

*Сергей Александрович Васильев,
председатель Комитета Совета Федерации РФ
по финансовым рынкам и денежному обращению*

Перспективы развития финансовых рынков в России

Доклад на XIV научной конференции РЭШ “Российские экономические и политические институты в процессе реформ”

В настоящее время Россия подошла к такому этапу развития, когда можно серьезно рассчитывать на довольно высокие темпы экономического роста. Если рост на рубеже, скажем 2000 г., был вызван девальвацией и повышенным спросом населения, то сейчас можно говорить о том, что в ближайшие годы двигателем роста будут инвестиции. С этой точки зрения развитие финансовых рынков в нашей стране представляется фактором фундаментальным, который может помочь добиться удвоения ВВП в ближайшие 10 лет. И хотя развитие финансового рынка — только одно из условий для решения этой задачи, условие это очень немаловажное.

Что мы сейчас имеем в этой сфере? Высокий уровень накоплений в российской экономике, высокий уровень оттока капитала за границу, низкий уровень прямых иностранных инвестиций и, соответственно, очень низкий уровень финансового посредничества. На мой взгляд, проблемы развития финансовых рынков в России существуют в трех сферах: на стороне источников финансирования; на стороне заемщиков и эмитентов; и в инфраструктуре финансовых рынков.

Основные резервы роста инвестиций и финансового рынка

Во-первых, это сбережения населения. В сегодняшней России пропорции формирования инвестиций сильно сдвинуты в сторону предприятий (самофинансирование). Сбережения населения принимают в этом очень небольшое участие, в основном через Сбербанк. Но Сбербанк, как банк государственный (по принадлежности контрольного пакета акций), не способен эффективно трансформировать сбережения населения в долгосрочные инвестиции. Если говорить о коммерческих банках, доля сбережений населения в которых довольно быстро растет, то тут есть другая проблема. Мало того, что у нас, как правило, депозиты в банках не долгосрочные, но у вкладчика есть еще и право снять деньги с депозита в любой момент; поэтому пассивы коммерческих банков не могут считаться вполне устойчивыми и долгосрочными.

Есть и другая, более фундаментальная проблема: насколько вообще банковский сектор пригоден для финансирования долгосрочных инвестиций в основной капитал. Исторически так сложилось, что банки кроме кредитных функций выполняют еще функции расчетные. Как только риски по кредитной стороне деятельности банка возрастают, это ставит под угрозу деятельность банка как расчетного института. Не случайно нормативы, которые устанавливает Центральный Банк РФ для инвестиционной деятельности коммерческих банков, довольно жесткие. Причем, в отличие от западноевропейских стран и США, уровни риска на стороне заемщика в России весьма высоки, особенно, как только мы выходим за пределы годового горизонта. В этих условиях банки не могут эффективно кредитовать основной капитал реального сектора, поэтому, как мне кажется, инвестиционная судьба России зависит именно от развития фондового рынка.

Во-вторых, это пенсионные накопления, которые в ближайшие пять лет могут стать очень мощным и быстро растущим резервом инвестиций. Проведение пенсионной реформы позволяет надеяться на то, что довольно большие средства пенсионных накоплений населения могут быть использованы для финансирования экономического роста в России. Однако интересы реального сектора и будущих пенсионеров противоречивы, так как главная цель пенсионной реформы — обеспечить сохранность пенсионных сбережений и накоплений. Очевидно, что государство будет жестко контролировать риски при инвестировании пенсионных денег, ограничивая возможности их широкого использования на фондовом рынке.

Пенсионная реформа представляется мне важной с другой точки зрения. Значительное количество российских граждан, я надеюсь, выберет в течение ближайших трех лет частные управляющие компании для инвестирования пенсионных накоплений и получит первый опыт управления своими инвестиционными портфелями. Пример Казахстана показывает, что переход из государственной управляющей компании в частные происходит очень быстро.

Непрозрачность российских предприятий как главная проблема на стороне заемщиков и эмитентов

Ни для кого не секрет, что большинство российских предприятий ведет двойную бухгалтерию. Однако уже на этапе, когда на предприятие приходит банк-кредитор, он требует раскрыть значительную часть информации. Когда же на предприятие приходит инвестор, то он для осуществления финансирования требует совершенно иного уровня прозрачности.

Другая сторона этой проблемы заключается в том, что обычное и писаное право в этой области сильно отличаются, и значительная часть прибыли предприятия изымается в виде полуполюгальной ренты менеджментом или собственником. Приход на предприятие стороннего инвестора-акционера взрывает все неформальные отношения, существовавшие на предприятии.

Фондовый рынок будет довольно плохо работать до тех пор, пока в обычное право не войдет отсутствующее сейчас понятие миноритарного акционера со всем комплексом прав и обязанностей, и не сблизятся максимально реальный и формальный — с точки зрения корпоративного права — механизмы управления предприятиями. Непрозрачность наших предприятий — это, конечно, препятствие для получения банковских кредитов, особенно долгосрочных, но, в гораздо большей степени, это препятствие для развития фондового рынка.

Инфраструктурные проблемы финансового рынка

На нашем финансовом рынке очень велики издержки регулирования. Надо сказать, что на первом этапе развития банковского сектора эти издержки были не таким значимым фактором. Сейчас, когда происходит уменьшение маржи при проведении пассивных и активных операций, банковский бизнес становится вовсе не таким прибыльным, как был, скажем, десять лет назад. При этом система регулирования только усложняется. Например, количество зачастую противоречащих друг другу инструкций Центрального Банка перешагнуло за 1600, причем единственным интерпретатором этих противоречий становится не суд, а менеджмент Центрального Банка.

Мне кажется, что с этими административными барьерами связана и проблема низкой капитализации российских банков: если банковский бизнес нерентабелен, то какой смысл вкладываться в него? Недокапитализированность банков — это важнейший фактор,

препятствующий экономическому росту, потому что относительно размеров российской экономики, — а они довольно велики, — банковская система просто ничтожно мала. Финансированием значительного числа интересных и рентабельных проектов в соответствии с нормативами, установленными Банком России, могли бы заниматься только два банка в нашей стране, Сбербанк и Внешторгбанк. Иногда, может быть, еще Росбанк, Альфа банк, то есть всего 4-5 банков. В то же время нет эффективного механизма синдицирования кредитов. Более того, нет необходимого уровня доверия между банками для совместного проведения кредитных операций.

Как должно развиваться регулирование финансового рынка?

Моя работа с правительством в последние два года в качестве парламентария говорит о том, что у правительства отсутствует концепция развития финансовых рынков. При разработке такой концепции, на мой взгляд, необходимо проводить различие между банковским сектором и фондовым рынком. Банки — это консервативный институт. Основная задача банков — добиться бесперебойного функционирования платежной и расчетной систем, поэтому регулирование может быть достаточно консервативным, с жестким контролем рисков.

Аналогичное жесткое регулирование на фондовом рынке совершенно неадекватно и уже стало фактором, сдерживающим развитие рынка и новых финансовых инструментов, которые на Западе появляются чуть ли не каждые полгода. Никто не сомневается в том, что нужен закон о производных финансовых инструментах, который никак не может быть принят потому, что каждое ведомство борется за то, чтобы регулировать этот рынок. При этом все очень хорошо понимают, что производные финансовые инструменты — это мощный рычаг для привлечения финансовых ресурсов в экономику, с одной стороны, и мощный потенциальный фактор развития финансовых кризисов в экономике, с другой стороны (так, кризис 1998 г. был в значительной мере связан с валютными форвардами).

Альтернативой жесткому регулированию на фондовом рынке является саморегулирование. Агенты фондового рынка действительно заинтересованы в том, чтобы вырабатывать и поддерживать определенные стандарты своей деятельности, которые бы обеспечивали доверие других экономических агентов.

Другая альтернатива состоит в раскрытии информации. Развитие интернета изменило ситуацию на рынке с точки зрения информационной прозрачности для участников и пользователей услуг. Когда компания раскрывает в большом масштабе информацию о своей деятельности, то анализ показателей и рисков, связанных с деятельностью этой компании, а также публикация соответствующих отчетов, опять же онлайн, становится делом независимых консультантов (например, рейтинговых агентств). Если вся информация открыта, если существует рынок аналитических услуг, тогда проблема защиты прав потребителей услуг не требует государственного вмешательства.

Я не могу не сказать о своем отношении к статусу нынешних регуляторов. В России, к сожалению, чем большими полномочиями наделен какой-то государственный орган, тем более безответственным он является. Когда Минэкономразвития или Минфин готовят какой-либо регулирующий документ, то они готовят постановление правительства, то есть эти документы всегда проходят через достаточно развитую систему согласования и оппонирования. Напротив, все, что делают Центральный банк и ФКЦБ, не оппонировать никому. Из-за того, что эти институты находятся вне позиционного конфликта, они становятся совершенно безответственными, и тот чрезмерный объем инструкций и ЦБ РФ, и ФКЦБ связан именно с таким супернезависимым статусом.

Мне кажется, что в перспективе Банк России не должен существовать в нынешнем виде. Совершенно очевидно, что вопросы банковского надзора могут быть выделены в отдельную правительственную структуру. Исполнение ряда функций, например, связанных с деятельностью расчетно-кассовых центров, можно вывести из Центрального Банка и передать государственной корпорации.

Что касается ФКЦБ, то мне представляется совершенно недопустимой ситуация, при которой важнейшие для рынка постановления принимаются одним органом без многосторонней экспертизы. В своем нынешнем виде экспертный совет ФКЦБ, который хорошо прописан в законе, является своего рода продолжением ее менеджмента и ничего не решает. Как минимум, необходимо интегрировать ФКЦБ в правительство и повысить статус ее постановлений хотя бы до постановлений правительства: чем выше уровень документа, тем большую стабильность для участников рынка он способен обеспечить. Все, что может быть принято на уровне законов, должно быть принято на уровне законов. Если эти преобразования будут проведены, то тогда Банк России и ФКЦБ станут более подотчетными обществу.