

УДК 336.76

Г.А. Тарунина

**ФОНДОВЫЙ РЫНОК И МОДЕРНИЗАЦИЯ
РОССИЙСКОЙ ЭКОНОМИКИ**

Исходя из значимости финансового обеспечения инновационной сферы и технологической модернизации российской экономики, рассматриваются законодательные, инфраструктурные и институциональные факторы развития фондового рынка как сегмента финансового рынка, показаны его уязвимые места и основные направления совершенствования.

Ключевые слова: фондовый рынок, источники инвестиционных ресурсов, модернизация, динамичный тренд посткризисного развития.

Главная задача российской экономики – выйти на динамичный тренд посткризисного развития. Сосредотачиваться на восстановлении прежних высоких темпов экономического роста, основанного на консервации «торгово-сырьевого» приоритета в распределении капитала, – значит углублять отставание России в области наукоемких и высоких технологий, расстаться с самой идеей технологической модернизации как основы необратимых, позитивных структурных сдвигов и обеспечения конкурентоспособности России на мировом рынке.

Известно, что научная, технологическая, кадровая составляющие базы российской экономики в значительной части соответствуют лишь концу 4-го, началу 5-го технологического уклада. Переход же на 6-й уклад, который предопределяет развитие на ближайшие 50 лет, потребует полного обновления основного капитала, производственной инфраструктуры, принципиально новых знаний и технологий. Все это актуализирует развитие инновационной сферы и высокотехнологичного сектора промышленности, а следовательно, и привлечение капитала на долгосрочной основе [7. С. 5]. По официальным оценкам, потребность в инвестициях на модернизацию составляет около 14 млрд долл. В настоящее время рынок капитала на инновационные приоритеты не ориентирован. Сырьевые рынки и торговля остаются наиболее привлекательными объектами притяжения капитала. Развитие высоких технологий в современных условиях если и осуществляется, то за счет участия военно-промышленных корпораций либо за счет государственной поддержки. Практика показывает, что инновационные проекты, финансируемые за государственный счет, не оказывают ощутимого влияния на инновационную активность предприятий. Мировой же опыт свидетельствует, что сфера инноваций – это сфера независимого венчурного бизнеса. Именно малые предприятия являются локомотивами инновационности и роста среднего класса [3. С. 29].

Для того чтобы вовлечь разнообразные источники инвестиционных ресурсов в условиях возрастающего характера неопределенности и риска эко-

номических процессов, необходимости перехода к средне- и долгосрочному финансированию проектов, глобализации экономики, требуется развитый финансовый рынок, в том числе фондовый рынок как один из его важнейших сегментов. В настоящее время, как никогда ранее, значима сопряженность экономической динамики и уровня его развития. Функциональная роль данного рынка, наряду с перераспределением прав собственности, трансформацией сбережений в инвестиции, обеспечением альтернатив в использовании денежных средств, сводится к формированию прогрессивной структуры производства, что и отвечает задаче масштабной модернизации российской экономики.

Совершенно очевидно, что выполнение указанных функций фондовым рынком во многом определяется такими его характеристиками, как свобода и открытость, информационная прозрачность, справедливость и упорядоченность, ликвидность, глубина и широта, оптимальное соотношение риска и вознаграждения. Только при реализации этих характеристик фондовый рынок может выполнять свое общественное предназначение, в том числе содействовать позитивным структурным сдвигам в экономике. Между тем сегодняшнее состояние фондового рынка явно не соответствует этому предназначению. Достаточно указать, что доля фондовых инструментов в источниках финансовых инвестиций в основной капитал исключительно мала, по корпоративным облигациям она составляет 0,01%, а по акциям – 1,4% [4. С. 5].

В связи с этим следует обратить внимание на такие аспекты развития фондового рынка, которые порождены трудностями становления, с одной стороны, а с другой – недостаточностью регулятивно-надзорных функций государства. Прежде всего, на состоянии фондового рынка самым непосредственным образом сказывается качество корпоративного управления, которое раскрывается через совокупность признаков. К ним следует отнести: открытость информации, культуру управления, структуру и методы работы совета директоров и руководства компании, защищенность прав акционеров. Проблема независимых директоров, их качества и эффективности работы – ключевая. В России это – формальный институт, не выполняющий общепринятых норм и стандартов. В Великобритании с 2011 г. действует Объединенный кодекс корпоративного управления, где четко прописано понятие «независимый директор», который не может иметь никаких материальных интересов в компании, кроме утвержденного акционерами вознаграждения, и не может быть ни прямо, ни косвенно аффилирован с компанией. Причем число их должно быть не один или два, а более половины совета директоров. Кодекс же корпоративного управления в России не пересматривался с 2002 г. И только 25 из 250 компаний его выполняют, в то время как в Индии ему следуют 100% компаний, в Китае и Бразилии – 50%.

С ненадлежащим качеством корпоративного управления связаны злоупотребления при эмиссии ценных бумаг, злостное уклонение от предоставления инвестору или контролирующему органу данных, использование инсайдерской информации. За последние годы в России в связи с указанными явлениями было возбуждено не более двух десятков дел, однако далеко не все из них дошли до судебного разбирательства [10. С. 54]. Принятие закона об инсайдерской информации (ноябрь 2010 г.) и, самое главное, его эффективное применение со сто-

роны ФСФР и органов внутренних дел повысят кредитный рейтинг России и усилят доверие к национальному фондовому рынку.

Развитие данного рынка во многом сдерживается большими рисками по трансферу ценных бумаг, связанными с деятельностью реестродержателей, клиринговых организаций, расчетных систем. Вступление в действие с 01.01.2012 г. законодательства о деятельности центрального депозитария – важный шаг в области инфраструктурных преобразований. С ним связываются ускорение и удешевление расчетов, снижение рисков потерь ценных бумаг и их фальсификации. Однако для реализации этого закона в практической плоскости требуется еще большая нормативная доработка, которая давала бы большую четкость и ясность в формализации многих процедур, касающихся взаимоотношений центрального депозитария с регистраторами и другими депозитариями.

В специальной литературе много внимания уделяется работе инвестиционных консультантов, особенно с физическими лицами. Думается, что механизм страхования их профессиональной ответственности более актуален, нежели механизм лицензирования их деятельности, поскольку не ясен сам объект лицензирования. Не менее важным является и повышение требований к профессиональным участникам рынка относительно размеров их собственного капитала. Однако это требование может усложнить доступ к финансовым услугам населению, малому и среднему бизнесу в регионах, поэтому небольшие региональные компании тоже необходимы. Обращает на себя внимание и порочная практика по выкупу у миноритариев акций и применяемых методов их оценки.

Поскольку инновационность – это сфера малого и среднего бизнеса, то следует упростить процедуру эмиссии ценных бумаг для среднего предпринимательства. Но это предполагает повышение ответственности его руководителей и владельцев перед инвесторами. Чтобы стать объектом инвестирования, компании средней капитализации должны перейти в новый бизнес-формат, адекватный рыночным требованиям. Это означает, что инвесторам должны быть понятны цели акционеров, сам бизнес, источники формирования доходов. Современная организационно-правовая форма средних предприятий (преимущественно ООО) этому не отвечает.

Большой проблемой для российского фондового рынка является его волатильность и малая ликвидность. Во многом это определяется отсутствием массового инвестора. Доля домашних хозяйств в структуре владения ценными бумагами незначительна. Доля индивидуальных инвесторов составляет 9,8% населения [5. С. 173]. Между тем наличие индивидуальных владельцев ценных бумаг – одно из важнейших условий ликвидности фондового рынка, увеличения потенциала инвестирования за счет сбережений. До тех пор пока это участие будет незначительным, на рынке будут преобладать спекулянты, он будет волатилен. Поэтому класс массовых инвесторов надо создавать, и не только методом рекламы или маркетинговых приемов пропаганды отдельных инструментов, а прежде всего через финансовое просвещение (начиная со школы, привлекая в местные учебные заведения на доступные семинары и лекции местных профессиональных участников рынка, а средства СМИ – для разъяснения базовых принципов инвестирования). Кроме того, нужны инсти-

туты, обеспечивающие равнодоступность финансового пространства, нужна адаптация финансовых инструментов, условий их выпуска и обращения к индивидуальным предпочтениям граждан. Большую роль в этом играют институты коллективного инвестирования.

В мире поток сбережений, направляемый в фонды коллективного инвестирования, является преобладающим. Они позволяют аккумулировать «длинные деньги», диверсифицировать вложения, приспособить тип ценной бумаги к притязаниям инвестора, снизить издержки по купле – продаже ценных бумаг, используя эффект масштаба. В России только ПИФы оказались заметным явлением на рынке коллективного инвестирования в силу их достаточной прозрачности вложений и возможности разработки программ индивидуального инвестирования. Страховым и пенсионным фондам не удается привлечь «длинные деньги». Они имеют низкое качество инвестиционных портфелей и высокую степень их риска. Сказываются недоверие населения к долгосрочным финансовым инструментам и финансовым институтам, низкая платежеспособность основной части населения и отсутствие опыта долгосрочного финансового планирования. Так, доля страхования жизни от общего объема страхования в России составила в 2009 г. 3%, а в общем объеме страхования в структуре ВВП – 0,04% [8. С. 63, 64]. В этой связи представляются правомерными предложения о необходимости расширения перечня ценных бумаг, в которые могут инвестировать страховые и пенсионные фонды, а также о создании государственной корпорации страхования средств пенсионеров аналогично государственной корпорации по страхованию вкладов.

Следует заметить, что институциональные инвесторы, играя важную роль в привлечении долгосрочных инвестиций в развитых странах, оказались причастны к формированию кризисных ситуаций на финансовом рынке в силу их взаимопереплетений с участием банков, создания сети супермаркетов, где полномасштабные финансовые услуги осуществляются на базе новых финансовых технологий. Поэтому при решении проблемы создания новой финансовой архитектуры речь должна идти и об усилении регулирующих функций по отношению к коллективным инвесторам. Так, Великобритания сделала предложение о введении налога на ответственность, о введении страховых взносов на покрытие системных рисков, а у себя уже ввела 50% налог на доходы топ-менеджеров банков [11. С. 68].

Усиление контрольно-регулятивных функций государства связано не только со становлением и развитием собственных институтов нормативно-правового регулирования, но и с изменением международной финансовой архитектуры. В частности, просматривается необходимость в создании независимых либо подконтрольных международным институтам рейтинговых агентств. Последние не всегда адекватно отражают оценку рисков, а порой и манипулируют рынком, присуждая неоправданно высокие оценки финансовым организациям или производным инструментам. Так, атака рейтинговых агентств в связи с долгом Греции как бы случайно совпала со временем размещения Казначейством США огромного объема облигаций. Эти обстоятельства вызвали к жизни создание некоторыми компаниями собственных агентств [9. С. 29].

Настораживает тенденция ухода российских ценных бумаг на зарубежные рынки, где проще и дешевле совершать сделки, где более удобные технологии размещения, где возможны крупные объемы размещения. В частности, для российских компаний, связанных с азиатскими рынками, такой площадкой стала Гонконгская биржа, заявившая о себе как серьезная альтернатива Лондонской бирже. Следует заметить, что финансовый кризис подтолкнул и российские торговые площадки к определенным изменениям. Так, РТС готовится стать одной из площадок публичных размещений, разрабатывает новый проект торговли, который минимизирует риски участников торговли, позволяя не разделять деньги между спот-рынком и срочным, иметь одно обеспечение при покупке ценной бумаги и продаже фьючерса, предоставляя участникам дополнительную сессию после официального закрытия рынка [2. С. 21]. Слияние двух торговых площадок – РТС и ММВБ – нельзя оценить однозначно, поскольку просматривается тенденция монополизации биржевого рынка, снижения стимулов для развития инфраструктуры.

Увлечение производными финансовыми инструментами и их роль в возникновении финансового кризиса, а также системный характер финансового рынка со всей остротой поставили задачу его регулирования со стороны мирового сообщества, а также вопрос о превращении России в МФЦ. Сторонники последнего утверждают, что такого рода центр будет являться универсальным индикатором структурной модернизации российской финансовой системы. Если этого не сделать, то придется смириться с ролью подчиненного игрока на глобальном финансовом пространстве. Тогда Россия окажется в сильной зависимости от иностранного капитала и столкнется с оттоком сбережений населения на иностранные рынки [1. С. 39, 40]. Однако сегодня это скорее политическое решение, нежели экономическое, так как сделать этот центр по образу и подобию Люксембурга с «офшорным» налоговым законодательством проблематично и опасно [6. С. 36]. Хотя в любом случае движение в этом направлении продуктивно, поскольку для этого необходимы более предсказуемое законодательство, прозрачное и эффективное регулирование потоков капитала и нематериальных активов. А это требуется прежде всего национальной экономике, а не иностранцам.

Таким образом, переход к качественно новой модели фондового рынка, содействующей экономическому росту с его инновационной составляющей, зависит от множества факторов как законодательного, инфраструктурного, так и институционального порядка. Деструктивные силы фондового рынка следует сдерживать. Важно, чтобы от игры на рынке спекулянтов не страдали компании, ориентированные на инвестиционную деятельность в целях модернизации развития. Очевидно также, что построение новой национальной модели фондового рынка невозможно без совершенствования и регулирования всех сегментов финансового рынка, без приближения к современным мировым стандартам в области финансовой отчетности и защиты прав акционеров, без изменения мировой финансовой архитектуры.

Литература

1. Веденев А., Данилов Ю., Масленников Н., Моисеев С. Структурная модернизация финансовой системы России // Вопросы экономики. 2010. № 5.

2. Добрынин А.И., Акобиров Ф.О. Устойчивость, сбалансированность и модернизация факторов экономического роста // Экономика и управление. 2010. № 1.
3. Горюнов Р. Кризис вывел российский рынок на качественно новый уровень // Рынок ценных бумаг. 2010. № 5.
4. Игонина Л.Л. Модернизация финансовой системы России: задачи, императивы, тенденции // Финансы и кредит. 2012. № 3.
5. Курбанов Е.Ф. Тенденции развития фондового рынка России в 2011г. // Экономические науки. 2011. № 7.
6. Малкова М.Ю. Анализ позиционирования мировых финансовых центров в международной финансовой системе // Финансы и кредит. 2012. № 4.
7. Мартынов А. Модернизация как трансформация // Общество и экономика. 2010. № 6.
8. Маскаева А.И., Глебова Ж.А. Российский рынок долгосрочного страхования жизни в контексте международных показателей // Финансы и кредит. 2011. № 29.
9. Подлевских Н., Подлевских И. Рейтинги: грозное оружие под личиной объективности // Рынок ценных бумаг. 2010. № 6.
10. Савин А. Борьба с инсайдом и манипулированием рынком // Рынок ценных бумаг. 2010. № 2.
11. Хмыз О.В. Место институциональных инвесторов в меняющейся мировой финансовой структуре // Финансы. 2010. № 6.