

# ЭКСПАНСИЯ ГОСУДАРСТВА В ЭКОНОМИКУ И ЕЕ ПОСЛЕДСТВИЯ ДЛЯ ФИНАНСОВОГО РЫНКА

Криничанский К.В.<sup>1</sup>

Цель исследования состоит в изучении воздействия проводимой политики имущественной экспансии государства в период последнего десятилетия на российский финансовый рынок. На эмпирических данных и используя методы структурного и компаративного анализа, автор выявляет следующие последствия анализируемого процесса.

Последствия, понимаемые в целом как негативные, это: (1) закрепление доминирования долговых источников в структуре финансирования компаний; (2) замещение внутреннего рынка капитала внешним; (3) рост зависимости российских корпораций от зарубежных источников капитала; (4) переток ликвидности российского фондового рынка на зарубежные площадки; (5) (как следствие предыдущих) ослабление развития внутреннего финансового сектора: стагнация показателей внутреннего кредита, обеспеченного банковским сектором, к ВВП, оборота фондового рынка к ВВП, взвешенных по ВВП страховых премий, медленный рост индикатора «Активы в негосударственных пенсионных институтах к ВВП», снижение индикаторов «Стоимость чистых активов паевых фондов к ВВП»; «Число небанковских финансовых компаний на 1000 человек населения»; (6) снижение привлекательности для населения участия в накопительных пенсионных программах.

Последствия, понимаемые в целом как позитивные, это: (1) усиление банков, компенсировавших недостатки правовой системы в части защиты инвестиций; (2) рост рынка инвестиций, расширение спроса на услуги финансовых посредников, повышение капитализации эмитентов в той части, в которой это оказывалось следствием укрепления позиций государства в собственности; (3) снижение стоимости зарубежных заимствований для разных категорий заемщиков; (4) краткосрочные фискальные эффекты и упрощение задачи сбора фискальных платежей; (5) (возможные) фискальные эффекты от последующей продажи активов.

Полученные автором результаты могут быть использованы в качестве рекомендаций к корректировке государственной экономической политики и формированию концепции развития в России финансового рынка.

**Ключевые слова:** финансовые рынки и институты; финансовое развитие; правительственная политика и регулирование; участие государства в экономике

**JEL:** G20, G28, N20, O16

Российские экономические реформы 1990-х проводились в сложных для страны условиях (политическая нестабильность, конъюнктурный провал на международных рынках сырья). Ухудшение социально-экономических показателей было очевидным и резким, что заставило российские власти в конце десятилетия скорректировать повестку дня реформ и предпринять формирование экономической модели, важными составляющими которой стали следующие компоненты:

- Изменение позиции в отношении государственного присутствия в корпоративном секторе, фактически реструктуризация государственного присутствия, состоящая в том, чтобы уйти от чрезвычайно распыленного участия государства в тысячах субъектов – акционированных или унитарных предприятий, часто характеризующихся плохой управляемостью, к интеграции госсобственности путем создания холдинговых структур. Первые шаги в этом направлении были сделаны в 1990-е годы и затронули топливно-энергетический комплекс. В 2000-е интеграция охватила целый спектр отраслей и оформилась в первой половине 2000-х в виде создания госкомпаний ФГУП «Рособоронэкспорт», «Росспиртпром» (2000), «Росэнергоатом» (2001), «Почта России», «Росморпорт» (2002), ОАО «РЖД» (2003) и др., во второй половине 2000-х – госкорпораций «Роснано», «Фонд содействия реформированию жилищно-коммунального хозяйства», «Олимпстрой», «Ростехнологии», «Росатом» (все – 2007-й), госкомпания

1. Д-р эконом. наук, профессор кафедры финансов и финансового права Южно-Уральского государственного университета (НИУ).

«Автодор» (2009) и др., осуществления этими и другими субъектами (Банк «ВТБ», ОАО «Роснефть», ОАО «Ростелеком») приобретения других компаний или долей в них.

- Решение с помощью таких структур важных стратегических задач – развитие инфраструктуры, консолидация фискальных потоков, инновации, реализация конкретных проектов с заявленным временным горизонтом.

В литературе достаточно подробно проанализирован как ход этого процесса, так и последствия (цена) с точки зрения микро- и макроэффективности, и в конечном счете – долгосрочных темпов роста российской экономики (Радыгин, 2007; Радыгин, 2011; Абрамов, 2011; Яковлев, 2007; Мау, 2012). В частности, обращается внимание на следующие негативные последствия: увеличение глубины концентрации собственности в руках государства до значений (в рамках базы «Эксперт-400» 2012 г. примерно десять ведущих госкомпаний<sup>1</sup> обеспечивают 30% суммарной выручки участников списка), создающих сильные препятствия развитию свободной конкурентной экономики; обострение конфликта интересов, «когда государство выступает как законодатель, регулятор и активный самостоятельный игрок (через госкомпании и банки) на рынке корпоративного контроля» (Абрамов, Радыгин, 2007); рост угрозы злоупотреблений (*moral hazard*), вытекающей из рассмотрения части компаний с государственным участием как «системообразующих» и навязывания применения к ним принципа *«too big to fail»*; вытекающие из перечисленного искажения в системе цен, складывающихся на финансовых рынках (Радыгин, Симачев, Энтов, 2011); рост квазигосударственного внешнего долга страны; снижение в результате образования «параллельного бюджета» прозрачности госфинансов, рост возможности манипуляций, утрата целостности системы контроля казначейства и т.д. Отдельно следует отметить тот факт, что перечисленные негативные эффекты от имущественной экспансии в целом противоречат исходно формулируемой задаче создания в России условий для повышения долгосрочных темпов экономического роста.

Цель настоящего исследования состоит в изучении воздействия проводимой политики имущественной экспансии государства (далее – экспансия) на российский финансовый рынок. Наша гипотеза состоит в том, что экспансия играет существенную роль в возникновении или усилении следующих наблюдаемых явлений:

- а) «долговое доминирование» в структуре внутреннего рынка финансирования, а именно, превосходство сегмента банковского кредитования и облигационных займов при относительной слабости сегмента акций;
- б) функциональное замещение внутреннего рынка капитала внешним – относительный рост доли ресурсов, привлекаемых за счет получения кредитов, размещения облигаций и проведения *IPO* на зарубежных площадках при снижении доли внутреннего рынка;
- в) замедление развития внутреннего рынка финансовых услуг.

### Имущественная экспансия государства и финансовая структура

Особенности структуры финансовых рынков давно являются предметом изучения экономистов. Дискуссии велись по поводу того, можно ли считать смещение в сторону преимущественно долгового или долевого типа финансирования характерным для определенных стран; существует ли здесь некий стандарт или перспективный ориентир, основанный на анализе сравнительных преимуществ; каковы факторы, влияющие на тот или иной тип финансовой структуры (Goldsmith, 1969; Boot and Thakor, 1997; Allen and Gale, 2000; Demircug-Kunt and Levine, 2001; Levine, 1997; La Porta et al., 1997; Мишкин, 2008). Исследования показали, что финансовая структура – подвижная характеристика; апелляция к преимуществам той или иной модели финансовых систем сталкивается с весомыми контраргументами, обнаруживающими ее недостатки и преимущества альтернативной модели; выигрышной оказывается

1. Среди них нет госкорпораций, с учетом которых роль контролируемых государством компаний была бы значительно выше.

позиция, раскрывающая, что обе модели при определенных условиях способны хорошо выполнять функции финансовых систем (*financial functions view*) (Levine, 1997, p. 719); кроме того, наблюдения за ходом финансового развития в разных странах обнаружили, что типы финансовых систем и структур экономики имеют тенденцию к дивергенции.

В отношении российского рынка отмечалось, что начиная с 1990-х годов он формируется как преимущественно долговой (Миркин, 2002, с. 34). При этом в ряде работ (Яковлев, Данилов, 2007, с. 25, 30) прогнозировалось что финансирование посредством выпуска акций будет усиливать свое значение по крайней мере в отдельных сегментах корпоративного финансирования. Развитие событий показало, что эти прогнозы не оправдались. На текущий момент мы имеем структуру внутреннего рынка (рис. 1, 2), в которой доминирует долговая составляющая, а роль акций как инструмента корпоративного финансирования пренебрежимо мала.



Рисунок 1. Структура финансового рынка России (капитализация секторов)\*, конец 2012 г.



Рисунок 2. Источники финансирования корпоративного сектора России\*, 2012 г.

\* Из расчета исключены зарубежные кредиты и займы, еврооблигации, размещения акций на зарубежных площадках.

Расчеты сделаны на основе данных: Cbonds; Rusbonds; Банк России; Московская биржа

Каким образом экспансия затрагивает структуру финансового рынка?

Ответ на этот вопрос связан с рядом других взаимосвязанных вопросов: как менялись предпочтения компаний в части определения источников финансирования; каковы были исходные характеристики банковской системы и ее возможности удовлетворения спроса на кредитные ресурсы со стороны крупных госкомпаний; каковы были условия для развития фондового рынка.

В структуре источников финансирования основного капитала всего корпоративного сектора преобладают собственные (внутренние) источники. Доля ресурсов на цели финансирования инвестиций в основной капитал, привлекаемых с финансового рынка (кредиты, облигации и акции), в период 2000–2010 годов колебалась в диапазоне 3,4–12,7%; соотношение источников показано на рис. 3.

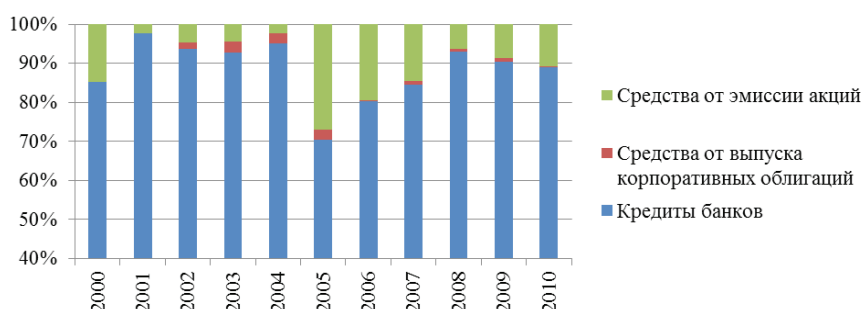


Рисунок 3. Структура ресурсов, привлекаемых с финансового рынка, 2000–2010 гг., %

Источники: Росстат (Инвестиции в России, 2005; Инвестиции в России, 2009; Инвестиции в России, 2011), расчеты автора.

В данной структуре преобладают кредиты, однако в общей структуре источников их значение невелико (максимальное значение – 11,8% в 2008 году). Это указывает на слабость банковской системы и ориентированность компаний на иные источники финансирования, среди которых доминируют собственные средства и растет доля государственного финансирования.

Как значимый источник финансирования инвестиций компаний – не только в основной капитал, но и на иные цели – следует рассматривать международный рынок капитала. Долговое финансирование, в значительной степени покрываемое ресурсами зарубежных рынков капитала, вполне соответствует как потребностям, так и институциональным особенностям крупнейших имеющих госучастие компаний. Привлечение займов и выпуск облигаций выгодны по критериям доступности, стоимости и объемов. Публичное размещение акций менее предпочтительно, так как приводит к размыванию капитала, к тому же в условиях высоких дисконтов оказывается низкоэффективным.

Кроме этого, заметим, что сколь-нибудь значимое финансирование посредством выпуска акций возможно преимущественно в условиях такой модели корпоративного управления, которая сообщает стимулы инвесторам, так как базируется на независимости советов директоров, подконтрольности ему главного управляющего, в конечном счете лучшей практике решения агентской проблемы.

### Имущественная экспансия государства и рост роли международного рынка капитала

Обратим внимание на то, что именно госкомпании составили в России основное лобби, продвинувшее либерализацию правил выхода бизнеса на международный рынок капитала. Результаты этого процесса таковы. Внешний долг нефинансового сектора рос беспрецедентно высокими темпами (рис. 4), достигнув в 2008 году 261 млрд долл., что в 12 раз выше уровня 2001 года. В 2009–2010 годах рост замедлился, но в 2012-м вновь ускорился, а величина внешней задолженности нефинансового сектора достигла 336,7 млрд долл. При этом крупнейшими корпоративными должниками на внешнем рынке являются госкомпании – «Газпром», «Роснефть», РЖД, «Транснефть», «Совкомфлот», «Алроса» и др. (рис. 5).

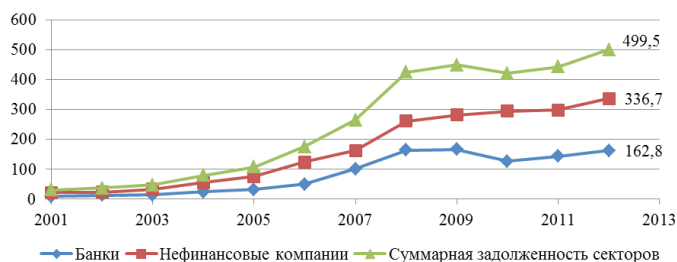


Рисунок 4. Внешний долг России, за исключением долга органов государственного управления и денежно-кредитного регулирования, долговых обязательств компаний и банков перед прямыми инвесторами и предприятиями прямого инвестирования, 2001–2012 гг., млрд долл.

Источники: Росстат, расчеты автора.

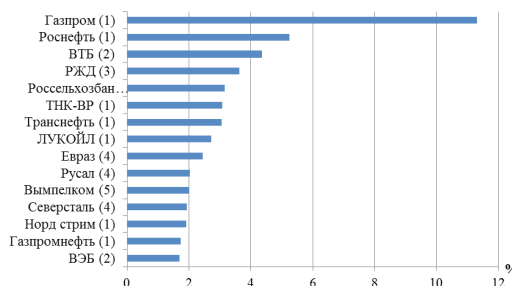


Рисунок 5. Топ-15 компаний, на которых приходится 50% привлеченных на внешнем рынке займов, % от общей суммы выпущенных облигаций и привлеченных синдицированных кредитов, 2011 г. Сектора: (1) нефть и газ, (2) банки, (3) транспорт, (4) металлургия и добыча, (5) телекоммуникации

Источник: (Arakelyan, Nestmann, 2011. P. 4).



Не менее показательным выглядит динамика привлечения средств на внешних рынках российскими банками: увеличение внешнего долга банков с 2002 по 2008 год было двенадцатикратным, после чего наблюдалось некоторое его снижение и с 2010 года – вновь рост до уровней 2008 года.

Анализ относительных изменений в структуре пассивов банков показывает, что доля ресурсов, отражающих привлечение депозитов на внутреннем рынке, в период 2000–2011 годов росла опережающими темпами в сравнении с долей ресурсов, привлекаемых ими за счет создания банками обязательств перед нерезидентами (рис. 5). Однако, учитывая абсолютный рост пассивов банков, значение привлекаемых из-за рубежа средств преимущественно возрастало.



Рисунок 6. Динамика банковских пассивов, депозитов и обязательств банков перед нерезидентами, 2001–2011 гг., млрд долл.

Источники: Росстат, расчеты автора.

Крупнейшие российские заемщики, привлекающие капитал на зарубежных рынках, подстегиваемые амбициями продолжения имущественной экспансии, в большей степени из всех экономических единиц были заинтересованы в снижении стоимости заимствований. Это дает объяснение тому факту, что политика, ведущая к снижению стоимости зарубежных заимствований, оказывается едва ли не приоритетнее той, которая бы позволила снизить стоимость заимствований внутри России (речь идет прежде всего об антиинфляционной политике). Как можно заметить, история с принятием закона «О центральном депозитарии», аккредитацией в этом качестве НРД, удивительно оперативным согласованием вопроса о допуске к открытию счетов номинального держателя в нем крупнейших западных учетных институтов (несмотря на риск утечки ликвидности за рубеж, о котором и также ряде других рисков создания и работы центрального депозитария в России в рамках правил, сформированных к началу 2012 года, сообщалось, например, в статье О. Жизненко (Жизненко, 2012, с. 61)), приведшая к беспрецедентному снижению ставок по российским суверенным облигациям и сужению спреда CDS (рис. 6), в долгосрочной перспективе играет на руку российским госкомпаниям.

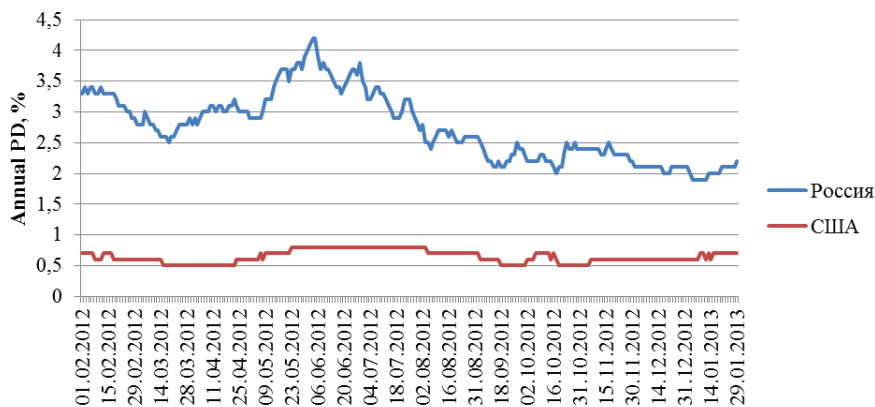


Рисунок 7. Динамика вероятности суверенного дефолта, вычисленная по пятилетнему CDS-спреду; апп. PD = 40 %. Янв. 2012 г. – янв. 2013 г.

Источник: Deutsche Bank.

Другим важным подтверждением роста значения зарубежных рынков для российских компаний служит сложившаяся структура рынка IPO/SPO (рис. 7). Доля размещений, проходивших исключительно на российских биржах в период 2006–2011 годов составила 15% от общей суммы размещений, оцениваемой более чем в 61 млрд долл. Основная роль принадлежит зарубежным площадкам (в случае смешанного размещения – на российских и зарубежных площадках доля акций, размещенных на российских биржах, оказывалась небольшой) и иностранным посредникам (рис. 8).

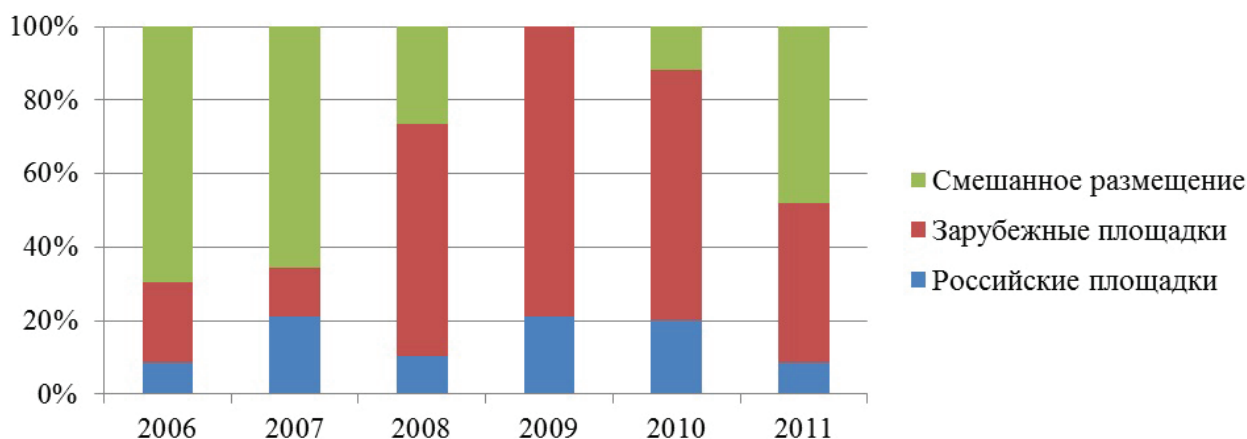


Рисунок 8. Структура рынка IPO/SPO, 2006–2011 гг., %

Источники: Аналитическая группа ReDeal, проект Offerings.ru, расчеты автора.

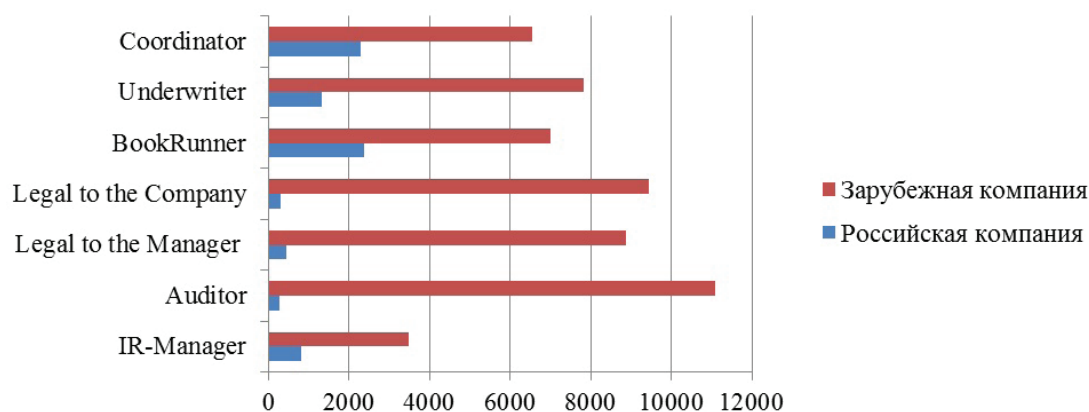


Рисунок 9. Структура рынка финансовых посредников и сервисных компаний, обслуживающих рынок IPO/SPO, 2011, млн долл.

Источники: Аналитическая группа ReDeal, проект Offerings.ru, расчеты автора.

Таким образом, наблюдается своеобразное функциональное замещение внутреннего рынка капитала внешним.

### Последствия для внутреннего рынка финансовых услуг

Находя выгодным или по крайней мере приемлемым широкое использование международных рынков капитала, государство в 2000-е годы демонстрировало заметное ослабление стимулов к развитию внутреннего финансового рынка, формированию рыночных институтов, осуществляющих эффективную аллокацию ресурсов, накопление длинных денег в экономике. В целом это вылилось в замедление развития внутреннего рынка финансовых услуг<sup>1</sup>.

Хорошим интегральным показателем, показывающим разные аспекты институционального развития стран, является индекс легкости ведения бизнеса (*Ease of doing business index*). Как

1. Особенно остро такой процесс проявился после 2008 г. Можно было бы отнести его целиком к последствиям финансово-экономического кризиса. Однако в действительности он связан с ним только отчасти. Основное воздействие, на наш взгляд, имели шаги институционального порядка.

видно из рисунка 9, Россия демонстрировала ухудшение данного показателя в 2007–2010 годах. Траектория России была близка к траектории Венесуэлы. Лучшая динамика показателя из взятых для сопоставления экономик наблюдалась в Казахстане, Польше, Китае, Турции.

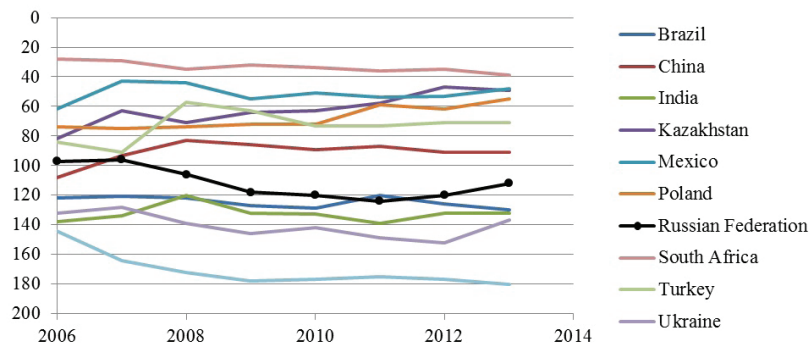


Рисунок 10. Динамика Ease of doing business index, выборка стран, 2006–2013 гг.

Источники: World Bank; IFC.

Другим релевантным индексом, характеризующим условия экономического развития, основанным на множестве компонентов, включая институты, инфраструктуру, качество образования, макроэкономическую среду и прочие, является Индекс глобальной конкурентоспособности (*Global Competitiveness Index*). Динамика России и других взятых для сопоставления стран показана на рисунке 10. Заметим, что экономики Китая, Польши, Турции, Бразилии, Мексики имеют лучшую траекторию индекса, и, если в начале отсчета Россия находилась в данной выборке на шестой позиции, то в отчете, прогнозирующем рост на 2013 год, она оказалась только девятой.

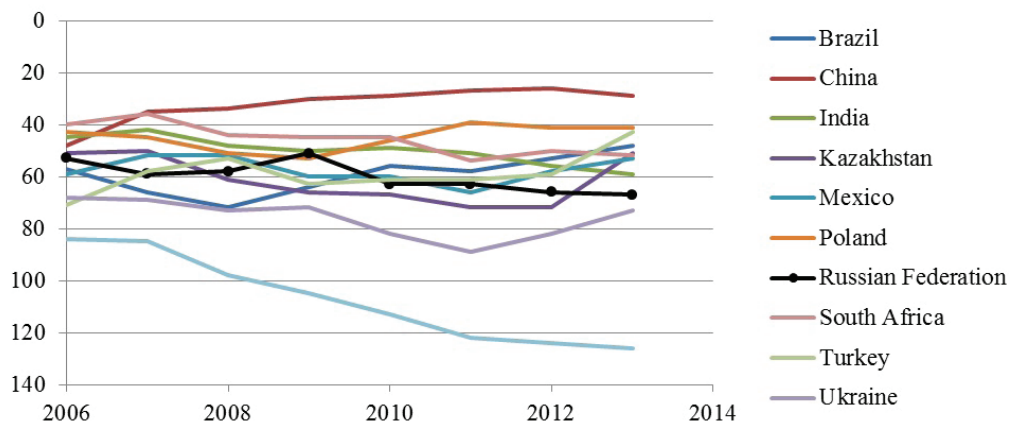


Рисунок 11. Динамика Global Competitiveness Index, выборка стран, 2006–2013 гг.

Источники: World Economic Forum.

Экономика со значительным участием государства позволяет меньше уделять внимания сложным вопросам институциональных преобразований. Правительство может достаточно долго оттягивать этот процесс, пока госкомпании и высокий спрос на сырье в мире позволяют решать бюджетные проблемы.

Однако цикл высоких цен на сырье, по мнению многих экспертов, подходит к концу. А это значит, что в адрес российских госкомпаний уже сегодня поступает вопрос об их эффективности. Финансовые мультипликаторы довольно однозначно указывают на то, что рынки отрицательно смотрят на процесс консолидации корпоративной собственности в руках государства, проявляя сомнения в эффективности такого типа управления компаниями. Так, например, мультипликатор *P/E* для компаний, входящих в расчет индекса РТС, на октябрь 2013 года составляет 4,5. Это ниже исторического уровня данного индикатора (примерно 6,9 на тот же период) и ниже уровней данного индикатора рынков других стран BRIC (SSEC (Китай) 9,5; Vovespa (Бразилия) 13,9; Sensex (Индия) 14,5). По подсчетам аналитиков компании

«Финам», дисконты отдельных секторов российской экономики по коэффициенту  $P/E$  оказываются устойчиво высоки (см. табл. 1). Анализируя данные таблицы 1, можно заметить, что более высокие дисконты характерны для секторов с большей долей рынка, контролируемого госкомпаниями. Таким образом, по всей видимости, фактор государства (предположительно, именно, неэффективное управление и, в частности, высокие издержки) обуславливает возникновение высоких требований со стороны инвесторов в виде дисконтов.

Таблица 1

Дисконты секторов российской экономики  
по коэффициенту  $P/E$  в 2013 году к иностранным аналогам, %

	Дисконт к аналогам развивающихся стран	Дисконт к аналогам развитых стран
Нефть и газ	139	108
Электроэнергетика	70	111
Химия	40	16
Телеком	25	52
Потребительский сектор	10	-4
Металлургия	5	22
Банки	1	91

Источник: Данные ЗАО «Инвестиционная компания «Финам».

Зачастую госкомпании-эмитенты задают не лучшие стандарты поведения, а правительству оказывается сложно менять сложившийся порядок. Так, по мнению бывшего руководителя ФСФР Д. Панкина, проблемой является расследование фактов злоупотребления инсайдерской информацией в отношении инсайдеров, представленных госкомпаниями (Папченкова, Трифонов, 2013). То, что такие случаи имеют место на рынке, находит, например, следующие подтверждения: так, обыкновенные акции «Роснефти» подскочили на 9% за два дня перед подписанием соглашения о стратегическом партнерстве с ExxonMobil в августе 2012 года; за три дня до появления информации о том, что в капитал банка «ВТБ» может войти суверенный фонд Катара, акции показали шестипроцентный рост на высоких оборотах. Ясно, что подобные практики негативно расцениваются инвестиционным сообществом и наносят вред формирующемуся российскому финансовому рынку.

Характерной особенностью 2000-х для российского небанковского финансового рынка стало сокращение числа профессиональных участников и отсутствие роста интереса к сектору со стороны населения.

Наибольшие показатели числа имеющих лицензии профессиональных участников рынка ценных бумаг рынок достигал в апреле 1997 года. В этот период только число брокерско-дилерских компаний превышало 5 тысяч. После кризиса 1998 года этот показатель значительно сократился и в декабре 2001-го составил, по данным Я. Миркина (Миркин, 2002, с. 26), только 618 единиц. Далее, до 2008 года, сектор поступательно рос, но последующие пять лет наблюдается его сильное сжатие (см. рис. 11).

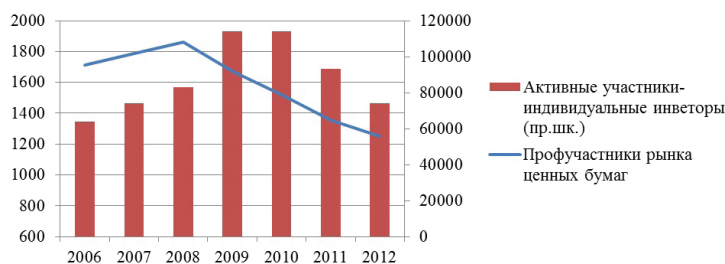


Рисунок 12. Динамика количества организаций – профессиональных участников рынка ценных бумаг и их клиентов – индивидуальных инвесторов, 2006–2012 гг., ед.

Источники: Росстат (Финансы России, 2012, с. 441; Финансы России, 2012, 432), НАУФОР ([www.naufor.ru](http://www.naufor.ru)), расчеты и оценки автора.



Немалую роль в этом сыграло повышение требований к собственному капиталу, устанавливаемых регулятором (табл. 2). Однако даже и без учета этого фактора ведение данного бизнеса в России теряло привлекательность в силу слабого спроса на его услуги со стороны компаний и населения. Частный сектор не проявлял стимула к IPO, динамично рос рынок корпоративных облигаций, однако он серьезно пострадал в период острой фазы финансового кризиса и к сентябрю 2012 года составлял лишь 18% от объема рублевых кредитов банков нефинансовому сектору. Фондовый рынок так и не стал популярным для населения России сектором для осуществления финансовых вложений. О предпочтениях населения наиболее красноречиво говорит структура ежегодного прироста финансовых активов (рис. 2). Как видно, накопление сбережений в ценных бумагах на всем протяжении времени было наименее привлекательным направлением вложений населением своих сбережений. Слабость фондового рынка, его риски порождали эффект консервации негативного отношения населения к его инструментам и недоверия к посредникам.

Таблица 2

## Уровень требований к собственному капиталу профессиональных участников рынка ценных бумаг\*

Вид деятельности	Минимальный требуемый размер собственного капитала, млн руб.					
	С 23.11.1998*1	С 15.08.2000*2	С 01.07.2002*3	С 01.01.2003*3, *4	С 01.01.2005*4	С 01.07.2011*5
Брокерская деятельность	0,42	1,68	5	не изм.	не изм.	35
Дилерская деятельность	0,67	не изм.	0,5	не изм.	не изм.	35
Деятельность по управлению ценными бумагами	2,92	не изм.	5	не изм.	не изм.	35
Деятельность по организации торговли на рынке ценных бумаг	12,5	16,7	25	30	не изм.	80
Депозитарная деятельность	6,26	не изм.	15	20	не изм.	60
Клиринговая деятельность	8,35	не изм.	10	15	не изм.	100
Деятельность по ведению реестра владельцев именных ценных бумаг			10	15 (с 01.01.2004)	30	100

\* Без учета совмещений различных видов деятельности одним лицом.

\*1 Постановление ФКЦБ от 23 ноября 1998 г. № 50 «Об утверждении положения о лицензировании различных видов профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг РФ». Требования указаны в МРОТ. Пересчет сделан по официальной ставке 83,49 с округлением.

\*2 Постановление от 15 августа 2000 г. № 9 «О размере собственных средств соискателей лицензии профессионального участника рынка ценных бумаг и организаций, имеющих названные лицензии».

\*3 Постановление ФКЦБ от 18 июля 2001 г. № 15 «О нормативах достаточности собственных средств профессиональных участников рынка ценных бумаг».

\*4 Постановление ФКЦБ от 23 апреля 2003 г. № 03-22/пс «О нормативах достаточности собственных средств профессиональных участников рынка ценных бумаг».

\*5 Приказ ФСФР от 24 мая 2011 г. № 11-23/пз-н «Об утверждении нормативов достаточности собственных средств профессиональных участников рынка ценных бумаг, а также управляющих компаний инвестиционных фондов, паевых инвестиционных фондов и негосударственных пенсионных фондов».

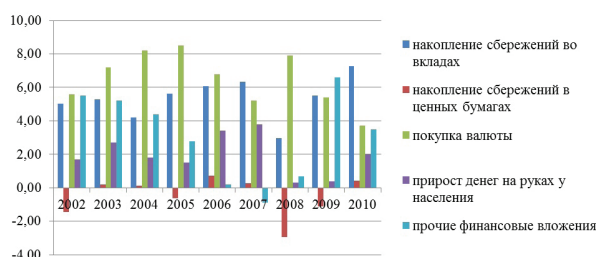


Рисунок 13. Структура прироста финансовых активов на руках у населения, 2002–2010 гг., %

Источники: Росстат (Социальное положение и уровень жизни населения России, 2007, с. 109, 110; Социальное положение и уровень жизни населения России, 2011, с. 99, 100), расчеты автора.

Следует согласиться с мнением А. Гавриленко, активно оппонировавшего неявной позиции государства: «Государство перестало быть заинтересованным в выстраивании сложных демократических отношений и рыночных процедур для выхода компаний на отечественную биржу и предоставления возможности населению заработать на этом», ему «неудобно» работать с деньгами отечественных инвесторов и оно работает только с инвесторами, которые ему удобны. «Отечественный инвестор и его деньги... остаются невостребованным» (Гавриленко, 2012, с. 34)).

На конец 2012 года число физических лиц, зарегистрированных в качестве клиентов брокерских компаний на Московской бирже, составило порядка 800 тыс.<sup>1</sup> В среднем по году число клиентов, относимых к категории активных инвесторов на Московской бирже, не превышало 75 тыс.<sup>2</sup> Число пайщиков, имеющих ненулевые счета в ПИФах, в конце 2012 г. – 320 тыс.<sup>3</sup> Оценка общего числа индивидуальных инвесторов – не более 0,7% от численности всего населения России. Это крайне ничтожная цифра в сравнении с другими экономиками, как развитыми, так и некоторыми формирующимися. Для сопоставления приведем оценку данного показателя для ряда стран на начало 2012 г.: США 28,7% (90 млн чел.), Великобритания 23,9% (15 млн чел.), Германия 14,7% (12 млн чел.), Бразилия 9,8% (20 млн чел.), Индия 0,5% (6,5 млн чел.), Китай 7,0% (94 млн чел.).

Так как имущественная экспансия государства постепенно затронула весь финансовый сектор – начиная с банков и заканчивая инвестиционными компаниями (наиболее показательный случай – приобретение Сбербанком компании «Тройка-диалог»), значение и влияние частных брокерско-дилерских (инвестиционных) и инфраструктурных компаний, а также их саморегулируемых организаций (НАУФОР, НФА, ПАРТАД) в последние годы заметно ослабло. На это, например, обращали внимание М. Алексеев и А. Гавриленко в интервью журналу «Рынок ценных бумаг» (Алексеев, 2012 г; Гавриленко, 2012, с. 27, 33). Как результат, позиция небанковских финансовых компаний при принятии стратегически важных решений, касающихся развития сектора, внесении кардинальных изменений в законодательство становилась все менее интересна регулятору. Как сообщает П. Лансков (Лансков, 2011, с. 57]), при ФСФР формально существовал, но никогда не действовал общественный совет, вопрос же о необходимости трансформации финансового регулятора по коллегиальной модели вследствие своей бесперспективности более или менее серьезно обсуждался еще почти 10 лет назад. Слабость позиции сектора небанковских финансовых организаций особенно остро проявилась в последние два года, когда готовился и принимался закон «О центральном депозитарии» (А. Гордон указывает, что в итоговой редакции закон лишился согласованных в рамках рабочей группы А. Волошина положений (Гордон, 2012, с. 83)), осуществлялось реформирование структуры рынка (объединение ММВБ и РТС), готовился проект о централизации надзора (включении ФСФР в состав Банка России).

В конечном итоге крайне спорное решение интегрировать ФСФР в состав Банка России<sup>4</sup>, являющееся логическим продолжением цепочки событий от поглощения госбанками частных игроков к слиянию бирж ММВБ и РТС (Варданян, 2012; Соловьев, 2012), отражает фактическое поражение небанковского финансового сектора в борьбе за свой рынок, за чем может последовать изменение его структуры, упрощение сектора, ослабление конкуренции, продолжение снижения числа профессиональных участников, делистинга эмитентов и потери ликвидности торговыми площадками.

1. Данные, объявленные представителями Московской биржи на XII Всероссийской конференции участников финансового рынка (ноябрь 2012) ([www.ifru.ru](http://www.ifru.ru)).

2. Расчет сделан на основе данных ресурса «Ведущие операторы. Число активных клиентов», размещенного на сервере Московской биржи ([www.rts.micex.ru](http://www.rts.micex.ru)). XII Всероссийская конференция участников финансового рынка

3. По данным медиахолдинга РБК ([www.rbc.ru](http://www.rbc.ru)).

4. То есть фактически упразднить самостоятельного регулятора, отвечающего за специфический сектор (включающий инфраструктуру, пенсионные фонды, брокерско-дилерские, управляющие и страховые компании), за установление правил поведения финансовых посредников, обеспечение защиты прав инвесторов, развитие рынка в интересах широкого круга потребителей финансовых продуктов и услуг (данный перечень функций является посторонним для ЦБ).

Несут ли перечисленные негативные феномены какие-либо неудобства крупным корпорациям с государственным участием и их бенефициарам? По-видимому, нет. Они не затрагивают их интереса осуществлять зарубежные заимствования и выводить капитал за рубеж.

Таким образом, мы показали, что политика имущественной экспансии государства, осуществляемая в последнее десятилетие, оказывала следующее воздействие на российский финансовый рынок. Во-первых закреплялось доминирование долговых источников финансирования компаний (98 % в структуре таких источников в 2012 году) при сохранении слабости сектора акций. Во-вторых, происходило частичное замещение внутреннего рынка капитала внешним, росла зависимость российского финансового и нефинансового сектора от зарубежных источников привлечения капитала, происходил переток ликвидности на международные рынки, российские компании (в т.ч. имеющие госучастие) активно прибегали к услугам зарубежных посредников на всех этапах процесса привлечения капитала и дальнейшего обслуживания. В-третьих, (как следствие) в период 2002–2012 годов. наблюдалось ослабление развития внутреннего финансового сектора: стагнировали показатели внутреннего кредита, обеспеченного банковским сектором, к ВВП, оборота фондового рынка к ВВП, взвешенных по ВВП страховых премий, несмотря на низкую базу чрезвычайно медленно рос индикатор «Активы в негосударственных пенсионных институтах к ВВП», снижался индикатор «Стоимость чистых активов паевых фондов к ВВП». Значительные потери численности и регионального покрытия продемонстрировал сектор небанковских финансовых компаний. Все это ослабляло интерес к сектору со стороны населения, создавало трудности для продвижения сопряженных реформ (например, пенсионной реформы в части расширения участия населения в системе добровольных пенсионных накоплений). Все перечисленное относится к негативному прямому и косвенному влиянию имущественной экспансии государства на финансовый сектор и отдельные его сегменты. При этом, полагая, что финансовое развитие является существенным фактором экономического роста, следует сделать вывод, что выявленные негативные последствия государственной экспансии в экономику через каналы финансового сектора оказали свое отрицательное воздействие на рост экономики России (в последнем прогнозе МВФ экономический рост в России в текущем 2013 году предсказывается на уровне 1,5%, а в 2014-м – до 3% (International Monetary Fund, 2013, p. 2)), и, к сожалению, это влияние в перспективе продолжится.

Вместе с тем не следует абсолютизировать выбранный аспект проблемы экспансии государства в экономику. Отдельные тезисы, характеризующие данный процесс с точки зрения выдвинутых гипотез, имеют дискуссионный характер. Отразим некоторые из них.

В частности, смещение финансовой структуры в пользу банков находит объяснение в экономической теории в рамках концепции асимметричной информации. Авторы подчеркивают, что банки лучшим образом выполняют функцию мониторинга и контроля корпоративных заемщиков в сравнении с рынком. Это наблюдение в большей степени правомерно для случая стран с менее эффективной судебной-правовой системой. Таким образом, банки в России в определенной степени исправляют недостатки правовой системы в части защиты инвестиций. Как подчеркивается в работе Т. Бека и соавт. (Beck et al., 2000), даже в странах со слабыми правовыми системами, стандартами отчетности, мощные банки в состоянии получить объективную информацию от компаний и заставить их соблюдать свои обязательства, тем самым способствуя развитию экономики.

Выше говорилось, что нарастание внешнего корпоративного долга проходило благодаря преимущественно заемной активности госкомпаний и компаний с госучастием. Строго говоря, нет прямых оснований полагать, что внешний долг рос бы меньшими темпами, если бы в капитале заемщиков не было бы столь широко представлено государство.

Смягчая тональность в отношении способов, которые использовало государство при формировании государственно-капиталистической модели экономики, А. Радыгин (Радыгин, 2008) указывает, что формат сделок купли-продажи активов преимущественно был цивилизованным, хотя сделки для продавца не всегда были добровольны («рыночно-силовой» характер

передела собственности). Это способствовало росту рынка инвестиций, расширению спроса на услуги финансовых посредников, повышению капитализации эмитентов.

Не следует характеризовать предпринимаемые правительством меры, нацеленные на снижение стоимости зарубежных заимствований, только с точки зрения выгод, приносимых российским госкомпаниям. Результат был столь же выгоден и иным категориям заемщиков, привлекающих капитал как на внешних, так и на внутреннем рынке.

Также положительные аспекты рассмотренного процесса могут быть выявлены на стороне краткосрочных фискальных эффектов и упрощения задачи сбора фискальных платежей, потенциальных выигрышей для бюджета от последующей продажи активов (сценарий, который требует своих условий). В этой связи разрастание внешней задолженности, генерируемой госкомпаниями, хоть и несет ряд упомянутых выше угроз и рисков, однако нельзя исключить, что Минфин найдет адекватные меры для поддержания умеренного уровня корпоративного внешнего долга и приемлемого уровня расходов по его обслуживанию, наладит проведение регулярной оценки долговой устойчивости корпораций, так, чтобы компании с госучастием переняли лучшую мировую практику корпоративного управления в области управления долгом (Основные направления государственной долговой политики... с. 52–53). Между тем все это влечет дополнительные издержки мониторинга.

Сделанные замечания не ослабляют остроты изученной в работе проблемы. В современных условиях политический ответ на нее существенно затруднен. По-видимому, не стоит ждать существенных изменений в финансовом секторе при сохранении модели государственного капитализма со всеми ее сущностными и внутрироссийскими особенностями. Как уже показало время, даже всерьез поставленные цели (определенные Концепцией создания международного финансового центра в Российской Федерации, дополненные необходимыми бюрократическими и экспертными структурами и механизмами, как то Совет при Президенте по развитию финансового рынка, Международный консультативный совет по созданию и развитию международного финансового центра, Рабочая группа А. Волошина с подчиненными ей проектными группами) не могут быть достигнуты, сдерживаемые существующими фундаментальными условиями.

### Список литературы

1. Абрамов А., Радыгин А. Финансовый рынок России в условиях государственного капитализма // Вопросы экономики. 2007. № 6. С. 28–44.
2. Алексеев М. В 1996 году, даже не входя в совет директоров биржи, я имел намного больше возможностей заниматься ее развитием // Рынок ценных бумаг. 2012. № 9. С. 26–28.
3. Варданын Р. Важно восстановить доверие к фондовому рынку // Рынок ценных бумаг. 2012. № 9. С. 30–32.
4. Гавриленко А. Фондовый рынок – это не игрушка для власти // Рынок ценных бумаг. 2012. № 9. С. 33–35.
5. Гордон А. Унылое пике фондового рынка // Рынок ценных бумаг. 2012. № 9. С. 82–84.
6. Градецкий А., Жердяев Ф. Стратегии госкомпаний: без особых амбиций. Проект «Эксперт-400» // Эксперт. 2012. № 39. С. 126.
7. Додонов И., Пальянов А. Стратегия компании «Финам» на IV квартал 2013 г. Инвестиционный холдинг «Финам», 2013. – 25 с.
8. Жизненко О. (2012). Монополии – естественные и искусственные (на примере создания центрального депозитария) // Рынок ценных бумаг. 2012. № 7. С. 60–61.
9. Инвестиции в России: возможности, проблемы, перспективы... // Рынок ценных бумаг. 2011. № 6. С. 56–58.
10. Инвестиции в России. 2005: Стат. сб./ Росстат. М., 2005. С. 45.
11. Инвестиции в России. 2009: Стат. сб./ Росстат. М., 2009. С. 45.



12. Инвестиции в России. 2011: Стат. сб./ Росстат. М., 2011. С. 46.
13. Кувшинова О., Письменная Е. Еще один бюджет // Ведомости. 06.11.2012, № 210.
14. Лансков П. Инвестиции в России: возможности, проблемы, перспективы... // Рынок ценных бумаг. 2011. № 6. С. 56–58.
15. Мау В. Экономика и политика в 2011: глобальный кризис и поиск новой модели роста // Вопросы экономики. 2012. № 2. С. 4–26.
16. Миркин Я.М. Рынок ценных бумаг России: воздействие фундаментальных факторов, прогноз и политика развития. М.: Альпина Паблишер, 2002. – 624 с.
17. Мишкин Ф. Экономическая теория денег, банковского дела и финансовых рынков: Пер. с англ. М.: Вильямс, 2008. – 880 с.
18. Основные направления государственной долговой политики Российской Федерации на 2013–2015 гг.
19. Папченкова М., Трифонов А. ФСФР уперлась в госкомпанию // Ведомости. 19.02.2013. № 27.
20. Радыгин А. Россия в 2000–2004 годах: на пути к государственному капитализму? // Вопросы экономики. 2004. № 4. С. 42–65.
21. Радыгин А. Государственный капитализм и финансовый кризис: факторы взаимодействия, издержки и перспективы// Экономическая политика. 2008. № 6. С. 88–105.
22. Радыгин А., Симачев Ю., Энтов Р. Государство и разгосударствление: риски и ограничения «новой приватизационной политики»// Вопросы экономики. 2011. № 9. С. 4–26.
23. Соловьев Д. Может быть, один взгляд назад мне откроет в будущее глаза... // Рынок ценных бумаг. 2012. № 9. С. 58.
24. Социальное положение и уровень жизни населения России. 2007: Стат. сб. / Росстат. М., 2007. С. 109, 110.
25. Социальное положение и уровень жизни населения России. 2011: Стат. сб. / Росстат. М., 2011. С. 99, 100.
26. Финансы России. 2012: Стат. сб./ Росстат. М., 2010. С.441.
27. Финансы России. 2012: Стат. сб./ Росстат. М., 2012. С. 432.
28. Яковлев А.А., Данилов Ю.А. Российская корпорация на 20-летнем горизонте: структура собственности, роль государства и корпоративное финансирование // Российский журнал менеджмента. 2007. № 1, т. 5. С. 3–34.
29. Arakelyan, M., Nestmann, T. (2011), Russia's quasi-sovereign debt. A sizeable contingent liability. Deutsche Bank Research. January 27, p. 10.
30. Beck, T., Demirgüç-Kunt, A., Levine, R., Maksimovic, V. (2000). Financial Structure and Economic Development: Firm, Industry, and Country Evidence. June 14. World Bank, mimeo.
31. Boot, A.W.A., Thakor A. (1997), Financial System Architecture, Review of Financial Studies, 10 (1997) 693–733.
32. Demirgüç-Kunt, A., Levine, R. (2001), Financial Structures and Economic Growth: A Cross-Country Comparison of Banks, Markets, and Development, Cambridge, MA: MIT Press.
33. Goldsmith, R.W. (1969), Financial Structure and Development, New Haven, CT: Yale University Press.
34. La Porta, R., López-de-Silanes, F., Shleifer, A., Vishny, R.W. (1997), Legal determinants of external finance, Journal of Finance. 52(3) (1997) 1131–1150.
35. Levine, R. (1997), Financial Development and Economic Growth: Views and Agenda, Journal of Economic Literature, 35 (1997) 688–726.
36. World economic outlook: Transitions and Tensions. – Washington, DC: International Monetary Fund, 2013. 249 p.