developments, Prospects and Key Policy Issues. IMF, Washington D.C., September 1998.

47. International Financial Statistics. IMF, Washington за разные годы

48. Owain ap Gwilym, Seaton J. International Evidence on Payout Ratio, Returns, Earnings and Dividends. Research Paper 2005-7. The University of Wales School of Management and Business.

49. The Banker, July, 2006.

50. Triennial Central Bank Survey. Foreign exchange and derivatives market activity in 2001// Bank for International Settlements. March 2002.

51. World insurance in 2005// Swiss Re, SIGMA, № 5/2006.

52. Statistical Abstract of the United States // <www. census. gov>.

53. International Financial Services // <www. ifsl. org.uk>.

#### Материалы международных организаций

Международный валютный фонд // <www. imf.org>.

Мировой банк // <www. worldbank. org>.

Банк международных расчетов // <www. bis.org>.

Организация экономического сотрудничества и развития // <www. oecd. org>.

Мировая федерация бирж // <www. world-exchanges. org>.

Международная организация комиссий по рынку ценных бумаг // <www. iosco. org>.

#### Материалы официальных и профессиональных организаций

1. Идеальная модель фондового рынка России на среднесрочную перспективу (до 2015 года). М.: НАУФОР, 2006.
2. Итоги развития страхового рынка в 2005 г. Аналитический отчет. Всероссийский союз страховщиков // <www. ins-union.ru>.

3. Итоги развития страхового рынка России за 2006 год. Агентство страховых новостей АСН // <www. insur-info.ru>.

4. НАУФОР 1995–2005. Десятилетие на фондовом рынке. М.: НАУФОР, 2006.

5. Программа «Национальная банковская система России 2010–2020». Ассоциация российских банков // <www. arb.ru>. М., 2006.

6. Стратегия повышения конкурентоспособности национальной банковской системы РФ. Ассоциация российских банков // <www. arb.ru>. М., 2005.

7. Стратегия развития рынка ценных бумаг России на 2004–2008 гг. Национальная фондовая ассоциация // <www. nfa.ru>. М., 2004.

8. Банк России — Бюллетень банковской статистики // <www. cbu.ru>.

9. Бюро экономического анализа ИА «Интерфакс» // <analytics. interfax.ru>.

10. Информационное агентство CBONDS // <www. cbonds.ru>.

11. Информационный сервер Investfunds. // <www. investfunds.ru>.

12. Лига кредитных союзов // <www. orema.ru>.

13. Материалы ММВБ за 2000–2006 гг.

14. Министерство финансов РФ // <www. minfin.ru>.

15. Общие фонды банковского управления // <www. ofbu.ru>.

16. Рейтинговое агентство «Эксперт» // <www. raexpert.ru>.

17. РосБизнесКонсалтинг // <www. quote.ru>.

18. Росстат // <www. gks.ru>.

19. Федеральная служба по финансовым рынкам // <www. fcsm.ru>.

20. Morgan Stanley Capital International // <www. msci. com>.

#### **Основные законодательные акты**

1. Гражданский кодекс Российской Федерации (часть первая) от 30.11.1994 г. № 51-ФЗ.

2. Гражданский кодекс Российской Федерации (часть вторая) от 26.01.1996 г. № 14-ФЗ.
3. Гражданский кодекс Российской Федерации (часть третья) от 26.11.2001 г. № 146-ФЗ.
4. Налоговый кодекс Российской Федерации (часть первая) от 31.07.1998 г. № 146-ФЗ.
5. Налоговый кодекс Российской Федерации (часть вторая) от 05.08.2000 г. № 117-ФЗ.
6. Уголовный кодекс Российской Федерации от 13.06.1996 г. № 63-ФЗ.
7. Кодекс Российской Федерации об административных правонарушениях от 30.12.2001 г. № 195-ФЗ.
8. Бюджетный кодекс Российской Федерации от 31.07.1998 г. № 145-ФЗ.
9. Закон Российской Федерации от 20.02.1992 г. № 2383-І «О товарных биржах и биржевой торговле».
10. Закон Российской Федерации от 27.11.1992 г. № 4015-І «Об организации страхового дела в Российской Федерации».
11. Федеральный закон от 26.12.1995 г. № 208-ФЗ «Об акционерных обществах».
12. Федеральный закон от 02.12.1990 г. № 395-І «О банках и банковской деятельности».
13. Федеральный закон от 22.04.1996 г. № 39-ФЗ «О рынке ценных бумаг».
14. Федеральный закон от 21.11.1996 г. № 129-ФЗ «О бухгалтерском учете».
15. Федеральный закон от 11.03.1997 г. № 48-ФЗ «О переводном и простом векселе».
16. Федеральный закон от 07.05.1998 г. № 75-ФЗ «О негосударственных пенсионных фондах».
17. Федеральный закон от 29.07.1998 г. № 135-ФЗ «Об оценочной деятельности в Российской Федерации».
18. Федеральный закон 29.07.1998 г. № 136-ФЗ «Об особенностях эмиссии и обращения государственных и муниципальных ценных бумаг».

19. Федеральный закон от 29.10.1998 г. № 164-ФЗ «О финансовой аренде (лизинге)».

20. Федеральный закон от 25.02.1999 г. № 39-ФЗ «Об инвестиционной деятельности в Российской Федерации, осуществляющейся в форме капитальных вложений».

21. Федеральный закон от 05.03.1999 г. № 46-ФЗ «О защите прав и законных интересов инвесторов на рынке ценных бумаг».

22. Федеральный закон от 29.11.2001 г. № 156-ФЗ «Об инвестиционных фондах».

23. Федеральный закон от 08.08.2001 г. № 128-ФЗ «О лицензировании отдельных видов деятельности».

24. Федеральный закон от 21.12.2001 г. № 178-ФЗ «О приватизации государственного и муниципального имущества».

25. Федеральный закон от 10.07.2002 г. № 86-ФЗ «О Центральном банке Российской Федерации (Банке России)».

26. Федеральный закон от 24.07.2002 г. № 111-ФЗ «Об инвестировании средств для финансирования накопительной части трудовой пенсии в Российской Федерации».

27. Федеральный закон от 26.10.2002 г. № 127-ФЗ «О несостоятельности (банкротстве)».

28. Федеральный закон от 11.11.2003 г. № 152-ФЗ «Об ипотечных ценных бумагах».

29. Федеральный закон от 07.08.2001 г. № 115-ФЗ «О противодействии легализации (отмыванию) доходов, полученных преступным путем, и финансированию терроризма».

30. Федеральный закон от 10.12.2003 г. № 173-ФЗ «О валютном регулировании и валютном контроле».

31. Закон РФ от 27.11.1992 г. № 4015-И «Об организации страхового дела в Российской Федерации».

32. Федеральный закон от 08.12.2003 г. № 164-ФЗ «Об основах регулирования внешнеторговой деятельности».

## **Официальные программные документы и отчеты, связанные с развитием финансовых рынков**

1. Концепция развития страхования в Российской Федерации. Одобрена распоряжением Правительства Российской Федерации от 25 сентября 2002 г. № 1361-р.
2. Стратегия развития банковского сектора Российской Федерации на период до 2008 года. Заявление Правительства Российской Федерации № 983п-П13 и Центрального Банка Российской Федерации № 01-01/1617.
3. Стратегия развития финансового рынка Российской Федерации на 2006–2008 годы. Утверждена распоряжением Правительства Российской Федерации от 1 июня 2006 г. № 793-р.
4. Основные направления единой государственной денежно-кредитной политики на 2006 год. М.: Банк России, 2005.
5. Основные направления единой государственной денежно-кредитной политики на 2007 год (проект). М.: Банк России, 2006.
6. Годовой отчет Банка России за 2005 г. М.: Банк России, 2006.
7. Статистические данные Министерства финансов РФ // <[www.minfin.ru](http://www.minfin.ru)>.
8. Платежный баланс и Внешний долг России за 2005 г. Материалы Банка России // <[www.cbr.ru](http://www.cbr.ru)>.



*Научное издание*

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

## **Финансовые рынки и экономическая политика России**

Под редакцией С.С. Сулакшина

**Работа выполнена при поддержке РГНФ.**

**Грант № 07-02-00141а**

Редактор *В.А. Лебедев*

Технический редактор *О.А. Середкина*

Художественное оформление *С.Г. Абелина*

Компьютерная верстка *О.П. Максимовой*

Корректор *Л.В. Ремова*



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

Наш адрес:

107078, Россия, г. Москва,  
ул. Каланчевская, д. 15, подъезд 1, этаж 5

Тел./факс: (495) 981-57-03,

981-57-04, 981-57-09

E-mail: [frpc@cea.ru](mailto:frpc@cea.ru)

[www.rusrand.ru](http://www.rusrand.ru)

*Сдано в набор 29.10.07 г.*

*Подписано в печать 11.12.07 г.*

*Формат 60×90 1/16. Усл. печ. л. 5,5.*

*Отпечатано в ООО «Типография Парадиз»*

*Тираж 1000 экз. Заказ 1147.*

