ФИНАНСОВЫЕ РЫНКИ СЕГОДНЯ

РУКОВОДИТЕЛЬ ФЕДЕРАЛЬНОЙ СЛУЖБЫ ПО ФИНАНСОВЫМ РЫНКАМ
Олег Вячеславович Вьюгин

Сегодня общепризнано, что уровень развития финансовых рынков выступает одним из важнейших факторов социально-экономического развития стран с рыночной экономикой, во многом определяющим темпы развития и эффективность национальной экономики. Исследования, проведенные американскими учеными в 90-е годы, показали, что развитие финансовых рынков оказывает особенно сильное воздействие на процессы накопления основного капитала и на повышение эффективности производства.

Именно эта проблема – недостаточно эффективное использование национальных накоплений – свойственна для современной России. Поэтому интенсивное развитие российского финансового рынка, повышение эффективности его функционирования в современных условиях чрезвычайно актуальны.

За годы, прошедшие после кризиса 1998 года, многие сектора российского финансового рынка сделали большой шаг вперед. Следует отметить, что это заключается не только в принципиальном (в разы) изменении количественных показателей, но и в серьезных качественных изменениях.

Рынок акций стал одним из крупнейших развивающихся рынков мира. Капитализация рынка на 20 мая 2004 года составляет 238 млрд. долларов. Объем сделок с акциями российских предприятий на российских биржах составил за 2003 год 95 млрд. долларов, на иностранных биржах – еще 99 млрд. долларов. Произошли существенные качественные изменения рынка акций – повысились его ликвидность и устойчивость, выросла доля внутренних инвесторов. Совершенствовались биржевые технологии, повышалась прозрачность операций с ценными бумагами. Выросла конкуренция среди профессиональных участников, повысилась их надежность.

Российские предприятия, в большинстве своем практически игнорировавшие рынок акций в 90-е годы, в последние 2–3 года начали поворачиваться к нему лицом. Менеджеры и доминирующие собственники многих российских предприятий поставили задачу резко увеличить капита-

лизацию компаний, увидев в этом более эффективный способ извлечения корпоративных доходов, чем вульгарные «серые» технологии контроля за финансовыми потоками и вывод активов. Для этого они активно улучшают корпоративное управление, переходят на международные стандарты финансовой отчетности и в целом повышают прозрачность своих предприятий, совершенствуют дивидендную политику, начинают активно сотрудничать с миноритарными акционерами. Появились первые предприятия, которые уже привлекают инвестиции, размещая свои акции на внутреннем организованном рынке, и задачей государства является создание такого режима хозяйствования, при котором количество этих предприятий многократно увеличится.

Возник и активно развивается рынок корпоративных облигаций, ставший реальным источником долгосрочных финансовых ресурсов для российских предприятий (объем привлеченных ими на этом рынке инвестиций составил в 2003 году 82 млрд. рублей, что лишь в 2 раза меньше объема долгосрочных рублевых кредитов, предоставленных в том же году предприятиям банками). Удлиняются сроки займов, постепенно сокращается число выпусков, предусматривающих досрочное погашение. Стабилизировалась процентная ставка на вторичном рынке, которая сегодня уже выступает в качестве не менее надежного ориентира, чем ставка процента по государственным облигациям. Вместе с тем в международном сопоставлении внутренний российский рынок корпоративных облигаций пока еще слишком мал – его емкость (по состоянию на 30 апреля 2004 года стоимость облигаций в обращении – 7,2 млрд. долларов) уступает емкости большинства аналогичных развивающихся рынков (в том числе рынкам Чехии, Таиланда, Аргентины), не говоря уже о крупных развивающихся и развитых рынках.

Создан и активно развивается срочный рынок ценных бумаг. Биржа РТС с 2002 года входит в число 20 крупнейших мировых бирж, организующих торговлю срочными контрактами на ценные бумаги и фондовые индексы. Объем срочных сделок с ценными бумагами на этой бирже составил в 2003 году почти 7 млрд. долларов, объем открытых позиций на конец апреля 2004 года составляет 240 млн. долларов.

Устойчиво развивается рынок кредитования предприятий. По состоянию на 1 января 2004 года суммарный объем выданных коммерческими банками предприятиям и организациям кредитов составил 17,3% ВВП (по состоянию на 1 января 1999 года этот показатель составлял 12,1% ВВП). В течение 2003 года общий объем предоставленных предприятиям кредитов (рублевых и валютных) вырос с 1,6 трлн. рублей до 2,3 трлн. рублей (на 42,6%). Удлиняются сроки кредитования – доля кредитов, предоставляемых на срок более 1 года, выросла за 2003 год с 31,8 до 38,0%. По сравнению с послекризисным периодом заметна дедолларизация кредитного рынка. Так, если по состоянию на 1 января 1999 года 2/3 всех выданных предприятиям кредитов были валютными, то по состоянию на 1 января 2004 года, наоборот, доля рублевых кредитов превысила 2/3 всех выданных предприятиям кредитов.

Эффективность фондового рынка в немалой степени зависит от надежности и эффективности его инфраструктуры. Для повышения надежности и эффективности инфраструктуры российского фондового рынка проводится серьезная работа по совершенствованию нормативных требований, предъявляемых к организаторам торговли. К наиболее важным новшествам в регулировании деятельности организаторов торговли следует отнести более четкое разграничение полномочий организаторов торговли и фондовых бирж, введение новых правил, позволяющих значительно снизить риск манипулирования на рынке ценных бумаг, изменение порядка допуска к торгам ценных бумаг, установление дополнительных требований к раскрытию и предоставлению информации организаторами торговли.

Задачей ФСФР видится скорейшее приближение российских фондовых бирж к современным стандартам организации биржевого дела, что будет способствовать повышению их конкурентоспособности в рамках глобального рынка капитала. Вместе с тем, учитывая, что важнейшим фактором такой конкурентоспособности становится ликвидность, необходимо, чтобы меры по повышению эффективности фондовых бирж не приводили к падению ликвидности на российских биржах. Для этого такие меры будут вводиться постепенно. Совершенствуется процедура листинга ценных бумаг на биржах. Теперь эмитенты, ценные бумаги которых включаются в котировальные списки, должны будут брать на себя повышенные обязательства в части корпоративного управления и составления финансовой отчетности. В то же время требование о минимальном среднемесячном объеме сделок с ценными бумагами эмитента действует только в качестве основания дели-

стинга ценных бумаг. Это означает, что высоколиквидные ценные бумаги могут сразу включаться в котировальный список самого высокого уровня еще на стадии их размещения.

Требования к раскрытию и предоставлению организаторами торговли информации направлены на создание наибольшей прозрачности деятельности данных профессиональных участников рынка ценных бумаг, которая должна способствовать созданию справедливого рынка. Среди них: обязательное наличие сайта в сети Интернет, на котором организатор торговли раскрывает информацию; обмен информации между организаторами торговли и клиринговыми организациями, обслуживающими организаторов торговли, о всех случаях неисполнения или ненадлежащего исполнения участниками торгов обязательств по сделкам, совершенным на торгах у организатора торговли; обязательность предоставления организатором торговли своим участникам торгов информации в отношении сделок, совершенных на фондовых биржах с теми же ценными бумагами, что и ценные бумаги, сделки с которыми заключаются на торгах у такого организатора торговли. На практике это правило будет способствовать заключению сделок на торгах у организатора торговли по наиболее справедливой цене.

Одной из важнейших функций регулятора рынка ценных бумаг является обеспечение раскрытия информации на рынке ценных бумаг и прозрачности рынка. Развитая система раскрытия информации, которая удовлетворяет принципам полноты, достоверности, оперативности и равнодоступности раскрываемой на рынке ценных бумаг информации, является необходимым условием эффективного функционирования рынка капитала, без нее невозможно доверие общества к его институтам и, как показывают различные исследования, является немаловажным фактором роста капитализации компаний, повышения ликвидности рынка ценных бумаг и снижения инвестиционных рисков.

После изменений, внесенных в Федеральный закон «О рынке ценных бумаг», осуществлена кодификация норм, регулирующих эмиссию ценных бумаг и раскрытие информации эмитентами на рынке ценных бумаг, и создана система раскрытия информации, в соответствии с которой максимальный объем информации должны раскрывать эмитенты, привлекающие капитал на рынке ценных бумаг, и эмитенты, чьи ценные бумаги находятся в публичном обращении. Была введена такая форма раскрытия информации, как пояснения к финансовой отчетности и анализ финансового состояния эмитента, результатов его деятельности и перспектив развития, представленных органами управления эмитента, известная в международной практике как MD&A (Management Discussion & Analysis) и которая считается одной из ключевых для понимания финансового состояния эмитента и перспектив его развития.

В рамках MD&A эмитент раскрывает сведения о том, из каких составляющих образуется прибыль, каковы различные источники потоков денежных средств, насколько постоянными являются эти источники. Такие данные позволяют инвесторам составить более полное и правильное представление об эмитенте, увидеть «портрет» эмитента глазами его руководства и сделать более надежный прогноз устойчивости поступления прибыли и денежных средств в будущие периоды.

Значительным шагом, обеспечивающим большую информационную и правовую защищенность инвесторов, является введение требований по раскрытию информации в случае неисполнения эмитентом обязательств по выпущенным ценным бумагам, а также о действиях владельцев ценных бумаг в случае дефолта заемщика. Введение таких требований позволило существенно снизить риски, связанные с правовой неопределенностью в случае дефолта эмитента.

Из системы раскрытия информации исключены те эмитенты, которые фактически не являлись публичными компаниями и не привлекали капитал на фондовом рынке, но в силу несовершенства законодательства были вынуждены при осуществлении так называемых технических эмиссиях, связанных, например, с дроблением или консолидацией акций, регистрировать проспект эмиссии с вытекающей из этого необходимостью раскрытия информации в форме ежеквартального отчета и сообщений о существенных фактах.

Важным направлением дальнейшего совершенствования качества раскрытия информации на рынке ценных бумаг является переход публичных компаний к предоставлению финансовой отчетности в соответствии с МСФО. Главный принцип МСФО – отражение реальной стоимости активов и финансового положения эмитента – направлен на удовлетворение именно интересов инвестора и обеспечивает финансовую прозрачность компании. Кроме того, введение МСФО облегчает встраивание национального финансового рынка в международный рынок капитала за счет

использования его участниками общепринятого языка составления финансовой отчетности и возможности сравнения финансовых показателей российских и зарубежных эмитентов.

Важнейшей проблемой регулирования раскрытия информации на рынке ценных бумаг является создание как нормативно-правовой среды, так и технологии обеспечения оперативного доступа к раскрываемой информации, включая требования к способам и срокам раскрытия информации. Так, требование о раскрытии информации о существенных корпоративных событиях через электронные ленты новостей информационных агентств не позднее одного дня после их наступления дает возможность рынку моментально узнавать о важнейших изменениях в финансовом положении компаний и ключевых событиях их хозяйственной деятельности и снижает вероятность злоупотреблений, связанных с торговлей на основе инсайдерской информации. Требование о раскрытии информации на сайте эмитента в сети Интернет позволяет обеспечить широкий доступ к раскрываемым данным. Кроме того, через Интернет становятся легко доступны достаточно объемные документы, такие как проспект ценных бумаг и ежеквартальные отчеты эмитентов ценных бумаг, уставные документы и др.

Весьма существенным для функционирования системы раскрытия информации является эффективное правоприменение. Ведь «необязательность исполнения» может свести на нет и парализовать все усилия, направленные на обеспечение прозрачности рынка. Поэтому система раскрытия информации должна предусматривать наличие действенных мер ответственности, применяемых к лицам, раскрывающим информацию на рынке ценных бумаг, в случае нарушения ими обязанности по раскрытию информации. В настоящее время действующие размеры административной ответственности явно недостаточны для эффективного предотвращения нарушений, связанных с раскрытием информации на рынке ценных бумаг. Для повышения эффективности мер ответственности представляется необходимым пересмотреть размер штрафов, усовершенствовать процедуру наложения штрафных санкций.

Исследование прозрачности российских компаний, проведенное рейтинговым агентством Standard & Poor's в 2003 году, показало 14%-ный рост транспарентности российских компаний по сравнению с 2002 годом. Все большее число российских эмитентов начинает осознавать преимущества, связанные с прозрачностью и высоким качеством корпоративного управления. Компании, проводящие продуманную политику по раскрытию информации, служат примером для остальных участников рынка. Действие рыночных репутационных механизмов наряду с усилиями регулятора, направленными на совершенствование системы раскрытия информации и обеспечение эффективного контроля за соблюдением требований по раскрытию информации, должны привести к тому, что в ближайшей перспективе российские эмитенты ценных бумаг, находящихся в публичном обращении, смогут соответствовать самым высоким требованиям, предъявляемым инвесторами к прозрачности компаний.

В развитых странах одной из важнейших составляющих фондового рынка, способствующей выполнению им функции привлечения капитала в экономику, является развитая отрасль коллективных инвестиций. В России в 2003–2004 годах развитие отрасли инвестиционных фондов резко активизировалось, чему в значительной степени способствовало формирование нормативной правовой базы, которое было практически завершено в начале 2003 года. Несмотря на то, что основополагающий документ – Федеральный закон «Об инвестиционных фондах» – был принят 29 ноября 2001 года, для построения полноценной нормативной базы потребовалось разработать и принять более 40 нормативных правовых документов, регламентирующих основные процессы функционирования инвестиционных фондов, которые были приняты в течение 2002 года.

О бурном развитии этого сектора финансовых рынков, росте интереса к паевым инвестиционным фондам как со стороны профессиональных участников рынка, так и со стороны населения свидетельствуют следующие данные. Стоимость чистых активов паевых инвестиционных фондов выросла в 2003 году почти в 6 раз – с 13 до 76 млрд. рублей. Этот рост продолжился и в 2004 году – стоимость чистых активов паевых инвестиционных фондов по состоянию на начало мая составила более 93 млрд. рублей. В 2003 году было зарегистрировано 94 новых фонда (в полтора раза больше, чем за все предыдущие годы). Темп роста количества фондов не снизился и в 2004 году. За первые 4 месяца 2004 года количество действующих паевых инвестиционных фондов увеличилось на 31 и достигло 185.

Динамично и устойчиво росло число «новых» пайщиков паевых инвестиционных фондов (то есть за вычетом тех из них, которые получили паи в результате преобразования бывших чековых

инвестиционных фондов). За 2003 год число пайщиков ПИФ выросло с 12 до 29 тысяч, а за первые 4 месяца 2004 года, по предварительным оценкам, этот показатель вырос до более чем 40 тысяч. Это означает, что существует устойчивый приток новых инвесторов в паевые инвестиционные фонды. Таким образом, система коллективных инвестиций в России доказывает свою эффективность и надежность.

Современный этап пенсионной реформы характеризуется созданием нормативно-правовой базы, определением круга субъектов рынка пенсионных накоплений, проведением основных организационных мероприятий по обеспечению реализации права застрахованных лиц на выбор управляющих компаний, осуществляющих доверительное управление средствами пенсионных накоплений.

Нормативно-правовая основа пенсионной реформы была сформирована к середине 2003 года, в ней были определены основные принципы аккумулирования средств пенсионных накоплений и управления ими, которые отражают международные принципы формирования и инвестирования средств пенсионных накоплений, в частности привлечение частных компаний для управления средствами пенсионных накоплений. Завершение формирования нормативно-правовой базы, определение круга субъектов рынка пенсионных накоплений, проведение основных организационных мероприятий по обеспечению реализации права выбора застрахованными лицами в отношении управления пенсионными накоплениями в основном позволили перейти к следующему этапу – эффективному инвестированию средств пенсионных накоплений на фондовом рынке.

В 2002–2003 годах объем средств пенсионных накоплений, аккумулированных и инвестированных Пенсионным фондом России в государственные облигации РФ, можно оценить в 99 млрд. рублей (3,4 млрд. долларов). Кроме того, в государственные облигации были инвестированы поступившие в 2004 году пенсионные накопления в размере 15 млрд. рублей (0,5 млрд. долларов). С учетом того, что объем рынка ГКО–ОФЗ составляет 460,7 млрд. рублей, нетрудно заметить, что эти средства в немалой степени способствовали снижению процентных ставок и сохранению их на низком уровне на этом секторе финансового рынка в течение 2002–2003 годов и в течение первых четырех месяцев 2004 года. В конце марта 2004 года средства в размере 47,3 млрд. рублей были преданы в управляющие компании (государственную и частные). При этом более 96% этих средств было передано в государственную управляющую компанию.

Опыт внедрения накопительных пенсионных систем в других странах показывает, что доля участников этих систем, выбирающих частные управляющие компании будет расти, в условиях конкуренции за пенсионные накопления управляющие компании будут постепенно переходить к менее консервативным и более доходным в долгосрочном плане стратегиям, в большей степени ориентированным на вложения в акции. Кроме того, постепенно будет увеличиваться ежегодный объем средств, передаваемых в управляющие компании. Потенциал рынка пенсионных накоплений обусловливает его значение для развития как рынка ценных бумаг в целом, так и отрасли коллективных инвестиций в частности. Поэтому задача организации профессионального частного управления частью средств пенсионных накоплений является одной из важнейших задач пенсионной реформы.

Негосударственные пенсионные фонды, как и паевые инвестиционные фонды, играют все большую роль на финансовых рынках. НПФ аккумулировали значительные объемы пенсионных резервов, достигших к концу 2003 года 91,6 млрд. рублей, или 3,2 млрд. доллара (рост на 78% по сравнению с 2002 годом). Пенсионные взносы в 2003 году составили 22,3 млрд. рублей, или 0,8 млрд. доллара (рост на 95% по сравнению с 2002 годом).

Наиболее важным событием для индустрии негосударственных пенсионных фондов в 2003 году стало вступление в силу изменений в Федеральный закон «О негосударственных пенсионных фондах», что позволило подключить НПФ к пенсионной реформе. Этот закон, принятый в начале 2003 года, с одной стороны, определил базовые условия участия НПФ в процессе инвестирования пенсионных накоплений, а с другой стороны, очертил круг нормативных документов, которые должны быть приняты в его развитие, в том числе и требующих уточнения и приведения в соответствие с новой редакцией закона.

В течение 2003 года большинство нормативных актов, необходимых для полноценной работы НПФ, было принято. Формирование нормативной базы НПФ будет завершено в 2004 году.

Дальнейшее динамичное развитие рынка коллективных инвестиций в значительной степени зависит от решения ряда актуальных проблем, среди которых стоит выделить недостаточный

уровень информирования инвесторов, проблемы противодействия злоупотреблениям в инвестиционных фондах, недобросовестной рекламы, организации рынка коллективных инвестиций, дальнейшее развитие новых форм институтов коллективных инвестиций (например, закрытых паевых инвестиционных фондов), новых механизмов обращения инструментов (организация вторичного обращения паев паевых инвестиционных фондов).

Совокупность этих проблем в России определяет задачи регулятора финансовых рынков.

В течение последних двух лет актуальной проблемой американской отрасли взаимных фондов, являющейся наиболее развитым рынком коллективных инвестиций, стала проблема злоупотреблений, связанных в основном с так называемой поздней торговлей, когда заявки на приобретение или выкуп акций взаимных фондов оформляются на основе стоимости чистых активов, рассчитанной до принятия соответствующей заявки.

Проблема злоупотреблений актуальна и для России, хотя и не в такой степени. Для более полного и эффективного контроля в этой области необходимо более жестко осуществлять контроль соблюдения требований к процедурам оформления заявок на приобретение и выкуп инвестиционных паев со стороны управляющей компании и регистратора, контроля за выполнением этих требований со стороны специализированного депозитария.

Спектр механизмов инвестирования, стимулирующих выход на фондовый рынок частных лиц, остается недостаточным, что требует дальнейшего развития законодательства в этой области.

Развитие закрытых паевых инвестиционных фондов способствует все более активному использованию этих механизмов для реализации схем венчурного финансирования, финансирования строительства недвижимости, что имеет важное значение для развития экономики в целом. Однако существенными проблемами законодательства, препятствующими развитию фондов недвижимости и венчурного финансирования, остаются проблемы налогообложения операций с имуществом; проблема отсутствия налогового стимулирования инвестиций в закрытые инвестиционные фонды; проблема привлечения в закрытые инвестиционные фонды капитала российских институциональных инвесторов.

Для успеха пенсионной реформы необходимо обеспечить надежность управления пенсионными накоплениями, что особенно важно на начальном этапе этой реформы. Одной из основных опасностей для инвестора на фондовом рынке является проблема мошенничества. Это особенно актуально в свете пенсионной реформы, поскольку ее успех во многом зависит от уровня доверия к ней. Проблема предотвращения мошенничества на рынке является неурегулированной.

Одной из актуальных проблем фондового рынка является ответственность институциональных инвесторов за действия в качестве акционеров компаний. Роль управляющих активами в процессе внедрения и соблюдения стандартов корпоративного управления в развитых странах велика, поскольку институциональные инвесторы аккумулировали значительную долю акционерного капитала. Поэтому действия управляющих активами приобретают решающее значение в механизмах предупреждения корпоративных конфликтов, подрывающих доверие инвесторов к рынку и снижающих эффективность управления.

В России потенциал рынка пенсионных накоплений позволяет говорить о том, что действия управляющих компаний в качестве акционера будут возрастать. Однако действующее законодательство не позволяет управляющим компаниям, осуществляющим доверительное управление средствами пенсионных накоплений, голосовать, за исключением голосования по вопросу о выплате дивидендов. Поэтому эта проблема требует дальнейшего рассмотрения.

В области негосударственных пенсионных фондов основной проблемой, требующей решения, остается неурегулированный порядок налогообложения пенсионных взносов и выплат, в силу которого конкурентоспособность НПФ на рынке пенсионных накоплений оказывается существенно ниже по сравнению с Пенсионным фондом РФ и другими участниками рынка.

Таким образом, произошедшее значительное увеличение емкости многих секторов финансового рынка и повышение его значения в процессах финансирования инвестиций в реальном секторе экономики и перелива капитала ставят принципиально новые задачи в сфере регулирования финансового рынка, особенно в части надзора и правоприменения.