

© **Золотарев В.С.**,  
ректор РГЭУ «РИНХ», зав. кафедрой  
«Финансовый менеджмент»,  
д.э.н., профессор

© **Алифанова Е.Н.**,  
доцент кафедры «Финансово-  
экономический инжиниринг»  
РГЭУ «РИНХ», к.э.н.

### **ВЛИЯНИЕ ИНСТИТУЦИОНАЛЬНЫХ ИННОВАЦИЙ НА КАЧЕСТВЕННЫЕ ХАРАКТЕРИСТИКИ И НАПРАВЛЕНИЯ РАЗВИТИЯ РОССИЙСКОГО ФОНДОВОГО РЫНКА**

Исследование экономического развития в контексте институциональной парадигмы — это анализ инноваций институтов.

Целью теории институциональных изменений является выявление внутренних (эндогенных) факторов институциональных изменений, что существенно для дальнейшего развития экономической науки. Изменения в относительных ценах и в предпочтениях экономических субъектов являются важнейшими факторами институциональных изменений. Всякая институциональная структура (регулирующие правила) является «причудливым конгломератом» из тех институтов, что стимулируют рост, и тех, что способствуют развитию монополизма, перераспределению дохода и неэффективному разме-

щению ресурсов. Преобладание первых в институциональной структуре и создает определяемый траекторией тип экономического развития [3, с. 12].

Развитие финансовых рынков и рынков ценных бумаг, в частности, в контексте институционального развития имеет объективной целью снижение издержек трансакций в экономической системе, которое обеспечивается институциональными инновациями. Это одна из фундаментальных причин возникновения рынка вообще как экономического института и финансового рынка в том числе, а следовательно, и одна из его системных функций. Но, с другой стороны, реальные финансовые рынки являются рынками с информационной асимметрией, которая вызывает рост издержек трансакций. Как бы ни складывался баланс этих процессов на конкретных рынках, объективная логика развития экономической системы состоит в снижении информационной асимметрии, издержек функционирования, в повышении степени эффективности финансовых рынков.

Существенное ускорение институциональной динамики российского фондового рынка произошло в 2005 г., и на этой основе ускорилось его развитие по ряду направлений: обобщающим показателям развития; институциональному развитию; финансовой открытости и вовлеченности в процесс глобализации.

Важнейшими факторами роста российского фондового рынка в 2005 г. стали институциональные изменения и их эффекты, основные из которых систематизированы в таблице 1.

Следует особо отметить качественные изменения в регулировании Федеральной службой по финансовым рынкам (ФСФР) фондового рынка: масштабные и комплексные институциональные изменения по ряду направлений повышения качества функционирования рынка инициированы ФСФР, что свидетельствует о формировании системного видения проблем развития рынка у регулятора, активном поиске путей их решения, и нашло отражение в

Таблица 1. Влияние основных институциональных изменений на качественные характеристики и направления развития российского фондового рынка в 2005 г.

<i>Институциональные изменения</i>	<i>Институциональный эффект, направления изменения</i>
1. Процесс консолидации активов в государственной собственности	- изменение структуры прав собственности и перераспределение квазиактивов от специализированных инвестиций в пользу государства как собственника активов и прямого регулятора финансовых потоков в более широком секторе экономики; - изменение структуры издержек транзакций в пользу иерархического типа экономической координации
2. Либерализация рынка акций «Газпрома», в т. ч. снятие 20% ограничения с акций, которые могут принадлежать иностранным инвесторам, диверсификация его деятельности в нефтяной отрасли: приобретение «Сибнефти»	— расширение емкости и повышение ликвидности рынка; - отмирание неформальных «серых» схем преодоления ограничений на владение иностранными инвесторами акциями «Газпрома»
3. Установление непосредственного (прямого) контроля государства над «Газпромом»	- установление более четкой структуры прав собственности и снижение издержек агентских отношений, контроля и др. издержек транзакций государства
4. Снижение политических рисков в связи с локализацией дела «Юкоса»	- снижение несистематических рисков и издержек транзакций
5. Повышение суверенного кредитного рейтинга	- снижение издержек привлечения инвестиций, создание условий роста вовлеченности в процесс финансовой глобализации
6. Новые нормы регулирования фондового рынка по направлениям: - повышения транспарентности и раскрытия информации участниками рынка; - противодействия отмыванию доходов, полученных преступным путем; - снижения издержек эмиссионного процесса и функционирования инфраструктуры рынка	- снижение издержек транзакций по ряду направлений; - снижение уровня информационной асимметрии; - повышение качества оценки финансовых активов рынком и, как следствие, качества его функционирования

«Стратегии развития финансовых рынков Российской Федерации» [2].

К экономическим факторам роста фондового рынка в 2005 г. относятся ускорение темпов экономического роста России, высокие цены на нефть и другие экспортные товары. По предварительным данным, ВВП России в реальном выражении в 2005 г. вырос на 6,4% (против прогноза 5,9%)<sup>1</sup>, цены на нефть достигли уровня 70 долл. за баррель, что в 6 раз превышает 10-летний исторический минимум 1998 г.

<sup>1</sup> С 2002 г., когда было заявлено о необходимости удвоения ВВП, экономика выросла на 22,3%. Номинально объем ВВП удвоится уже в 2006 г.: с 10,83 трлн руб. в 2002г. до 24,38 трлн руб. в 2006 г. (прогноз) / <http://www.economy.gov.ru>

В результате рост индекса РТС в 2005 г. составил 85,4%, а индекса ММВБ — 87%, что отражает как тенденции экономического роста, так и институциональное развитие рынка. Динамичное развитие фондового рынка отражает принципиальные изменения динамики производства и инвестиций в российской экономике во второй половине 2005 г., когда произошел ее перелом: темпы прироста промышленного производства достигли 10% в годовом выражении, и их повышательный тренд развивался до конца года, в этот же период начался рост темпов прироста инвестиций, который достиг в ноябре 15% в годовом выражении. Стагнация 2004 г. была преодолена.

Предыдущий период роста фондового рынка (2002–2003 гг.) также совпал

с периодом инвестиционного роста. Изменилась структура инвестиционного спроса: не только нефтяная отрасль, но и транспорт, энергетика, т.е. отрасли инфраструктуры, проявляют высокую инвестиционную активность, что способствует диверсификации экономики. Однако этот рост инвестиций обеспечен, прежде всего, активностью госкомпаний, кроме того, инфраструктурные проекты всегда предполагают значительное участие государства. В 2006 г. плановые инвестпрограммы крупнейших госкомпаний («Газпрома», «РАО ЕЭС России», ОАО РЖД, «Роснефти» и др.) оцениваются суммарно в 25 млрд долл., что составляет около четверти от общей суммы инвестиций в российскую экономику в 2005 г. [4, с.25] При этом потенциально прямое финансирование государством этих проектов за счет средств Инвестфонда ограничено 2,5 млрд долл., т.е. не превышает 10% общего объема этих инвестиций. Это одна из причин планирования выхода госкомпаний на рынок публичных первичных размещений (ИРО), т.е. роста объема привлечения инвестиций на фондовом рынке в 2006 г.

Слабость финансовой системы и ее рынков выступает фундаментальным ограничением на развитие российской экономики. Государством консолидированы крупные финансовые ресурсы к началу 2006 г.: 174 млрд долл. золотовалютных резервов, около 50 млрд долл. в Стабилизационном фонде и еще столько же — текущий профицит бюджета, в сумме почти 40% ВВП. Однако резервы Центрального банка и Стабилизационный Фонд не могут быть основой экономического развития, они не являются производительными активами, они призваны обеспечивать финансовую устойчивость экономики. В рыночной экономике существует фундаментальное соотношение между стоимостью активов в экономике (ее капитализацией) и ВВП, который создает эти активы, это соотношение, которое выявил Фернан Бродель — 5:1. В США базовое соотношение — 5:1, в

Японии, Германии, Франции — 6:1, в Великобритании — 7:1 (в этой стране очень сильно развит финансовый рынок), в Китае это соотношение 3:1, в Бразилии — 2:1, а в России — 1:1. Это означает, что экономика России перенапряжена [10, с.11].

Важнейшей целью развития финансовой системы и ее рынков должно быть наращивание капитализации экономики и ее активов. Это институциональное условие финансовой безопасности страны, его невыполнение влечет за собой замещение национальных финансовых институтов иностранными, переход контроля над национальным акционерным капиталом и финансовыми потоками к нерезидентам. Поэтому рост капитализации российского фондового рынка на основе роста цен его активов — позитивная тенденция для экономики с относительно низкой капитализацией.

В течение первых 5-ти месяцев 2005 г. индекс РТС вырос лишь на 6,6%, в июне-сентябре произошло резкое ускорение его динамики рынка — индикатор вырос на 56% (при росте объема торгов), превысил исторический максимум (785 пунктов) и достиг нового рубежа 1000 пунктов (30 сентября), а к концу года — 1300 пунктов, что обеспечило годовую доходность по индексу РТС 85,4%. Это более чем в 11 раз выше, чем в 2004 г. Инвестиции в акции оказались наиболее доходными в 2005 г. в сравнении с другими инструментами финансового рынка (табл. 2).

Важной тенденцией стал рост ликвидности ценных бумаг и рыночной капитализации российских банков. Темпы роста их цен и, соответственно, годовой доходности обеспечили им лидерство среди других активов рынка акций в 2005 г.: 150 — 500% — таков диапазон роста рыночной капитализации крупнейших банков<sup>1</sup>. Факторами роста стали: избы-

<sup>1</sup> По рыночным ценам акций. Например: рыночная стоимость Сбербанка к концу 2005 г. составила около 25 млрд долл. (18% акций банка принадлежит иностранцам). Активы банка превы-

Таблица 2. Сравнительная оценка годовой доходности инструментов  
 российского финансового рынка в 2005 г.

Финансовый инструмент	Годовая доходность, %
Акции:	
Индекс РТС	85,4
Индекс ММВБ	87
Средняя дивидендная доходность (в % от рыночной стоимости)	3-4%
Акции кредитных организаций, в том числе:	
Обыкновенные акции Сбербанка	150
Привилегированные акции Сбербанка	304
Обыкновенные акции Банка Москвы	500
Обыкновенные акции Промстройбанка	300
Корпоративные облигации	до 16
Облигации Москвы	5
Доллар США	3,2
Евро	-9
Депозит в коммерческом банке (на год)	от 9 до 13
Паевые инвестиционные фонды (ПИФ)	от -0,9 до 130,2
Общие фонды банковского управления (ОФБУ)	от -30 до 72

Источник: составлено по данным ММВБ, РТС, Национальной лиги управляющих, Ассоциация защиты инвестиционных прав инвесторов (АЗИПИ).

точная рублевая ликвидность в период стремительного роста рынка в июне-сентябре 2005 г., высокий спрос на кредитные ресурсы в условиях подъема российской экономики; процесс консолидации активов в банковской системе посредством слияний и поглощений в отрасли (крупная сделка Внешторгбанка и Промстройбанка и другие).

Продолжается консолидация банковских активов путем поглощений (приобретений). Около половины банковских активов приходится на отечественные частные банки, при этом доля государственных банков и иностранных банков растет (с 30% и 5% до 40% и 10% соответственно). Новый импульс этому процессу способна придать новая законодательная инициатива, согласно которой собственный капитал всех без исключений кредитных организаций (в том числе уже существующих) с 1 января 2007 г. должен будет составлять не менее 5 млн евро. В эти нормы в настоящее

время не вписывается более половины российских банков. Вместе с тем эта норма в отсутствие своевременной (превентивной) интеграции способна привести к закрытию ряда устойчивых мелких банков, имеющих свою рыночную нишу на региональном уровне, что может негативно сказаться на развитии банковских услуг в регионах и устойчивости банковской системы в период этих институциональных преобразований.

Тенденция секьюритизации банковских активов проявляется в росте инвестиций банков в ценные бумаги. По данным Центрального банка, ценные бумаги составляют 16,2% совокупных банковских активов, в том числе облигации — 11,3%. Но, по мнению аналитиков, некоторые банки к отчетным датам сокращают свои портфели ценных бумаг, по их неофициальным оценкам, доля акций и облигаций в активах банков достигает 30% [7, с.13]. Это означает, что риски кредитного и фондового рынков взаимосвязаны существенным образом, что требует изменений пруденциальных приоритетов регулирования банковского сектора, усиления контроля и управления рисками, связанными с секьюритизацией активов. Это, в свою очередь, делает актуальным и объективно обоснованным переход к

шают его рыночную капитализацию в 3,6 раза, а рыночная капитализация эквивалентна одиннадцати его годовым чистым прибылям. При этом номинальная процентная ставка (цена денег в экономике) составляет приблизительно 11%. См.: Ивантер А. Мы — там, они — здесь // Эксперт. — 2006. — №1-2. — С. 30-31.

нормам регулирования в соответствии с Базелем II. С другой стороны, это требует развития в России рынка производных финансовых инструментов для хеджирования этих рисков и его интеграции в мировой срочный рынок.

Ряд институциональных инноваций в деятельности финансовых посредников на российском фондовом рынке оказывают влияние на характеристики его функционирования и направления их изменений (табл. 3).

Консолидация сырьевых и оборонных активов государством становится инструментом его геополитики. Но одновременно существенно изменяет институциональную структуру российской экономики, прав собственности и влияет на структуру и институциональную динамику фондового рынка. Уже в 2003 г., согласно международной методике расчета, включающей дочерние компании, удельный вес государства в экономике, по словам главы Минэкономразвития

Таблица 3. Институциональные инновации в деятельности финансовых посредников 2005г., влияющие на качество функционирования российского фондового рынка

<i>Институциональные изменения</i>	<i>Характер влияния на динамику и качество функционирования РЦБ</i>
1. Новые правила размещения страховых резервов: - повышение требований к надежности и ликвидности ценных бумаг; - расширение спектра и ограничение перечня активов, доступных в этих целях; - возможность размещать средства резервов при помощи доверительного управления	1. Повышение гарантий исполнения обязательств 2. Расширение емкости рынка 3. Рост спроса на активы с высоким инвестиционным качеством и расширенного круга эмитентов 4. Снижение издержек транзакций за счет специализированного института доверительного управления
2. Вхождение в российский страховой рынок западных и восточных страховых компаний в различных формах: - представительства; - приобретение контрольных пакетов акций инвестиционным консорциумом; - создание дочерних компаний	1. Рост спроса и конкуренции 2. Рост вовлеченности в процесс финансовой глобализации

Процесс консолидации активов в государственной собственности, активно идущий в 2004–2005 гг. в сырьевых отраслях, в особенности в нефтегазовой («Газпром», «Юганскнефтегаз», «Сибнефть» и др.), разворачивается с 2005 г. и в других отраслях: в оборонно-промышленном комплексе, автомобильной промышленности (установление госконтроля над «Автовазом»). Институциональная особенность российской банковской системы, которая заключается в том, что из пяти крупнейших банков лишь один частный, создает относительно лучшие условия для получения доступа госкомпаний к кредитным ресурсам, в том числе для целей поглощения частных компаний, т.е. создает институциональную базу для процесса национализации и огосударствления экономики.

Германа Грефа, составил 30–40% [6, с.19] (что почти вдвое выше доли непосредственного государственного контроля предприятий), с тех пор доля государства, в свете сказанного, безусловно, выросла, однако официальные оценки с тех пор не публиковались.

Одновременно с целью смягчения негативных последствий для процесса расширения госсектора с традиционно более низким уровнем прозрачности его деятельности государство провело и планирует ряд институциональных изменений, способных сохранить инвестиционную привлекательность: в декабре 2005 г. проведена либерализация рынка акций «Газпрома», планируется IPO «Роснефти», а также возобновление процесса приватизации, фактически приостановленного в 2005 г.

Регулирование институционального развития заключается в выявлении, формальном закреплении и развитии институциональных изменений (норм, стандартов, организационных нововведений и т.д.), направленных на снижение издержек трансакций и обеспечивающих возможность все более сложных форм обмена и координации экономической деятельности. Речь идет о стратегическом видении системного развития российского фондового рынка на основе институциональных изменений.

Критериями эффективности (качества) функционирования фондового рынка как института, которые сформулированы на основе сложившегося понимания эффективности рынка в рамках институциональной теории, являются: способность разрешать конфликты интересов различных групп участников экономической деятельности; устойчивость или универсальность при изменении факторов и условий деятельности; неперсонифицированный характер, «беспристрастность» институциональных ограничений для различных групп экономических субъектов; стремление уровня издержек трансакций к нулю (минимизация).

Именно в этом контексте должна проводиться оценка развития рынка и мер его регулирования. В таблице 4 мы представили основные перспективы направления институциональных изменений российского фондового рынка и финансовых посредников в 2006 г. в разрезе ожидаемых институциональных эффектов, влияющих на направления развития рынка.

В 2006 г. планируется изменение структуры госдолга России за счет снижения уровня госдолга до 9,3% ВВП (снижение на 8 млрд долл.) и роста внутреннего долга на 22 % до 1143 млрд руб. (что составит приблизительно половину планируемого объема Стабилизационного фонда, который вырастет на 57,3%). Вновь созданный Инвестиционный фонд составит 70 млрд руб., т.е. лишь 3% от объема Стабилизационного фонда [1].

Институциональные изменения в системе РЦБ должны происходить синхронно со сменой инвестиционных и организационных технологий, опираться на экономические механизмы функционирования и развития рынка.

Согласно Standard and Poor's Россия в 2005 г. заняла шестое место среди развивающихся стран по объему привлеченных прямых инвестиций. В соответствии с рейтингом Всемирного банка, оценивающим деловой климат в 155 странах, Россия занимает 79 место. Три ведущих мировых рейтинговых агентства присвоили России рейтинг инвестиционного уровня. Ведущие мировые инвестиционные банки Morgan Stanley и Salomon Brothers повысили долю российских эмитентов в своих индексах. Это позволило институциональным инвесторам увеличить свои лимиты на вложения в российские ценные бумаги, а также привело к снижению рискованных премий по внешним займам. При этом средняя премия по российским займам, рассчитанная по индексу EMBI+Russia, опустилась в конце года до 110 базисных пунктов, что соответствует премии по заимствованиям стран с более высоким кредитным рейтингом (Китай, Венгрия, Чехия и др.).

Эти факторы поддерживают тенденцию роста вовлеченности российского фондового рынка в глобализирующийся мировой финансовый рынок и роста привлечения инвестиций в российскую экономику через механизм фондового рынка. Оценка степени и форм его финансовой вовлеченности опирается на следующие количественные и качественные параметры. Инвестиционный рейтинг был присвоен России в 2003 г., а иностранные вложения в российскую экономику растут с 2001 г. не менее чем в 1,5 раза ежегодно. Объем прямых иностранных инвестиций (ПИИ) составил в 2005 г. 8 млрд долл., за последние два года этот показатель вырос более чем вдвое. Однако в международном сопоставлении это в 30 раз меньше, чем в США, приблизительно в 10 раз меньше,

Таблица 4. Основные направления институциональных изменений  
русского фондового рынка в 2006 г.

Институциональные инновации	Формальный институт введения	Ожидаемый институциональный эффект, направление изменения
1	2	3
Нормы первичного размещения акций по международным стандартам	Поправки к закону «О рынке ценных бумаг»	-снижение информационной асимметрии; -повышение транспарентности; -снижение издержек трансакций
Нормы регулирования банкротства финансовых организаций (повышение требований к достаточности собственного капитала и его величине)	Поправки к закону «О несостоятельности (банкротстве)»	-повышение гарантий исполнения обязательств; - снижение издержек трансакций
Нормы регулирования использования инсайдерской информации и манипулирования ценами	Внесение для рассмотрения в Госдуму соответствующего федерального закона	-снижение информационной асимметрии; -повышение транспарентности; -снижение издержек трансакций
Институциональные преобразования крупнейших российских государственных компаний: - реструктуризация РАО «ЕЭС России» и приватизация выделившихся подразделений; -приватизация ОАО «Связьинвест»	Постановления Правительства РФ	-повышение транспарентности; -снижение концентрации рынка по финансовым активам; -потенциальное снижение непосредственного контроля государства в энергетике и телекоммуникациях
Юридическое оформление статуса Центрального депозитария и организация централизованного клиринга и неттинга	Закон «О Центральном депозитарии»	- снижение издержек трансакций; - повышение ликвидности
Сокращение норматива АДР на российские акции с 40 до -35% уставного капитала	Положение ФСФР	- регулирование перетока операций первичного и вторичного рынка акций российских эмитентов на зарубежные фондовые площадки
Сокращение сроков процедуры IPO и другие новации эмиссионного процесса	Положение ФСФР	-снижение издержек трансакций
Нормы, позволяющие расширить спектр взаимодействия с регуляторами фондового рынка других стран и обмениваться с ними информацией конфиденциального характера	Поправки к закону «О рынке ценных бумаг»	-рост открытости и вовлеченности в процесс глобализации
Создание системы надзора на фондовом рынке, в том числе пруденциального надзора	Поправки к закону «О рынке ценных бумаг» и специальные нормативные акты	- снижение рисков; - снижение издержек контроля
Нормы регулирования выпуска российских депозитарных расписок (ADR)	Поправки к закону «О рынке ценных бумаг»	-рост вовлеченности в глобализирующийся финансовый рынок; -снижение издержек и развитие институтов гарантии исполнения обязательств по инвестициям в ценные бумаги иностранных эмитентов

чем в крупнейших европейских странах. В структуре иностранных инвестиций прямые инвестиции в новые проекты составляют менее четверти (в Китае этот показатель превышает 95%). Около 20-30% всех ПИИ в последние годы приходит из оффшоров (Кипра, Люксембурга, Виргинских островов), т.е. реинвестиру-

ются ранее выведенные из страны капиталы [9, с.45].

Наметился рост доли операций на внутривнутрироссийском биржевом сегменте в структуре биржевого рынка. По данным исследования, проведенного Московской межбанковской валютной биржей (ММВБ) [8], если в 2004 г. внешний сег-

мент составлял более 50 % биржевого рынка акций, то к октябрю 2005 г. доля внутрироссийских сделок выросла до 60,3 %. Тем самым постепенно решается проблема перемещения операций с российскими активами на зарубежные фондовые площадки, причем нерезиденты все чаще заключают сделки с ценными бумагами, торгуемыми на внутреннем рынке. Снижение издержек трансакций на фондовом рынке привело к тому, что обслуживание облигационных займов стало дешевле, чем банковских кредитов соответствующей срочности. Этот фактор, наряду с ростом дюрации рынка корпоративных облигаций и возможностью привлекать на длительный срок инвестиции, приводит к динамичному расширению емкости и увеличению ликвидности этого сегмента рынка, росту спроса и объема привлечения инвестиций, а также среднего объема заимствований на рынке корпоративного долга.

Эти параметры, характеризующие динамику и качество функционирования российского фондового рынка, привели к повышению оценки российских долговых обязательств на международном рынке и, соответственно, отразились в снижении доходности российских еврооблигаций. Спрэд (разность) доходности государственных бумаг РФ с погашением в 2030 г. и десятилетними американскими казначейскими обязательствами (с которыми обычно сопоставляются суверенные российские еврооблигации) к октябрю 2005 г. достиг своего исторического минимума — 95 процентных пунктов. По российским корпоративным еврооблигациям (сроком 5 лет), размещаемым в этот период, купонные ставки (т.е. стоимость обслуживания долга) снизились до 7,5% (Банк «Русский стандарт»). Снижение ставок на мировых рынках и одновременный рост суверенного рейтинга создали экономические условия российским корпорациям для доступа к дешевым западным средствам. За последние 4 года по сравнению с январем 2001 г. ставки по еврооблигациям РФ снизились более чем

в три раза — с 17,7% до 5,6% годовых. В конце 2005 г. компании первого эшелона (те, чей кредитный рейтинг отличается от суверенного на одну-две ступени) могли привлекать средства за рубежом под 6-7% годовых. По данным Центрального банка РФ, общий объем внешних заимствований российских корпораций вырос с 55,3 млрд долл. (в 2003 г.) до 92,2 млрд долл. [7, с.12].

Повышение суверенного рейтинга привело к росту лимитов международных инвестиционных фондов на долю российских ценных бумаг в портфеле инвестиций. Это способно усилить названные тенденции, а также увеличить долю иностранного капитала в российском национальном акционерном капитале, особенно с учетом ожидаемого роста публичных размещений (IPO) акций российскими эмитентами как на внутреннем, так и на внешнем сегменте российского фондового рынка. Все эти тенденции способствуют росту вовлеченности последнего в глобализирующийся мировой финансовый рынок.

Сжатие государственного долга (на 25 млрд долл. за три квартала 2005г.) было компенсировано рекордным объемом внешних заимствований российских компаний и банков, которые выросли более чем на треть, до 147 млрд долл. Задолженность по иностранным кредитам только нефинансовых компаний выросла за девять месяцев на 20 млрд долл. (на столько же выросла их задолженность по ссудам российских банков). За счет выпуска еврооблигаций российские эмитенты привлекли 17,8 млрд долл. [4, с.27]

В 2005 г. российские эмитенты привлекли в ходе публичных первичных размещений акций (IPO) свыше 6 млрд долл., на внешних рынках — 4,8 млрд долл., что более чем в 10 раз превышает объем привлечения в 2004г. (около 700 млн долл.). Ряд крупнейших российских компаний провели IPO на западных биржах. IPO проводили 13 компаний металлургии, нефтяной, пищевой промышленности, отрасли телекоммуникаций и дру-

гих, причем 94% стоимостного и 77% количественного объема рынка размещено на Лондонской фондовой бирже. Объем привлечения инвестиций на рынке корпоративных облигаций составил 338 млрд руб., что на 73,5% больше, чем в 2004 г. [11, с.61] 2005 г. стал рекордным как по объему еврозаймов, так и по IPO, т.е. объему привлечения инвестиций российскими компаниями на международном рынке ценных бумаг. В целом, по оценке главы ФСФР Олега Вьюгина, потенциал привлечения средств через механизм IPO составит в 2006 г. 10-12 млрд долл. [12]. В 2006 г. десятки компаний различных отраслей, а также крупные банки, такие как Внешторгбанк, Росбанк, планируют масштабные IPO.

Таким образом, в период 2002–2004 гг. ключевой тенденцией динамики российского рынка было стремительное расширение рынка корпоративных облигаций, а в 2005–2006 гг. стали тенденции роста капитализации рынка акций и привлечения инвестиций посредством IPO, повышение прозрачности рынка, изменение характера финансовой вовлеченности. В результате российский рынок приобретает статус инвестиционно-ориентированного на привлечение инвестиций в экономику. Впервые за последние пять лет отношение капитализации российского рынка к ВВП составило 64,5%, что превышает уровень данного показателя как по развивающимся рынкам с инвестиционным рейтингом, так и по группе BRIC (Бразилия, Россия, Индия, Китай). Все эти тенденции и индикаторы отражают существенные изменения в структуре и динамике рынка, пере-

ход российского фондового рынка на новый уровень развития.

#### БИБЛИОГРАФИЧЕСКИЙ СПИСОК

1. Федеральный закон РФ от 26.12.2005 г. №189-ФЗ «О федеральном бюджете на 2006 год» // Справочно-правовая система Консультант-плюс.
2. Стратегия развития финансовых рынков Российской Федерации (проект) / <http://www.fesm.ru>
3. Норт Д. Институциональные изменения: рамки анализа // Вопросы экономики. — 1997. — №3. — С. 12.
4. Гурова Т., Ивантер А. Мы гарантируем, что вы вернетесь живыми // Эксперт. — 2006. — №1-2. — С.25-29.
5. Ивантер А. Мы — там, они — здесь // Эксперт. — 2006. — №1-2. — С. 30–33.
6. Кияткин А. Вертикаль капитала // Финанс. — 2006. — №1. — С. 17–19.
7. Короп Е. Издержки глобализации // Business Week Россия. 31 октября 2005 г. — С. 12–13.
8. Потемкин А. IPO: как это должно быть по-русски // Профиль. 09.05.2005. // [http://www.micex.ru/off-line/pubdocs/publication\\_285.doc](http://www.micex.ru/off-line/pubdocs/publication_285.doc)
9. Сиваков Д., Рубанов И. Эффект бумеранга // Эксперт. — 2006. — № 1–2. — С. 44–47.
10. Фадеев В. Вернемся к России // Эксперт. — 2006. — №1-2. — С. 8-12.
11. Цифры // Финанс. — 2006. — №1. — С. 61.
12. Мир в 2005 г. // Эксперт. — 2006. — № 1–2. — С. 7