

Н.И. Берзон, д.э.н., профессор НИУ ВШЭ
А.И. Столяров, к.э.н., доцент НИУ ВШЭ
Т.В. Теплова, д.э.н., профессор НИУ ВШЭ

Российский финансовый рынок: вызовы, проблемы и перспективы

Глобальный экономический кризис 2007-2008гг., который охватил все страны, привел к углублению дисбалансов в сфере финансов, что наиболее остро проявилось в странах с сырьевой экономикой, включая Россию. Кризис в определенной мере сдул финансовый пузырь, надувавшийся в течение нулевых годов, но глобальные финансы настолько разбалансированы, что не все накопившие проблемы были разрешены во время кризиса. Для российской финансовой системы остались нерешенными проблемы валютного курса, высокой инфляции, низкая глубина проникновения современных финансовых отношений в деятельность компаний реального сектора экономики, недостаточный уровень развития финансовых инструментов и технологий, что не позволяет реализовать все потенциальные возможности финансового рынка для повышения инвестиционной активности компаний, без чего невозможно добиться экономического роста.

Особенностью нынешнего этапа развития российской экономики в целом, и финансовой системы в частности, является то, что одновременно проявились несколько негативных тенденций в экономике и финансовой сфере, приведших к углублению финансового кризиса. Совместное воздействие этих явлений похоронило надежды на быстрое восстановление экономики, как это было в 2009 году. Отчетливо проявляется тенденция сползания страны в стадию длительной стагнации, которая при неблагоприятном стечении обстоятельств, может перерасти в следующий кризис. Факторами, которые могут привести к кризису, являются:

- Исчерпание возможностей развития российской экономики по модели экономического роста, сложившейся в начале 2000-х годов, которая была основана на высоких ценах на углеводороды и другие сырьевые товары.
- Бюджетный дефицит, обусловленный снижением мировых цен на нефть и нефтепродукты, что вынуждает государство снижать бюджетные расходы. К сожалению, политика секвестра бюджета реализуется сокращением расходов в социальной сфере, что сокращает доходы населения, а соответственно и потребительский спрос. При этом увеличиваются расходы на оборону, которые не дают мультипликативного эффекта для развития экономики.

- Высокий уровень инфляции, которая в 2015 году вновь стала двухзначной. Опасна не сама инфляция, а ее уровень по сравнению с другими странами, которые являются торговыми партнерами. Для России – это, прежде всего Европейский союз, на долю которого приходится 50% торгового оборота, где уровень инфляции не превышает 2%. Разница в уровне инфляции согласно паритету покупательной способности неизбежно должна перекрываться изменением валютного курса. Для того чтобы обеспечить конкурентоспособность российских товаропроизводителей Центральный Банк рано или поздно вынужден проводить ослабление рубля.

- Обострение геополитической ситуации, введение экономических санкций и ответных антисанкций оказывает существенное влияние на финансовую систему. Ограничение на кредитование некоторых российских компаний и банков привело к сокращению притока иностранного капитала в Россию, что осложнило для них выполнение обязательств по ранее полученным кредитам и займам. Ограничение притока капитала и возросшие риски привели к удорожанию стоимости заимствования за рубежом на два процентных пункта.

Внешние факторы, связанные с падением цен на нефть и введением санкций, а также внутренние факторы, связанные с высокой инфляцией, оказывают существенное влияние на валютный курс, что впоследствии может привести к валютному кризису. Состояние экономики оказывает влияние на финансовые рынки, но при этом следует отметить, что финансовая система не просто является производной от экономики, но и способна воздействовать на темпы экономического развития.

Структура финансового сектора России

Российская финансовая система в гипертрофированном виде воспроизводит германскую (континентальную) модель построения финансового рынка, в которой главенствующую роль играет банковский сектор, об этом убедительно свидетельствуют данные о структуре финансовых активов России.

Таблица 1. Структура финансового сектора Российской Федерации

Финансовые институты	Финансовые активы			
	2005		2015	
	<i>трлн. руб.</i>	<i>%</i>	<i>трлн. руб.</i>	<i>%</i>
Банк России	3,4	28,8	32,9	28,1
Коммерческие банки	6,9	58,5	77,7	66,4

Страховые компании	0,5	4,2	1,3	1,1
Негосударственные пенсионные фонды	0,2	1,7	2,2	1,9
Паевые инвестиционные фонды	0,2	1,7	2,1	1,8
Профессиональные участники рынка ценных бумаг	0,6	5,1	0,8	0,7
Итого	11,8	100,0	117,0	100,0

Примечание: На основе данных ЦБ РФ

За прошедшее десятилетие финансовые активы выросли в 10 раз. Доминирующую роль в финансовой системе страны играли и играют коммерческие банки, при этом их роль в финансовой системе возрастает. Их доля в финансовых активах страны выросла с 58,5% до 66,4%. Если учесть активы Центрального Банка, то суммарные активы банковского сектора составляют более 90% всех активов финансового сектора. Остальные сегменты финансового рынка занимают ничтожно малую величину, что отражает общую неразвитость российского финансового рынка. Структурный дисбаланс финансовой системы приводит к ограниченному набору финансовых инструментов, которые могут быть предложены участникам рынка. Круг финансовых инструментов является весьма узким и доступен в основном крупным компаниям. Для малого и среднего бизнеса эмиссия акций и облигаций с целью привлечения капитала в компанию является дорогостоящей процедурой.

В принципе банковская модель построения финансовой системы имеет право на существование, о чем свидетельствует опыт Германии, Франции, Австрии и других европейских стран, где основными поставщиками финансовых ресурсов являются банки. Доля банков в финансовых активах в этих странах составляет 60-70% и имеет тенденцию к снижению, тогда как в России наблюдается противоположное движение.

1. Банковский сектор

Особенностями развития банковского сектора в России являются высокий уровень концентрации капитала, централизация финансовых потоков, большая степень влияния государства на движение финансовых потоков через банки с государственным участием, низкий уровень

конкуренции. Рассматривая эти факторы более детально, можно отчетливо видеть те дисбалансы и негативные тенденции, которые складываются в банковском секторе России.

Территориальная концентрация капитала характеризуется данными, представленными в таблице 2 о числе банков в разрезе федеральных округов.

Таблица 2. Динамика изменения общего количества действующих в России банков и небанковских кредитных организаций (НКО) в разрезе федеральных округов

	Федеральный округ	Количество действующих банков и НКО в России на начало года							
		2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
1.	Центральный федеральный округ	632	621	598	585	572	564	547	504
	г.Москва	555	543	522	514	502	494	489	450
2.	Северо-западный федеральный округ	81	79	75	71	69	70	70	64
3.	Южный федеральный округ	118	115	113	47	45	46	46	43
4.	Северо-кавказский федеральный округ	-	-	-	57	56	50	43	28
5.	Приволжский федеральный округ	134	131	125	118	111	106	102	92
6.	Уральский федеральный округ	63	58	54	51	45	44	42	35
7.	Сибирский федеральный округ	68	68	62	56	54	53	51	44
8.	Дальневосточный федеральный округ	40	36	31	27	26	23	22	22

9.	Крымский федеральный округ	-	-	-	-	-	-	-	2
Итого	По Российской Федерации	1 136	1 108	1 058	1 012	978	956	923	834

Примечание: На основе данных ЦБ РФ

Представленные данные свидетельствуют о крайне неравномерном распределении кредитных организаций по территории страны. Более 60% банков и небанковских кредитных организаций (НКО) расположены в Центральном федеральном округе, их число составляет 504 из общего количества 834 банка и НКО. При этом более половины (450 банков и НКО) находятся в Москве. Такое территориальное распределение кредитных организаций полностью соответствует политике централизации финансовых потоков и концентрации капитала в центре. С этой точки зрения Москва действительно является финансовым центром. Наблюдается устойчивая тенденция к усилению централизации капитала, что проявляется в более интенсивном сокращении числа региональных банков. Если за 2008-2015гг. общее число банков и НКО сократилось на 27%, то в Южном федеральном округе – на 64%, в Уральском и Дальневосточном округах – на 45%.

Сокращение числа кредитных организаций проявляется в постепенном вымывании небольших региональных банков. Последние годы развития банковского сектора России характеризуются ужесточением контроля со стороны Центрального банка за деятельностью коммерческих банков и повышением требований в величине уставного капитала банков. При невыполнении требований регулятора происходит отзыв лицензии у банка и его последующая ликвидация. Проведенный анализ показывает, что количество банков и небанковских кредитных организаций (НКО) в России за последние годы постоянно снижается.

Динамика сокращения числа банков НКО за период с 2001г. по настоящее время представлена в таблице 3.

Таблица 3. Количество банков и НКО на начало года

Дата	Количество банков и НКО в России на выбранную дату	В т.ч. количество банков в Москве
01.01.2001 г.	1311	578
01.01.2002 г.	1319	620
01.01.2003 г.	1329	645
01.01.2004 г.	1329	661
01.01.2005 г.	1299	656
01.01.2006 г.	1253	631
01.01.2007 г.	1189	593
01.01.2008 г.	1136	555
01.01.2009 г.	1108	543
01.01.2010 г.	1058	522
01.01.2011 г.	1012	514
01.01.2012 г.	978	502
01.01.2013 г.	956	494
01.01.2014 г.	923	489
01.01.2015 г.	834	450
01.01.2016 г.	733	439

Примечание: На основе данных ЦБ РФ

Сокращение числа банков обусловлено действием двух основных факторов. Во-первых, отзыв лицензий идет у банков, которые не соблюдают требования регулятора и нарушают действующее законодательство. Во-вторых, на сокращение числа банков существенное влияние оказывает процесс слияния и укрупнения банков. Это связано с тем, что Центральный банк проводит целенаправленную политику по укрупнению банков, добиваясь этого через механизм повышения требований к размеру уставного капитала банков. Если в 2010 году минимальный размер уставного капитала для банка был установлен в размере 90 млн. руб., то с 01.01.2012 года он был

повышен в 2 раза до 180 млн. руб., а с 01.01.2015 года уставный капитал должен быть не менее 300 млн. руб.

В настоящее время в России насчитывается большое число мелких банков. Из общего количества функционирующих банков только половину можно отнести к крупным банкам, которые соответствуют требованиям ЦБ РФ по величине уставного капитала.

Представленные в таблице 4 данные о группировке банков по величине уставного капитала свидетельствуют, что на 01.01.2015 года только 419 банков, т.е. только половина банков, имеют уставный капитал, который соответствует требованиям Банка России. Еще 212 банков имеют уставный капитал, близкий к установленному нормативному значению, и для них реально довести имеющийся уставный капитал до необходимого размера. Перед остальными банками стоит проблема выбора дальнейшего пути развития.

Таблица 4. Группировка банков по величине уставного капитала

Размер уставного капитала	Количество банков на 1 января					
	2010	2011	2012	2013	2014	2015
От 10 млрд. руб. и выше	21	22	22	23	25	27
От 1 до 10 млрд. руб.	128	133	143	154	161	163
От 500 млн. до 1 млрд. руб.	109	103	114	123	116	111
От 300 до 500 млн. руб.	350	98	101	95	116	118
Менее 300,0 млн. руб.	450	656	598	561	505	415
Всего	1058	1012	978	956	923	834

Примечание: На основе данных ЦБ РФ

Учитывая требования Центрального банка к размеру уставного капитала, мелкие и средние банки должны будут выбрать один из следующих вариантов своего развития:

- Пополнение своего уставного капитала, если у собственников банка есть дополнительные финансовые ресурсы;
- Объединение с другим банком, чтобы совокупный уставный капитал соответствовал требованиям Центрального банка;
- Поглощение мелкого или среднего банка более крупным игроком;
- Ликвидация банка в связи с невозможностью соблюдения требований Банка России по величине уставного капитала.

В результате следует ожидать, что в ближайшие 2 года число банков сократится до 500-600 организаций, которые будут иметь обширную сеть филиалов в регионах, сформированную за счет лишившихся лицензии банков и их филиальной сети. Общее количество банков, филиалов, отделений, которые будут оказывать услуги населению и юридическим лицам, по все видимости, не уменьшится. Но существует реальная угроза снижения качества предоставляемых услуг в связи со снижением конкуренции. Мировая практика свидетельствует, что небольшие банки могут эффективно функционировать и оказывать качественные услуги. Главное, чтобы банк нашел свою нишу на рынке банковских услуг и работал без нарушения законодательства.

Например, в Швейцарии мирно сосуществуют крупные и мелкие банки, которых очень много, но каждый имеет своих клиентов и занимает определенную нишу. По данным Федеральной корпорации страхования вкладов (FDIC) в США на начало 2014 года работало 6 812 банков, среди которых много мелких региональных банков.

Концентрация капитала в крупнейших банках. Центральный банк ведет систематический контроль за крупнейшими банками России, которые являются системообразующими, и их финансовое состояние во многом определяет устойчивость всей финансовой системы страны. С этой целью Банк России выделяет 30 крупнейших банков. По состоянию на 1 июля 2015

года список из 30 крупнейших банков Российской Федерации включал в себя 24 банка из Москвы, 3 банка из Санкт-Петербурга и по одному банку из Республики Татарстан, Амурской области и Свердловской области (таблица 5).

Таблица 5. Список крупнейших банков РФ на 01.07.2015г.

№	Наименование банка	Субъект Российской Федерации
1	ОАО "АК БАРС" БАНК	Республика Татарстан
2	АО "АЛЬФА-БАНК"	Москва
3	ОАО "Банк Москвы"	Москва
4	АО "Банк Русский Стандарт"	Москва
5	ПАО "Банк "Санкт-Петербург"	Санкт-Петербург
6	ПАО "БИНБАНК"	Москва
7	Банк "Возрождение" (ПАО)	Москва
8	ПАО КБ "Восточный"	Амурская область
9	Банк ВТБ (ПАО)	Санкт-Петербург
10	ВТБ 24 (ПАО)	Москва
11	Банк ГПБ (АО)	Москва
12	ПАО "МДМ Банк"	Москва
13	ОАО "МИНБ"	Москва
14	ОАО "МОСКОВСКИЙ КРЕДИТНЫЙ БАНК"	Москва
15	АО "Нордеа Банк"	Москва
16	ПАО "Промсвязьбанк"	Москва
17	АО "Райффайзенбанк"	Москва
18	ПАО РОСБАНК	Москва
19	ОАО "Россельхозбанк"	Москва
20	ОАО "АБ "РОССИЯ"	Санкт-Петербург
21	ОАО "Сбербанк России"	Москва
22	ПАО АКБ "Связь-Банк"	Москва
23	АО "СМП Банк"	Москва
24	АО КБ "Ситибанк"	Москва
25	ОАО "УРАЛСИБ"	Москва
26	ПАО КБ "УБРиР"	Свердловская область
27	ПАО Банк "ФК Открытие"	Москва
28	ПАО "Ханты-Мансийский банк Открытие"	Москва
29	ООО "ХКФ Банк"	Москва
30	АО ЮниКредит Банк	Москва

Примечание: На основе данных ЦБ РФ

Банковский сектор России характеризуется высокой степенью концентрации капитала. Первые 30 банков составляют всего 3,6% от общего числа кредитных организаций. Однако эти банки владеют подавляющей частью банковских активов. Активы 30 крупнейших кредитных организаций

составляют 57 043 млн. руб. в общей сумме активов кредитных организаций, которая равняется 73 513 млн. руб., т.е. доля активов крупнейших банков составляет около 78% всех активов банковского сектора. Уровень концентрации банковских активов рассчитывается как отношение суммы активов крупнейших банков в общей сумме активов банковского сектора и составляет для 30 крупнейших банков 77,5%, а для 200 крупных банков – 96%.

Агрегированный балансовый отчет 30 крупнейших банков и всех банков Российской Федерации представлен в таблице 6.

Таблица 6. Уровень концентрации в банковском секторе

Группировка банков	Количество банков		Активы	
	Число банков	%	Млрд. руб.	%
Крупнейшие банки	30	3,6	57 043	77,6
Крупнейшие и крупные банки	200	24,0	70 540	96,0
Прочие банки	634	76,0	2 973	4,0
Всего	834		73 513	

Примечание: На основе данных ЦБ РФ

Политика Центрального банка, направленная сокращение числа банков, помимо концентрации активов привела к тому, что увеличилась доля тридцати крупнейших банков в общем объеме кредитования страны (рис.1).

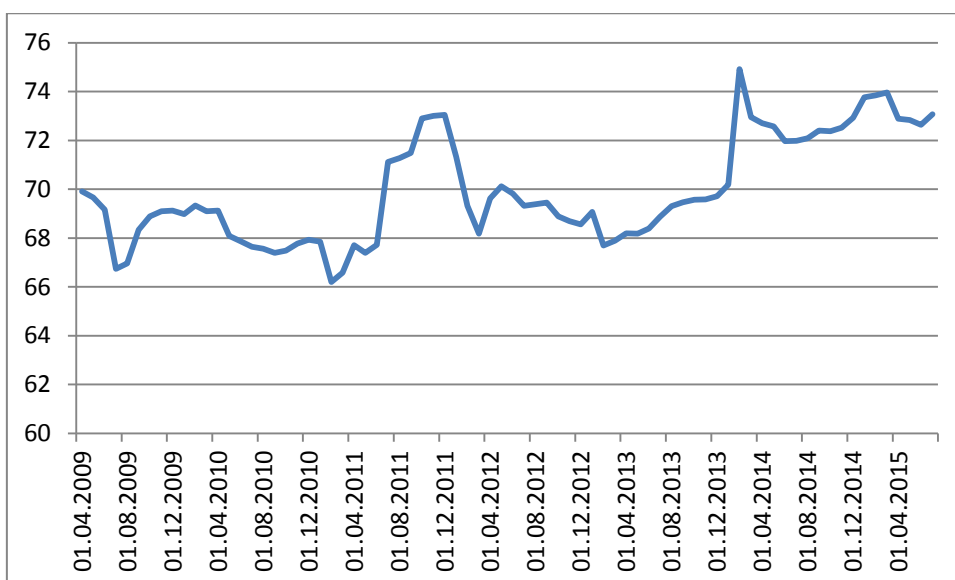


Рис. 1. Доля кредитования 30-ю крупнейшими банками в общем объеме кредитования, (на основе данных ЦБ РФ)

Концентрация активов в крупнейших банках сопровождается усилением влияния государства в банковском секторе, а через банки государство оказывает влияние на компании реального сектора экономики.

Банки как институты развития или агенты влияния. В экономической литературе достаточно длительное время ведутся научные дискуссии относительно сравнительных преимуществ государственной и частной собственности. В теоретических исследованиях можно выделить два диаметрально противоположных подхода к оценке вмешательства государства в экономическую деятельность.

Первый подход базируется на концепции развития, суть которой заключается в том, что участие государства в решении экономических задач объективно необходимо. В любой момент времени в экономике есть ключевые направления развития, от реализации которых зависит благополучие общества. Поэтому государство способно, руководствуясь общественными, а не частными интересами выделить ключевые точки развития и направить на решение этих задач необходимые финансовые ресурсы. Помимо этого государство способно создать благоприятные экономические условия для развития соответствующего сегмента экономики

путем предоставления налоговых преференций и снижения административных барьеров. В результате этого государство компенсирует институциональную неэффективность частного бизнеса, преследующего собственные интересы в ущерб общественным, стимулирует совокупный спрос, что обеспечивает экономический рост.

Согласно теории развития существуют объективные факторы, обуславливающие необходимость активного участия государства в экономической деятельности.

Во-первых, государство способно обеспечить совпадение интересов бизнеса и общества. В связи с тем, что целью деятельности компаний с государственным участием не является максимизация прибыли, то данные предприятия будут функционировать в общественных интересах.

Во-вторых, государство должно контролировать деятельность естественных монополий, так как при отсутствии такого контроля данные монополистические структуры будут действовать в интересах частного бизнеса, что снижает эффективность общественного производства. Поэтому участие государства в капитале естественных монополий способно снять эту проблему и направить их деятельность в русло общественных интересов.

В-третьих, в условиях глобализации экономики усиливается международное разделение труда и идет интенсивное трансграничное перемещение товарных и финансовых потоков. В этих условиях государство, по мнению сторонников данной концепции должно защищать национальный рынок путем прямого участия в капитале компаний для нейтрализации негативных внешних эффектов.

В-четвертых, существует так называемая агентская проблема, обусловленная наличием информационной асимметрии. Рассматривая проблему в данном контексте, авторы данной теории в качестве принципала рассматривают общество, а в качестве агента – частный бизнес. В силу того

что стороны обладают разной степенью информированности о состоянии дел и ведении бизнеса в частном секторе, то контроль за деятельностью коммерческих фирм затруднен, и получить объективную информацию весьма проблематично. Поэтому прямое участие государства в деятельности таких компаний необходимо, что позволит согласовать интересы агента и принципала.

Сторонники активного вмешательства государства в экономическую жизнь на основании сравнительного анализа деятельности частных и государственных предприятий показывают, что последние функционируют более эффективно. При этом авторы отмечают, что это касается компаний, аффилированных с органами государственной власти. В исследовании (Karas et al., 2010)¹, посвященном анализу российского банковского сектора, показано, что по уровню рентабельности банки с государственным участием превосходят российские частные банки. На основе этого делается вывод, что в странах, где институциональная среда развита недостаточно, участие государства в экономической жизни способствует повышению эффективности общественного производства. Однако авторы обходят тот факт, что эта эффективность во многом обусловлена получением этими компаниями различного рода преференций от государства в виде более дешевых финансовых ресурсов, более выгодных заказов, обслуживанием государственных финансовых потоков и т.д.

Уязвимость позиций сторонников теории роста, который, их мнению, обеспечивается за счет эффективной деятельности государственных компаний, заключается в том, что более высокая эффективность этих компаний во многом обусловлена мерами прямой и косвенной поддержки госпредприятий со стороны регионального и центрального правительств. В России этот эффект достигается также тем, что падает доверие населения к частным банкам в связи с регулярным отзывом у них лицензий. Размещение

¹ Karas, A., Schoors K., Weill L. (2010), Are Private Banks More Efficient than Public Banks? Evidence from Russia, The Economics of Transition, 18/1

средств на депозитах в частных банках рассматривается населением как рискованная операция, и чтобы снизить риски инвестирования вкладчики переходят на обслуживание в государственные банки, что позволяет банкам снижать процентные ставки по депозитам. За счет этого они получают конкурентные преимущества по сравнению с частными банками.

Второй подход основывается на теории политических интересов, когда находящаяся у власти элита реализует неэффективные с общественной точки зрения проекты, но имеющие важное для данной политической элиты значение. За счет концентрации ресурсов общества на решении политически значимых проектов государство решает сиюминутные задачи в ущерб долгосрочным целям развития общества.

Сторонники данной концепции утверждают, что государственная собственность используется с меньшей эффективностью, чем частная, что обусловлено следующими факторами.

Во-первых, для реализации политических задач, возлагаемых на предприятия с государственным участием, государство назначает на руководящие посты в компанию менеджеров, исходя из их политической лояльности, не по признаку их квалификации. Зачастую позиции менеджеров занимают отставные чиновники. По причине низкой квалификации менеджеров в государственных компаниях часто принимаются неэффективные управленческие решения.

Во-вторых, проработав некоторое время в такой компании, менеджеры занимают оппортунистическую позицию по отношению к собственнику и начинают работать исходя из личных интересов, а не интересов общества.

В-третьих, имея возможность достаточно легко получить государственное финансирование, а также учитывая то, что главным побудительным мотивом деятельности не является максимизация прибыли, у

менеджеров госкорпораций нет веских стимулов бороться за снижение издержек.

В-четвертых, работая в нерыночных условиях, у менеджеров государственных предприятий притупляется чувство риска и ответственности за принимаемые решения, так как в случае провала собственник всегда поможет. Но эта помощь осуществляется за средств налогоплательщиков, то есть перекладывается на общество. Вместо того чтобы решать проблемы общества и обеспечивать экономический рост, госкорпорации требуют помощи от общества для предупреждения банкротства, что приводит к противоположному результату. Поддерживая неэффективно работающие предприятия, государство наоборот сдерживает экономический рост.

В-пятых, решая политические задачи, госкомпании подвержены влиянию неэкономических стимулов, что проявляется в излишней занятости для предотвращения безработицы, высокой себестоимости продукции, реализуемой не по рыночным ценам.

В работах Стиглица², Шлейфера³, Вишны⁴ и других авторов убедительно доказывается, что компании с государственным участием работают менее эффективно, чем частные предприятия. По этой причине деятельность госкомпаний должна быть ограничена.

Рассматривая масштабы участия государства в отраслевом разрезе, следует подчеркнуть, что в России в наибольшей степени государство контролирует финансовый сектор через участие в капитале банков напрямую или косвенным путем через подконтрольные структуры. В отличие от других секторов экономики (например, промышленности), где доля государства за

² Stiglitz, J.E. (1993), The role of the state in Financial Markets, Proceedings of the World Bank Annual Conference on Economic Development, Washington D.C., International Bank for Reconstruction and Development/World Bank

³ Shleifer A. (1998), State versus private ownership, Journal of Economic Perspectives, 12

⁴ Shleifer A., Vishny R. (1994), Politicians and firms, Quarterly Journal of Economics, 109

последние годы постепенно снижалась, в банковском секторе доля государства не только не сократилась, а увеличилась. Если до кризиса 1998 года доля государственных и полугосударственных банков составляла около 30%, то в настоящее время она по косвенным оценкам с учетом участия государственных компаний и организаций в капитале банков составляет более 60%.

Для стран СНГ и Восточной Европы характерно постепенное сокращение государственного участия в банковском секторе. В большинстве государств, доля которых составляет около 70% от общего количества стран СНГ и Восточной Европы, участие государства в банковском секторе не превышает 10% всех банковских активов. Только у четырех стран (Россия, Беларусь, Узбекистан, Туркменистан) доля государства в банковской сфере составляет более 50%. При этом следует отметить высокий уровень концентрации банковских активов в ограниченном количестве государственных и полугосударственных банков. В 10 крупнейших российских банках, контролируемых государством (без учета Внешэкономбанка), сосредоточено около 55% банковских активов.

Стремление государства контролировать банковский сектор объясняется тем, что для государства банки являются агентами влияния. Формально они рассматриваются как банки развития, фактически они являются агентами влияния через которые государство проводит свою политику по финансированию мероприятий в области экономического и социального развития, обороноспособности. Государственные банки также рассматриваются как стабилизирующие институты в условиях кризисных ситуаций.

Банки с иностранным участием в капитале. Отдельную категорию составляют банки с участием нерезидентов в капитале банка. Несмотря на риски, российский финансовый рынок привлекателен для нерезидентов своей масштабностью (численностью населения, количеством компаний, высоким

размером трансграничных операций и др.), а также высоким уровнем доходности. В 2015 году в России функционировало 220 банков с участием иностранного капитала, из них действовало 73 банка со 100-процентным участием нерезидентов в капитале банка.

В таблице 7 представлены данные по степени участия нерезидентов в банковской системе России по количеству кредитных организаций с участием иностранного капитала и величине уставного капитала.

Таблица 7. Показатели участия нерезидентов в банковской системе России

Показатели	Кол-во кредитных организаций с участием нерезидентов	Темп прироста, %	Доля нерезиденто в в совокупном УК банков, %	Темп прироста, %
01.01.2005	131		6,19	
01.01.2006	136	3,817	11,15	80,129
01.01.2007	153	12,500	15,9	42,601
01.01.2008	202	32,026	25,08	57,736
01.01.2009	221	9,406	28,49	13,596
01.01.2010	226	2,262	24,53	-13,900
01.01.2011	220	-2,655	28,1	14,554
01.01.2012	230	4,545	27,7	-1,423
01.01.2013	246	6,957	26,13	-5,668
01.01.2014	251	2,033	26,42	1,110
01.01.2015	225	-10,359	21,68	-17,941
01.04.2015	220	-2,222	20,87	-3,736

Примечание: На основе данных ЦБ РФ

Представленные данные свидетельствуют, что в период бурного экономического роста российской экономики нерезиденты активно инвестировали в банковский сектор, в результате чего доля нерезидентов в совокупном уставном капитале всех российских банков возросла с 6% в 2005 году до 28% на начало 2009 года. Разразившийся экономический кризис и последующая стагнация российской экономики снизили интерес нерезидентов к участию в работе банковского сектора, что привело к

снижению доли нерезидентов в совокупном уставном капитале банков до 21% в 2015 году.

2. Развитие облигационного рынка

Рынок облигаций является одним из каналов перераспределения финансовых ресурсов от домохозяйств компаниям реального сектора экономики. Проведенный анализ показывает, что сложившиеся на текущий момент каналы либо не достаточны (например, облигационный рынок, рынок акций), либо несбалансированны (например, гарантия по банковским вкладам и льготное налогообложение по подоходному налогу делает канал банковского перераспределения более предпочтительным по сравнению с облигационным рынком).

Главная проблема – отсутствие сигналов о заинтересованности государства (и экономики в целом) в обеспечении достаточной отдачи на вложенный капитал у участников рынка (населения и частных компаний). Яркий пример – индексируемые на инфляцию облигации Минфина, экспериментально выпущенные в 2015г, на которые фиксировался огромный спрос со стороны финансовых посредников (например, НПФ). Но по 2016г Минфин не торопится повторять эксперимент, отражая мнение государства, что данные облигации слишком дороги для эмитента. До сих пор не решены и вопросы уравнивания по налогообложению доходов от банковских депозитов и корпоративных облигаций (по государственным облигациям держатели не платят налог на процентный доход и доход от роста цены).

Почему так сложно привлечь участников (инвесторов) на облигационный рынок?

Если в 2013 г. вложения в корпоративные рублевые облигации РФ были достаточно выгодными для инвесторов (годовая доходность индексов корпоративных облигаций MICEX CBI TR превысила темп инфляции на 2% (Табл. 8), хотя доходность индекса государственных облигаций CBONDS GBI RU и индекса ММВБ оказалась ниже темпа инфляции), то в 2014-2015гг.

картина кардинально изменилась. По итогам 2014 года инвестиции в государственные и корпоративные облигации, а также в акции российских компаний оказались убыточными. На рынке корпоративных рублевых облигаций инвесторы потеряли 1,43% вложений, на рынке ГКО-ОФЗ – 14,68%, на рынке акций – 7,15% (табл. 8). Значительно выросла волатильность годовой доходности облигационных индексов и индексов акций. По 2014 г. рекордную доходность продемонстрировали вложения в доллар США - 71,9% годовых. Аналогичная ситуация сохранялась и по 2015г - наиболее привлекательной стратегией оставалась стратегия инвестирования в валюту. Хотя облигации уже стали достойно конкурировать с валютой. В 2015 г. в отличие от 2014 г. доходность как индексов государственных и корпоративных облигаций, так и индекса ММВБ оказалась положительной и превысила темп инфляции. При этом наибольшую доходность продемонстрировал индекс CBONDS GBI RU – 30,98% годовых, что на 18% выше темпа инфляции. Для сравнения, доходность вложений в доллар США для российских инвесторов составила по 2015 году 29,5% годовых.

Таблица 8. Доходность и волатильность доходности различных инструментов российского финансового рынка в 2013–2015 гг.

Индекс / Показатель	Годовая доходность, %			Волатильность годовой доходности, %		
	2013 г.	2014 г.	2015 г.	2013 г.	2014 г.	2015 г.
Индекс корпоративных облигаций MICEX CBI TR	8,81	-1,43	18,3	0,7	4,8	4,92
Индекс государственных облигаций CBONDS GBI RU	4,37	-14,68	30,98	3,62	13,23	8,93
Индекс ММВБ	1,99	-7,15	26,12	15,97	23,43	20,16
Темп инфляции (справочно)	6,8	7,8	12,9	—		

Источники: Московская биржа, CBONDS, Росстат, собственные расчеты

В 2014-2015гг по сравнению с 2013г существенно выросла стоимость денег на российском рынке. В 2013 г. средневзвешенная доходность к

погашению рублевых корпоративных облигаций, включенных в индекс MICEX CBI TR, изменялась в диапазоне от 7,4% до 8,6%, государственных облигаций в составе индекса CBONDS GBI RU – в диапазоне от 6,4% до 7,7%. С марта 2014 г. в связи с обострившейся геополитической ситуацией доходность к погашению рублевых облигаций начала расти. В октябре 2014 г. на фоне падения цен на нефть, ослабления рубля к доллару США и евро доходность рублевых корпоративных облигаций в составе индекса MICEX CBI TR превысила 11%, а в декабре 2014 г. достигла 16% (после увеличения ключевой ставки Банка России до 17%). Средневзвешенная доходность государственных рублевых облигаций, включенных в индекс CBONDS GBI RU, в декабре 2014 г. повысилась до 16,1%. Хотя с середины 2015г ставки доходности облигационного рынка стали снижаться, но в целом по году уровни доходности рублевых корпоративных облигаций и государственных значительно превышали уровни доходности, сложившиеся на рынке в докризисном периоде (2010- первая половина 2014 г.). Крупнейшие эмитенты облигаций пользовались снижением ставок и досрочно погашали облигационные выпуски с опционами колл (например, «Газпром нефть» на 20 млрд руб. в 2015г и на 10 млрд руб. в январе 2016г).

В связи с закрытием в 2014 г. рынка внешнего кредитования для ведущих российских компаний и обесценением рубля, российские корпорации получили стимул к увеличению объемов заимствований на внутреннем облигационном рынке (рублевом). В то же время для эмитентов рублевых облигаций возросла стоимость фондирования. За 2014 г. объем рынка обращающихся рублевых государственных облигаций (ГКО-ОФЗ) увеличился с 5,6% до 6,6% ВВП и сохранился на этом уровне в 2015г., что связано с политикой ограничения роста государственного долга. Аналогично не росли и муниципальные облигации (их уровень сохранился в 0,8% ВВП по 2014 и 2015гг). Рынок рублевых корпоративных облигаций вырос с 7,8% до 9,3% ВВП по 2014г и достиг 10,9% ВВП по результатам 2015 года. Таким образом, на начало 2016 года рынок рублевых корпоративных облигаций

(КО) превысил 8 трлн рублей (1 195 выпусков находились в обращении), государственных (ГКО-ОФЗ) – 4, 49 трлн рублей, а муниципальных – 576 млрд рублей.

Несмотря на отмечаемый рост, на фоне конкурентов глобального рынка облигационный рынок РФ выглядит крайне скромно (табл.9).

Таблица 9. Рынок облигаций в % к ВВП в национальной валюте

Страна	2006г.	2013г.
Бразилия	45,1	20,0
ЮАР	23,6	26,0
Индия	10,4	15,1
Китай	4,3	22,0
Россия	3,3	8,3

Источник: Thomson Reuters (Eikon & Datastream)

Несмотря на определенные изменения на глобальном рынке и на рост российского облигационного рынка, разрыв со странами-конкурентами за деньги глобального инвестора остается: по итогам 2013г доля облигационного рынка в национальной валюте в ВВП в России составила всего 8,3% и является минимальной среди всех стран БРИГС. Фиксируется отставание и по корпоративным облигациям в иностранной валюте (ориентированных на зарубежных инвесторов). Соотношение данного сегмента рынка облигаций и ВВП на начало 2016 года в России составило 9% от ВВВ, что явно ниже, чем 67% для Гонконга, от уровней в пределах 20-30% ВВП для Чили, Мексики и Сингапура, более 13% для Ю.Кореи, ЮАР, Малайзии и Бразилии.

На рынке еврооблигаций российских эмитентов в 2014 и 2015 г. наблюдалось снижение объемов. Так, если в декабре 2013 г. объем вторичного рынка корпоративных облигаций достигал \$181,8 млрд., то в декабре 2014 г. – \$165,9 млрд., а на начало 2016г опустился до \$139,1 млрд. Российские компании, включая банки, активно выкупали еврооблигации с

рынка в связи с выросшей дороговизной обслуживания из-за обесценения рубля (особенно при отсутствии валютной выручки). Объем новых размещений корпоративных еврооблигаций в 2014-2015 гг. значительно сократился по сравнению с 2013 г. и составил \$12,4 млрд. в 2014 г. и \$4,5 млрд. в 2015 г. По 2014-2015гг практически умер рынок синдицированного кредитования. Рынок государственных еврооблигаций также демонстрировал сужение, но не такое активное, как в частном секторе (в декабре 2013 г. объем обращающихся еврооблигаций достигал \$49,3 млрд., в декабре 2014 г. - \$48,2 млрд., в декабре 2015 г. - \$45,7 млрд.).

В 2014-2015гг на российском рынке произошло значительное снижение биржевого торгового оборота государственных, корпоративных и муниципальных облигаций и акций. Оборот рублевых государственных облигаций в 2014 г. уменьшился на 36% по сравнению с 2013 г., корпоративных облигаций – на 32%. Для инвесторов на российском облигационном рынке и рынке акций повысился риск ликвидности. Активность биржевых инвесторов переместилась на срочный рынок (деривативов) и на торговлю валютой и драгоценными металлами. По итогам января 2016г количество активных клиентских счетов на срочном рынке достигло своего максимального значения за весь период с начала торгов – 48159. Объем торгов производными финансовыми инструментами на Московской бирже в январе 2016 года вырос на 157,1% и составил 10,6 трлн рублей (4,1 трлн рублей в январе 2015 года). Суммарный объем торгов драгоценными металлами на Московской бирже в январе 2016 года вырос по сравнению с началом 2015г в 5,7 раза, составив 11,8 млрд рублей (биржевой оборот рублевых корпоративных и муниципальных облигаций в 2015 г. по сравнению с 2014 г. увеличился на 16,7% и 4%, соответственно). В 2015 г. биржевой оборот рублевых облигаций во всех сегментах рынка не превысил уровней 2011-2013 гг.

Формальные цифры роста рынка корпоративных облигаций порождают некую иллюзию благополучия. Но если посмотреть на срочность размещения

бумаг и динамику среднего (или медианного) объемов, отраслевую структуру рынка, структуру инвесторов, то становятся видны потенциальные риски системы.

Отраслевая структура рынка рублевых корпоративных облигаций такова, что преобладают облигационные выпуски банков и финансовых институтов (например, на начало 2016 года их доля в совокупном объеме новых размещений корпоративных облигаций достигает 77,3%). Высокая доля эмитентов в финансовом секторе характерна для развивающихся рынков капитала (например, доля таких эмитентов в Турции, Польше, Индии и Бразилии также превышает 70%). Но по ряду стран (Мексика, Ю.Корея, Китай) преобладают нефинансовые компании как эмитенты корпоративных облигаций, и нам представляется, что это более сбалансированная отраслевая структура. Еще один дисбаланс российского облигационного рынка - держателями облигаций также являются в основном банки (т.е. фиксируется закольцованность облигационного рынка).

Для российского рынка характерны короткие сроки размещения корпоративных облигаций – собственно именно это и толкало заемщиков на зарубежный облигационный рынок (средний срок размещения по еврооблигациям достигал 7 лет на фоне 3 лет для рынка рублевых внутренних облигаций). Преобладающая доля корпоративных облигаций (34%) имеет дюрацию до года. Хотя такая же ситуация наблюдается на рынках Турции, материкового Китая, Бразилии, но есть развивающиеся рынки, где преобладающее число обращающихся облигаций в национальной валюте находится по дюрации в отрезке более 4 лет. Например, Польша, Мексика, Сингапур. Для периода 2010-2015гг характерно вымывание с российского рынка облигаций новых размещений мелких заемщиков. Растут как номинальные объемы размещения (например, по 2015г ритейл Лента разместила облигации на 25 млрд рублей), так и размеры активов заемщиков при общем снижении числа эмитентов.

Падает доля корпоративных облигаций с плавающей процентной ставкой (хотя именно это и должно привлекать институциональных и рыночных инвесторов). Так, доля займов с плавающей ставкой по 2006г составила 7,1% от новых размещений на рынке корпоративных облигаций, а на 2014г сократилась до 4%. На польском рынке по 2013г доля таких облигаций составляла 28%, по Бразилии – 27,5%, по Мексике – 14,8%. Низки по РФ и доли конвертируемых облигаций, синдицируемых займов по сравнению с развитыми и развивающимися рынками.

Таким образом, основными проблемами российского облигационного рынка являются:

- неразвитость данного сегмента финансового рынка, что проявляется в узком наборе инструментов, используемых банками и компаниями для привлечения финансовых ресурсов. В России практически отсутствуют выпуски облигаций, доход по которым привязан к уровню инфляции, выпуски отзывных и конвертируемых облигаций, что связано с несовершенством российского законодательства;
- высокая стоимость заимствования финансовых ресурсов (особенно для малых и средних предприятий), которая существенно возросла в связи с применением финансовых санкций по отношению к России;
- короткие сроки обращения облигационных займов, что обусловлено высокой волатильностью российского финансового рынка и быстрой изменчивостью процентных ставок;
- низкая вовлеченность частных инвесторов для работы на рынке облигаций, что обусловлено, с одной стороны недостаточной финансовой грамотностью населения, которое плохо представляет себе возможности эффективного инвестирования на рынке облигаций, с другой стороны, налоговой дискриминацией доходов облигациям по сравнению с банковскими депозитами.

Для привлечения денег в экономику со стороны внутреннего инвестора через облигационный рынок необходимы следующие шаги:

1. Введение налоговых льгот на доход по корпоративным облигациям по аналогии с банковскими депозитами;
2. Мотивирование выпуска облигаций, индексируемых по урону инфляции;
3. Обязательство привлечения денег компаниями с государственным участием через облигационные выпуски, обращаемые на бирже в том же объеме, что и банковские заимствования (аналогично требованию двойного листинга).

Развитие рынка акций

Из всех сегментов российского финансового рынка именно рынок акций (фондовый рынок) является в последние годы самым отстающим. Причем эта ситуация сильно отличается от середины 00-ых годов, когда капитализация российского фондового рынка превышала 100% ВВП, была больше банковских активов в 5 раз. В последние годы доля российского фондового рынка в совокупной стоимости российских финансовых активов последовательно снижается. Капитализация российского фондового рынка на конец 2015 года составила 393 млрд. долларов или в рублевом эквиваленте – 29 трлн. рублей. Следует отметить, что в 2007 году капитализация российского фондового рынка была более 1 трлн. долл. Российский фондовый рынок по капитализации уступает не только большинству развитых рынков, не только таким большим рынкам как рынок Китая и Индии, но и фондовым рынкам Бразилии, Мексики, Индонезии, Малайзии, Южно-Африканской республики. Эти цифры сильно расходятся с целевыми показателями капитализации, которые содержатся в Стратегии развития финансового рынка Российской Федерации на период до 2020 года, где в качестве ориентира капитализации выступал уровень в 170 трлн. рублей к 2020 году.



Рис. 3. Доля фондового рынка в совокупной стоимости финансовых активов (данные Московской биржи и Центрального банка РФ)

В последние 5 лет происходило последовательное ухудшение показателей российского фондового рынка – снижался объем торгов на бирже, уменьшалось число эмитентов, падала доля российского фондового рынка по отношению к мировым и развивающимся рынкам, уменьшался коэффициент оборачиваемости (отношение объема торгов к капитализации), снижалось число эмитентов.



Рис. 4. Количество эмитентов на Московской бирже (данные Московской биржи)

Все это привело к тому, что стали происходить негативные процессы, ведущие к деградации фондового рынка. В 00-ые годы на фоне роста первичных размещений и появления новых эмитентов происходила

отраслевая диверсификация российского фондового рынка, уменьшалась доля 10 крупнейших эмитентов по капитализации и объемам торгов, что приводило к снижению уровня концентрации российского фондового рынка. В последние годы процессы диверсификация отраслевой структуры российского фондового рынка прекратились.

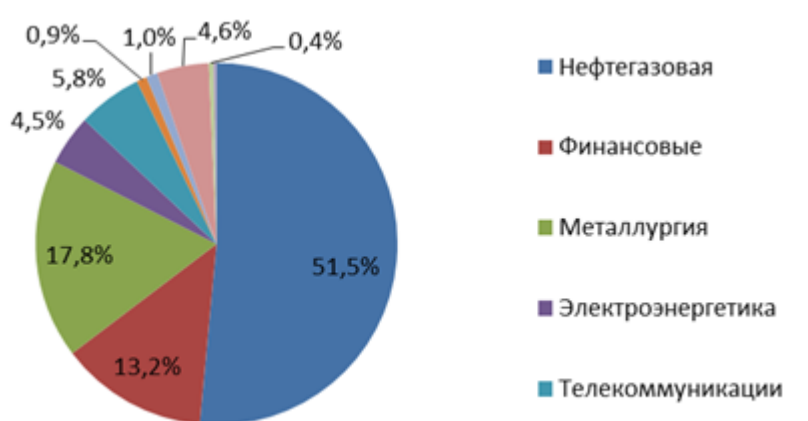


Рисунок 5. Отраслевая структура (по капитализации) российского фондового рынка (данные Московской биржи)

Все это привело к тому, что российский фондовый рынок потерял привлекательность как источник инвестиций для российских компаний. Резко упало число первичных и вторичных размещений акций российских компаний, упал их объем. В условиях и так сжавшегося рынка капитала фондовый рынок вообще перестал играть роль источника финансирования.



Рисунок 6. Доля капитала, привлеченного с рынка акций, по отношению к инвестициям в основной капитал (данные Московской биржи и Росстата)

Надо признать, что во многом тенденции в развитии отечественного финансового рынка связаны с внешними факторами. Проведенный эконометрический анализ факторов, влияющих на динамику капитализации российских корпораций, показал сильное влияние внешних факторов, связанных с сырьевым рынком. Негативное влияние на динамику российского фондового рынка оказало и падение интереса инвесторов вообще к развивающимся рынкам (что доказывает динамика индекса MSCI EM, отражающего динамику фондовых рынков развивающихся стран) на фоне замедления темпов экономического роста в развивающихся странах. Начиная с 2011 года, динамика индексов развивающихся стран проигрывает динамике фондовых индексов развитых стран. В тоже время интересно отметить, что проверка гипотезы о том, что динамика российского фондового рынка зависит от притока средств иностранных инвесторов, оказалась под вопросом. Проверка на причинность привела к выводу, что определяющим в этой паре являются темпы роста самого российского фондового рынка, а притоки средств иностранных инвесторов ориентируются на темпы роста отечественного фондового рынка. Негативное влияние на динамику российского фондового рынка оказали и введенные западными странами экономические санкции в отношении допуска российских компаний на развитые финансовые рынки.

Тем не менее, проведенный анализ показал, что негативная динамика связана не только с внешними факторами, но и с недостатками регулирования и институциональными особенностями российского фондового рынка. Что же мешает развитию российского фондового рынка и что нужно сделать для преодоления его отставания?

Во-первых, можно отметить, что создание мегарегулятора, объединение регулятивных функций в лице Центрального банка не сказалось

позитивно на динамике активов некредитных организаций и финансовых активов небанковского сектора. Последний проект развития российских финансовых рынков в большей степени ориентирован на регулятивные задачи, но ничего не говорит о стратегических задачах развития фондового рынка.

Во-вторых, одной из причин отставания фондового рынка от других сегментов российского финансового рынка является крайне неразвитая структура внутренних инвесторов в российские акции. Очень небольшая доля приходится на розничных инвесторов. На Московской бирже число открытых счетов для частных инвесторов составляет около 1 млн. человек, число активных инвесторов (совершающих операции хотя бы раз в год) составляло 65 тыс. человек. Причем в последние годы их число почти не растет.

Для более активного развития инвестирования со стороны частных инвесторов необходимо создать механизм страхования частных инвесторов от мошенничества (компенсационные фонды), увеличить сумму средств на индивидуальном инвестиционном счете до суммы, сопоставимой со страховкой по депозитам банков. Для развития облигационного рынка отменить налог на доходы для частных инвесторов в российские корпоративные облигации.

В-третьих, привлекательность инвестирования в российские акции сильно зависит от уровня корпоративного управления российских корпораций. С этой точки зрения предложения Центрального банка по совершенствованию корпоративного управления должны дать свои результаты.

В-четвертых, препятствует устойчивому росту российского фондового рынка и небольшой объем активов средств, находящихся под управлением российских институциональных инвесторов (пенсионных фондов, паевых инвестиционных фондов и страховых компаний). Пенсионные фонды показали существенный прирост активов пенсионных накоплений (рис.7), но

при этом непонятна дальнейшая судьба пенсионной реформы. Заморозка пенсионных накоплений делает невозможным прирост активов. С другой стороны, доля акций в портфеле активов пенсионных фондов составляла в 2014 году всего 6,9%, а основная доля приходилась на депозиты.



Рисунок 7. Стоимость чистых активов пенсионных накоплений
(данные компании Cbonds)

Центральный банк принимает определенные меры по изменению структуры инвестирования пенсионных накоплений. Он законодательно ограничил долю депозитов в портфеле пенсионных фондов, сделал более прозрачным их структуру, отменено требование показывать прибыль каждый год, изменен порядок вознаграждения. Но остается вопрос о сохранении накопительной части пенсионной системы. По оценкам Goldman Sacks, в случае сохранения накопительной части пенсионной системы у российского фондового рынка есть шансы повысить капитализацию в 3-4 раза в течение ближайших 5 лет.

Страховые компании накопили 1,5 трлн. страховых резервов. Но здесь проблема связана с большой долей фиктивных ценных бумаг в их портфеле, что препятствует их активному участию в инвестировании на фондовом рынке. Активы страховых компаний составляют незначительную величину на российском финансовом рынке. При этом большая часть активов сформирована благодаря системам обязательного государственного

страхования. Механизм предоставления услуг частным лицам и компаниям развит слабо.

Наконец, остаются паевые инвестиционные фонды, на которые в свое время возлагались большие надежды, но в итоге совокупная стоимость чистых активов открытых и интервальных паевых фондов не превышает 110 млрд. рублей, что делает их не самым крупным игроком на российском фондовом рынке. Все это делает актуальным действия регулятора по развитию внутреннего рынка коллективных инвестиций.

В-пятых, российский фондовый рынок нуждается в перезагрузке механизма первичного размещения акций. Необходима «история успеха» - проведение успешного IPO российских компаний, показавших значительный прирост стоимости акций после размещения (что позволит изменить негативное отношение к так называемым «народным IPO» Сбербанка, ВТБ и Роснефти). Этому должна способствовать реформа корпоративного управления (в том числе в государственных компаниях), создание механизма оценки эффективности деятельности менеджера в зависимости от роста капитализации компании.

В России почти отсутствует рынок компаний малой и средней капитализации, не проходят первичные размещения акций таких компаний. Для их стимулирования можно применить налоговые льготы в отношении компаний малой и средней капитализации, выходящих на IPO. Кроме того, для расширения глубины рынка надо активизировать работу в рамках ЕВРАЗЭС по привлечению на российский рынок эмитентов из стран бывшего СНГ.

Реализация этих мер позволит вывести российский фондовый рынок на путь развития, создаст основы для формирования внутреннего инвестора, вернет этому сегменту финансового рынка функцию одного из источников финансирования для растущих российских корпораций.

Заключение

Проведенный анализ показал, что недостатки и несбалансированность финансового рынка России обусловлены не только низким уровнем развития финансовых институтов и инструментов, а целым комплексом проблем экономического, управленческого и политического характера. Финансовый рынок России в настоящее время характеризуется чрезмерной централизацией финансовых ресурсов и концентрацией их в ограниченном числе государственных банков. Рынок облигаций, акций, паевых фондов находится в депрессивном состоянии. Финансовый рынок отражает те негативные процессы, которые происходят в экономике, системе управления и функционировании государственных институтов. Однако финансовый рынок способен оказать положительное влияние на развитие экономики, аккумулируя через рыночные механизмы финансовые ресурсы у тех экономических субъектов, которые обладают временно свободными денежными средствами, и направляя их в сектора, которые испытывают в них недостаток и способны наиболее эффективно их использовать. Для развития финансовых рынков и экономики в целом необходимо проведение комплексной реформы, которая охватывала бы все сферы общественных отношений и была бы направлена на развитие предпринимательской активности и сокращения доли государства в экономике и финансах.