

УДК 330.147; 336.64; 336.714

ОБ ОСОБЕННОСТЯХ ФОРМИРУЮЩЕЙСЯ ОТЕЧЕСТВЕННОЙ МОДЕЛИ ИНВЕСТИЦИОННОГО РЫНКА

А. А. Котуков

Дополнительный офис Центрально-Черноземного банка Сберегательного банка РФ

Общей характеристикой экономических систем, находящихся в переходном состоянии, является распад существовавших ранее способов организации воспроизводственных процессов. Разрушение системы инвестирования, существовавшей прежде в рамках централизованно управляемой экономики, произошло в относительно сжатые сроки. Процесс формирования новой системы воспроизводственных отношений представляет собой длительный период, закономерности которого недостаточно осознаны как на теоретическом уровне, так и в области их практической реализации.

Существующие в странах с развитой рыночной экономикой принципы организации и функционирования инвестиционных рынков, при безусловном наличии страновой специфики, имеют определенные общие черты. Широко распространено представление о двух основных моделях инвестиционного рынка — так называемой англо-американской и европейской, или континентальной.

В основе различий между этими концептуальными моделями лежит несколько принципов, реализуемых как в области финансирования капиталовложений (на первичном рынке), так и на вторичном рынке ценных бумаг. Эти принципы находят свое выражение в системе отношений реального сектора (производственных предприятий) с финансовым сектором экономики (банковскими и инвестиционными институтами), в структуре корпоративной собственности и в системе контроля инвесторов над корпорациями. Закономерным выражением этих принципов является система регулирования рынка, выражающаяся во взаимодействии

интересов государства и непосредственных участников инвестиционных процессов.

Для англо-американской модели инвестиционного рынка характерны:

- распыленная между множеством частных акционеров структура корпоративной собственности;

- отделение кредитно-банковской деятельности от инвестиционной; фондовый рынок выступает в качестве существенного источника финансирования инвестиций корпораций;

- преобладание в структуре оборота рынка корпоративных ценных бумаг;

- развитое законодательство, направленное на обеспечение равноправия и защиту интересов инвесторов, прежде всего, мелких; ограничение государственного вмешательства в функционирование рынка.

Европейской, или франко-немецкой модели инвестиционного рынка, свойственны:

- значительная роль государства не только как регулирующего органа, но и как непосредственного участника рынка (учредителя бирж, других инвестиционных институтов);

- присутствие государства на фондовом рынке с участием банков;

- преобладание в структуре торговли государственных ценных бумаг над корпоративными;

- существенно меньшая роль специальных методов, мер и нормативных положений законодательства, защищающего интересы мелких (частных) инвесторов;

- и, наконец, как отмечают западные авторы, большая «законопослушность» участников рынка.

Анализ фактического материала, содержащегося в периодических изданиях, научной и публицистической литературе и от-

ражающего процессы формирования российского инвестиционного рынка, позволяет, по нашему мнению, выявить следующие особенности российской модели инвестиционного рынка, влияющие на формы и процессы взаимодействия реального и финансового секторов экономики.

1. РАЗДЕЛЕНИЕ КРЕДИТНОЙ И ИНВЕСТИЦИОННОЙ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ

С момента создания российской финансовой системы кредитно-банковские институты имели универсальный характер, то есть они обладали возможностью совмещать кредитно-банковские виды деятельности с инвестиционными — всеми операциями на рынке ценных бумаг. Так как по величине активов и объему операций банки существенно превосходят инвестиционные институты (ПИФы, ЧИФы, страховые компании и др.), то они имели возможность фактически монополизировать наиболее доходные сегменты финансового рынка. Создание системы государственных заимствований, в рамках которой основными операторами торговли были также банковские институты, усилило позиции банковской системы в целом, а внутри ее — укрепило монополизм крупнейших банков (прежде всего московских), получивших привилегированный доступ на рынок государственных заимствований.

Инвестиционные институты были в большей степени ориентированы на операции с финансовыми инструментами, которые находились вне интересов кредитно-банковских учреждений (например, на первом этапе формирования фондового рынка — приватизационные чеки, позднее — финансовые инструменты низкого качества типа билетов, расписок, еще позднее — корпоративные ценные бумаги) в силу малой доходности вложений или повышенного риска, присущего таким типам инвестиций. В то же время по мере роста привлекательности того или иного сегмента финансового рынка банковские институты увеличивают свое присутствие в этом сегменте.

Наглядным примером может служить деятельность банков на рынке корпоративных ценных бумаг через формирование финансово-промышленных групп, когда крупнейшие предприятия попадают в сферу вли-

яния банков как через приобретение пакетов акций, так и через консолидацию финансовых потоков, а также кредитование.

2. ОТНОШЕНИЯ ПРЕДПРИЯТИЙ С БАНКАМИ И ИНВЕСТИЦИОННЫМИ ИНСТИТУТАМИ

В условиях российской экономики главной отличительной особенностью является разрыв между банковским и реальным секторами экономики, препятствующий кредитованию предприятий.

Основными причинами такого разрыва, по нашему мнению, являются:

- высокие кредитные риски, вызванные не только финансовым состоянием предприятий реального сектора экономики, но и их низким уровнем технического оснащения, не позволяющим производить конкурентоспособную продукцию, пользующуюся повышенным спросом;

- отрицательная разница между средней ставкой процента за пользование ресурсами, предоставленными банком, и средней рентабельностью промышленных предприятий, которая обуславливает низкий платежеспособный спрос на банковские капиталы со стороны предприятий;

- отсутствие в банковской системе так называемых «длинных» денег, что обнажает проблему структурного дисбаланса спроса и предложения на капитал; то есть кредитование реального сектора требует долгосрочных вложений, а банковский сектор может предложить лишь краткосрочные ссуды, что определяет низкую инвестиционную активность субъектов инвестиционного рынка;

- слабая капитализация российской банковской системы, выраженная в недостатке ресурсов для удовлетворения финансовых потребностей реального сектора экономики, что порождает значительное превышение спроса на кредиты над возможным их предложением.

В рамках складывающейся в Российской Федерации модели инвестиционного рынка банковско-кредитные, финансовые и инвестиционные институты играют пока незначительную роль в финансировании инвестиций в реальный сектор. Однако это положение, верное для экономики в целом, не вполне справедливо для группы наиболее крупных предприятий, «станового хреб-

та» российской экономики, для которых рынок долгосрочных кредитов и фондовый рынок уже стали существенными источниками инвестиционных ресурсов.

Собственные средства предприятий являются самым крупным источником инвестиций. Важно отметить, что предприятия ведут достаточно активную инвестиционную деятельность самостоятельно, выступая таким образом не только в качестве основных потребителей инвестиционных ресурсов, но и в качестве инвесторов. Можно утверждать, что предприятия выступают каналами перераспределения инвестиционных ресурсов как между отраслями, так и между регионами, осуществляя таким образом функции, которые в развитых рыночных системах присущи в первую очередь финансовым институтам.

Важные ограничения на возможности увеличения влияния финансовых институтов на производственные предприятия представлены запретом на перекрестное владение акциями (или долями собственного капитала) в рамках финансово-промышленных групп (этот запрет был снят в Законе «О финансово-промышленных группах» в 1995 г.), а также ограничениями на владение банковскими институтами промышленной собственностью. Фактически и первое, и второе ограничение нарушается финансовыми институтами с использованием множества законных способов (например, созданием нескольких юридически независимых предприятий, между которыми распределяются соответствующие доли промышленной собственности) и, вероятно, не вполне законных. Таким образом, основная цель такого рода запретов — снижение совокупного риска, которому подвергаются вложения инвесторов, — не достигается, приводя к обратному результату.

3. СТРУКТУРА КОРПОРАТИВНОЙ СОБСТВЕННОСТИ

Тенденции в этой области являются трудноуловимыми как в силу малой доступности информации о фактическом распределении промышленной собственности (такая информация доступна держателям реестров акционерных обществ и руководителям предприятий на дату сверки и предоставления реестра перед проведением годового собрания акционеров), так и в силу существования номинальных владельцев и мно-

гозвенной системы дочерних и зависимых компаний — держателей пакетов ценных бумаг производственных предприятий. С определенной степенью достоверности можно использовать данные ГКИ и РФФИ по распределению пакетов по итогам приватизации. Динамика изменения структуры корпоративной собственности в общем случае менее достоверна и опирается преимущественно на данные обследований.

Тем не менее, с учетом высказанных сомнений в достоверности информации, с некоторой осторожностью можно считать, что сформированная в результате приватизации структура промышленной собственности (с преобладанием мелких инвесторов в лице работников предприятий и более крупных — руководителей) не является устойчивой. Основная тенденция ее изменения — сокращение доли мелких и внутренних акционеров за счет расширения доли крупных и внешних. При этом вероятно отраслевая дифференциация усиления влияния внешних инвесторов, которых можно разделить на финансовых, ориентированных, прежде всего, на извлечение доходов от вложений без участия в управлении предприятием, и стратегических, ориентированных на увеличение доли рынка и участие в управлении предприятием.

Инвесторы из числа нефинансовых предприятий в большей степени тяготеют к стратегическим инвестициям, такого рода инвесторы широко известны, в частности, в пищевой промышленности, а также в цветной металлургии. Весьма вероятно, что непосредственным результатом финансового кризиса 1998 г. в данной области стало изменение структуры корпоративной собственности за счет снижения доли финансовых инвесторов и увеличения доли собственности нефинансовых предприятий.

4. СИСТЕМА КОНТРОЛЯ ИНВЕСТОРОВ НАД КОРПОРАЦИЯМИ

В условиях развитого рынка основная возможность контроля мелких инвесторов над корпорациями заключается в доступности информации об объекте их инвестиций и в наличии ликвидного рынка инвестиций и рынка инвестиционных товаров, которые позволяют избавиться от своего вложения или заменить его на более привлекательное. Необходимым условием является также на-

личие юридических гарантий по реализации прав инвесторов.

Крупные инвесторы могут воздействовать на состав руководящих органов корпораций, выбор основных направлений производственной и финансовой политики предприятия, контроль за результатами такой деятельности. Общей тенденцией развитых рынков является объединение вложений мелких инвесторов в различных формах коллективных инвестиций, что нехарактерно для отечественного инвестиционного рынка.

В условиях развивающегося рынка мелкие акционеры и инвесторы реально не имеют механизмов контроля над корпорациями, а взаимоотношения крупных инвесторов с предприятием — объектом инвестиций находятся в недостаточно развитом правовом поле, что приводит к индивидуализации каждого конкретного случая и использованию неэкономических мер воздействия.

Так как формы коллективных инвестиций находятся в зачаточном состоянии, а предложенные для объединения индивидуальных вложений чековые и паевые инвестиционные фонды слабо подготовлены к работе в условиях сжимающегося рынка, то наиболее вероятно выживание крупнейших инвесторов, чьи инвестиционные портфели сочетают небольшое количество крупных пакетов ценных бумаг предприятий, контроль над которыми осуществляется не только за счет самого факта принадлежности пакета акций, но и за счет взаимосвязей по технологической или коммерческой цепочке (поставщики, покупатели, кредиторы и т.д.), а также прямого обмена высшими руководителями.

5. ПРОСТРАНСТВЕННОЕ РАЗМЕЩЕНИЕ ИНСТИТУТОВ ИНВЕСТИЦИОННОГО РЫНКА

В настоящее время банковская система России насчитывает 1583 банка, из которых только 1300 являются фактически действующими. Особенностью российской банковской системы в отличие от устройства банковских систем экономически развитых стран является относительно малый удельный вес специализированных банков и невысокая насыщенность банковскими структурами значительной части территории страны, особенно ее периферийных районов.

АРБ характеризует неравномерность размещения финансовых институтов следующим образом: в Москве находится 620 кредитных учреждений, в Санкт-Петербурге — 42, в Республике Дагестан — 40, в Тюменской области — 33, в Свердловской — 30, в Краснодарском крае — 28, в Республике Татарстан — 25, в Ростовской области — 25, в Московской области — 19. В то же время в ряде регионов страны (Республика Карелия, Республика Марий Эл) зарегистрировано 1—2 банка, а в Еврейской АО и Чукотской АО ни одного.

Пространственная локализация инвестиционного рынка определяется, прежде всего, размещением институтов-посредников, аккумулирующих ресурсы. Инвесторы и потребители инвестиций в общем случае могут быть территориально разделены, а в наших условиях крупнейшие потребители инвестиций (например, предприятия сырьевых отраслей) чаще всего отделены от источников инвестиций. Следовательно, именно уровень развития элементов инфраструктуры инвестиционного рынка на территории определяет место его нахождения. С этой точки зрения в России формируется моноцентрическая модель инвестиционного рынка с единым перераспределительным центром в г. Москва. Возможности создания национального рынка за счет развития региональных центров (объединяющих несколько территорий), которые существовали на протяжении 1991—1996 гг. в городах Санкт-Петербург, Екатеринбург, Новосибирск, Владивосток и нескольких других городах, были существенно сокращены в результате финансового кризиса 1997—1998 гг.

6. УЧАСТИЕ ИНОСТРАННЫХ ИНВЕСТОРОВ

Как и в большинстве других стран, в России ограничено присутствие иностранного капитала на инвестиционном рынке. Это ограничение является наиболее жестким в области банковско-кредитной деятельности и более мягким — на рынке ценных бумаг. В данном случае важно разделить рынок ценных бумаг на рынок корпоративных бумаг и рынок государственного долга. Если иностранное присутствие на рынке корпоративных бумаг регулируется прежде всего антимонопольным законодательством и довольно близ-

ко к режиму, существующему для отечественных инвесторов (за небольшими исключениями), то рынок государственного долга вплоть до весны 1996 г. был закрыт для иностранных инвесторов. В то же время иностранные ресурсы привлекались для финансирования государственного долга как по линии банковских кредитов, так и в рамках международной помощи.

Однако законодательные ограничения на деятельность иностранного капитала не подкреплены действенными мерами контроля за их выполнением. Это приводит фактически к незащищенности внутреннего инвестиционного рынка и подчиненности его международному рынку, что стало очевидным в течение 1997—1998 гг.

Приток иностранных инвестиций не соответствует основным параметрам отечественной экономики: объему производства, емкости национального рынка, обеспеченности полезными ископаемыми, природными ресурсами, дешевой и квалифицированной рабочей силой. Кроме того, неудовлетворительна для российской экономики складывающаяся отраслевая и региональная структура иностранных инвестиций, приоритет в которых принадлежит добывающим отраслям, что не способствует формированию эффективной структуры российской экономики. Отраслевая структура зарубежных инвестиций не свидетельствует об активизации капиталовложений иностранными предпринимателями в направлении реального сектора экономики. В региональном аспекте структура зарубежных вложений также не способствует выравниванию уровня социально-экономического развития субъектов Российской Федерации.

7. ГОСУДАРСТВЕННОЕ РЕГУЛИРОВАНИЕ ИНВЕСТИЦИОННОГО РЫНКА

Разнообразные комбинации вышеперечисленных параметров модели национального инвестиционного рынка создают объективные потребности для конкретных форм регулирования процессов функционирования его самого и его сегментов. Как можно предположить, наличие немногочисленного устойчивого круга крупных собственников или традиционно высокий уровень защиты мелких инвесторов не требуют вмешательства органов государственного управ-

ления в деятельность участников рынка, которая в большей степени регулируется самоуправляемыми организациями.

Система государственного регулирования инвестиционной деятельности к настоящему времени не является сложившейся. Наряду с очагами более продвинутого регулирования (например, в банковской деятельности) существуют области конфликтного и двойного регулирования, а также области, в которых фактически отсутствует регулирование. Имеется в виду формальное существование определенных намерений (например, бюджета развития, стабилизационного фонда) при отсутствии механизмов реализации и системы контроля за их реализацией. В качестве характеристик системы регулирования можно назвать ее непоследовательность, случайный характер воздействий, отсутствие единства и преемственности политики. Структура органов регулирования не ориентирована на функциональный подход.

Пожалуй, наиболее существенной формой влияния государства на развитие инвестиционного рынка оказалось гипертрофированная эмиссия государственных ценных бумаг, которая подавляющим образом влияет на остальные сегменты рынка. По аналогии с японской моделью, а также рыночной моделью стран Юго-Восточной Азии для современного периода в России характерно сращивание государственной власти с крупнейшими корпорациями на основе обмена постов между государственными чиновниками и высшим руководством корпораций.

Особенности складывающегося российского рынка налагают повышенные требования к уровню регулирования как в силу неустойчивости его структуры и низкого уровня защиты инвесторов, так и его подверженности системным кризисам (внутренним и международным). Существующая система государственного регулирования пока не отвечает этим требованиям.

В заключение отметим, что изучение процессов формирования инвестиционного рынка является основой для создания концепции управления рынком, то есть сознательного использования возможностей, предоставляемых рынком, для реализации выдвинутых обществом целей с помощью механизмов и инструментов, адекватных сложившейся форме организации инвестиционного рынка.