

НАУФОР

**РОССИЙСКИЙ ФОНДОВЫЙ РЫНОК
И СОЗДАНИЕ МЕЖДУНАРОДНОГО
ФИНАНСОВОГО ЦЕНТРА**

Идеальная модель
фондового рынка России
на долгосрочную перспективу
(до 2020 года)

при участии

Центра развития фондового рынка

Ernst and Young

Thomas Murray

Москва
2008

Содержание

ВВЕДЕНИЕ	5
1. Общая характеристика российского фондового рынка	5
2. Актуальность разработки концептуальных вопросов развития российского фондового рынка на долгосрочный период	6
3. Цель и задачи исследования	8
4. Предмет исследования	9
5. Методология исследования	9
6. Количественные значения показателей модели и поведение мировой финансовой системы	10
7. Авторский коллектив	11
8. Партнеры	12
9. Финансовая поддержка	12
ЧАСТЬ I. РОССИЙСКИЙ ФОНДОВЫЙ РЫНОК: СОВРЕМЕННОЕ СОСТОЯНИЕ	13
1. Инструменты	13
1.1. Акции	13
1.2. Корпоративные облигации	17
1.3. Государственные и муниципальные облигации, облигации Банка России	18
1.4. Векселя	18
1.5. Инвестиционные паи	19
1.6. Фьючерсы и опционы на ценные бумаги и фондовые индексы	19
1.7. Фондовые индексы	20
2. Институциональная структура	20
2.1. Эмитенты	20
2.2. Инвесторы	22
2.3. Брокеры, дилеры, управляющие ценными бумагами	26
2.4. Торгово-расчетная инфраструктура	28
2.5. Учетная система	32
2.6. Иные инфраструктурные организации	33
3. Законодательная база и регулирование	33
3.1. Федеральная служба по финансовым рынкам	34
3.2. Центральный банк Российской Федерации	35
3.3. Министерство финансов Российской Федерации	36
3.4. Иные государственные органы	36
3.5. Саморегулируемые организации	36
4. Интегральные оценки современного состояния российского фондового рынка	37
4.1. Фондовый рынок как целое: функциональный анализ современного состояния	37
4.2. Фондовый рынок и механизм формирования ожиданий: текущее отклонение российского рынка акций от эффективного состояния	47
ЧАСТЬ II. ОСНОВНЫЕ ПАРАМЕТРЫ ИДЕАЛЬНОЙ МОДЕЛИ	57
1. Рынок акций	57
1.1. Абсолютный размер национальной капитализации	57
1.2. Доля России в мировом фондовом рынке по капитализации	74
1.3. Соотношение капитализации и валового внутреннего продукта	77
1.4. Соотношение объема привлеченного на рынке акций капитала к объему инвестиций в основной капитал	85
1.5. P/E Ratio России и других стран	93
1.6. Ликвидность рынка акций	97
1.7. Выводы анализа передового опыта по развитию рынков акций	112
2. Рынок корпоративных облигаций	123
2.1. Стоимость корпоративных облигаций в обращении	123
2.2. Соотношение стоимости корпоративных облигаций в обращении и валового внутреннего продукта	136
2.3. Выводы анализа передового опыта по развитию рынков акций корпоративных облигаций	139
3. Рынок иностранных ценных бумаг как сегмент национального фондового рынка	142
4. Срочный рынок ценных бумаг	144

5. Инвесторы на фондовом рынке	149
5.1. Население	149
5.2. Инвестиционные фонды	163
5.3. Пенсионные фонды и страховые компании	168
6. Выводы проведенного исследования	177

**ЧАСТЬ III. ОСНОВНЫЕ НАПРАВЛЕНИЯ ПОЛИТИКИ ПО ФОРМИРОВАНИЮ
ИДЕАЛЬНОЙ МОДЕЛИ ФОНДОВОГО РЫНКА И СОЗДАНИЮ МЕЖДУНАРОДНОГО
ФИНАНСОВОГО ЦЕНТРА В РОССИИ**

1. Фондовый рынок как часть международного финансового центра России	185
2. Основные направления политики по формированию идеальной модели фондового рынка в России, созданию в России международного финансового центра	193
I. Высокая концентрация капитала (концентрация инвестиционного спроса) с существенной долей иностранного капитала	193
II. Концентрация финансового посредничества (концентрация финансовых услуг), эффективная инфраструктура	197
III. Концентрация инструментов	201

ПРИЛОЖЕНИЯ

Приложение 1. Динамика капитализации и ВВП по 40 странам с развитыми и развивающимися рынками за период 1995–2006 гг.	206
Приложение 2. Показатели развития инвестиционных фондов в различных странах с развитыми и развивающимися рынками за период 1992–2006 гг.	208
Приложение 3. Материалы отчета Ernst and Young	210
1. Бразилия	210
2. Великобритания	223
3. Гонконг	242
4. Индия	258
5. Казахстан	284
6. Китай	297
7. Польша	318
8. Сингапур	333
9. ЮАР	352
10. Южная Корея	366

Ссылки	387
---------------------	------------

Введение

1. Общая характеристика российского фондового рынка

Существующий в настоящее время в России фондовый рынок является типичным крупным развивающимся рынком. Он характеризуется, с одной стороны, высокими темпами позитивных количественных и качественных изменений, с другой стороны — наличием многочисленных проблем, носящих комплексный характер и препятствующих более эффективному его развитию.

По большинству показателей емкости российский фондовый рынок занимает место в первой пятерке развивающихся рынков. По ряду качественных показателей он вышел в лидеры среди развивающихся рынков. Вместе с тем по многим другим качественным показателям (ликвидность рынка, дивидендная доходность, количество торгуемых компаний и т.д.) сохраняется значительное отставание от ведущих развивающихся рынков, и тем более — от развитых рынков.

Российский фондовый рынок уже начал выполнять макроэкономическую функцию трансформации сбережений в инвестиции. Все большее количество предприятий реального сектора начинают рассматривать его в качестве основного источника привлеченных ресурсов для финансирования инвестиций в основной капитал и поглощения конкурентов. В 2007 году объем инвестиций, привлеченных российскими предприятиями на внутреннем рынке ценных бумаг, составил около 33 млрд долларов, что соответствует примерно 13% совокупного объема инвестиций в основной капитал всех российских предприятий в 2007 году. В 2006 году наметился, а в 2007 году продолжился значительный рост числа граждан, которые инвестируют или предполагают инвестировать в инструменты фондового рынка. К началу 2008 года примерно 800 тысяч человек инвестируют в ценные бумаги напрямую или посредством институтов коллективных инвестиций.

Однако российский фондовый рынок пока еще не является значимым инструментом накопления капиталов для большинства населения и источником инвестиционных ресурсов для большинства предприятий, а следовательно, не может выполнять полный спектр функций, присущих развитым фондовым рынкам. Россия по-прежнему отличается крайне низкой долей частных лиц и институтов коллективных инвестиций в совокупной структуре инвесторов.

Объективные процессы глобализации мирового рынка капитала ставят вопрос о выживании национального фондового рынка в России. Об актуальности такой постановки вопроса свидетельствует, например, большая доля иностранных рынков в совокупном объеме привлечения инвестиций российскими компаниями. Сохраняется проблема построения эффективной инфраструктуры рынка, которая сможет удовлетворить потребности как отечественных, так и иностранных инвесторов. Не завершено формирование эффективной системы регулирования фондового рынка, опирающегося на лучший мировой опыт в этой области.

Наконец, серьезным сдерживающим фактором развития российского фондового рынка является недостаточно благоприятный инвестиционный климат. Это сдерживает приход в Россию иностранных долгосрочных инвесторов, проблема дефицита которых остается крайне актуальной. Однако политические и экономические факторы, влияющие на инвестиционный климат, находятся за пределами собственно фондового рынка.

2. Актуальность разработки концептуальных вопросов развития российского фондового рынка на долгосрочный период

Актуальность разработки концептуальных вопросов развития российского фондового рынка на долгосрочный период связана в основном с двумя обстоятельствами:

- объективной необходимостью удлинения периода программирования развития;
- углублением глобализации мирового рынка капитала, ставящего повышенные требования к конкурентоспособности национального финансового рынка и многократно увеличивающего плату за эту конкурентоспособность.

Современная макроэкономическая ситуация, достигнутый уровень социально-экономического развития и углубление глобальной конкуренции, в том числе на рынках капитала, ставят перед каждой страной вопросы оптимального выбора траектории долгосрочного развития. Такие вопросы встают перед государством и перед бизнесом. Сегодня уже невозможно выигрывать конкурентную борьбу, иметь уверенность в сохранении своего бизнеса и даже национального рынка на ближайшие 10–15 лет без долгосрочного предвидения и столь же долгосрочного целеполагания.

В настоящее время государственные органы уже вышли на трехлетний горизонт разработки программ развития. На смену годовым бюджетам приходит трехлетний финансовый план. В финансовой сфере два основных программных документа, содержащих цели (и задачи) развития и меры по их достижению — Стратегия развития финансового рынка Российской Федерации на 2006–2008 годы¹ и Стратегия развития банковского сектора Российской Федерации на период до 2008 года — имеют трехлетний горизонт. Трехлетний период считается среднесрочной перспективой, когда речь идет о разработке программ социально-экономического развития.

Но этого уже недостаточно: современные условия, в которых находится Россия, ставят вопрос о переходе к более длительным периодам программирования. Многие вопросы, которые будут оказывать критически важное влияние на развитие финансового сектора, требуют разработки мер по их решению сегодня, за 5–10 лет до наступления ситуаций, в которых нерешенность данных вопросов может негативно сказаться на развитии национального финансового рынка и на перспективах развития всей социально-экономической системы.

Поэтому сегодня государство переходит к более долгосрочному планированию экономической политики в различных секторах народного хозяйства, в том числе в области финансового рынка. На момент подготовки настоящего исследования ФСФР России подготавливала Доклад «О мерах по совершенствованию регулирования и развития рынка ценных бумаг на 2008–2012 годы и на долгосрочную перспективу». При этом под долгосрочной перспективой понимается период до 2020 года.

Инициаторы и авторы настоящего исследования делают попытку разработать долгосрочную программу деятельности, наметить те проблемы, которые будут иметь особое значение в долгосрочной перспективе, и, соответственно, определить комплекс мер по решению выявленных проблем долгосрочного характера.

Данное исследование на последнем этапе его подготовки было в определенной мере синхронизировано с подготовкой вышеупомянутого Доклада ФСФР. В отличие от предыдущих версий настоящего исследования в итоговом варианте удлинен горизонт целеполагания (он сдвинут с 2015 года на 2020 год) в соответствии с тем временным горизонтом, который был использован в Докладе. Многие результаты настоящего исследования были использованы при подготовке Доклада ФСФР. И наоборот, ряд рекомендаций, содержащихся в настоящем исследовании были уточнены в соответствии с основными задачами развития финансового рынка Российской Федерации, поставленными в Докладе ФСФР.

В условиях глобализации мировой экономики ключевым фактором национальной экономической динамики, роста национального богатства и повышения качества жизни населения страны становится национальная конкурентоспособность. Уровень конкурентоспособности особенно важен для национальных финансовых рынков, так как уровень глобализации в финансовом секторе несравнимо выше, чем в других секторах мировой социально-экономической системы. Результатом этого становится обострение

альтернативы: выбор между высокоразвитой национальной экономикой и слаборазвитой национальной экономикой при переходе к рассмотрению конкуренции между национальными финансовыми рынками превращается в выбор между формированием на основе развитого национального финансового рынка финансового центра мирового или регионального значения и исчезновением национального финансового рынка как такового.

Это означает, что в ближайшие 15–20 лет развивающихся рынков в мире не останется вообще. Останутся только развитые, на которые перетекут операции с финансовыми активами резидентов стран с развивающимися ныне финансовыми рынками. Поэтому задача формирования идеальной модели национального фондового рынка, задача превращения российского фондового рынка в развитый рынок — это одновременно и задача выживания национального фондового рынка.

Необходимо также указать еще на один фактор актуальности данного исследования: оно является одной из немногих попыток провести комплексный анализ будущих изменений условий функционирования российского фондового рынка и дать рекомендации по выработке эффективных мер регулятивного воздействия, направленных на повышение эффективности российского фондового рынка в долгосрочной перспективе. Примеры аналогичных исследований, осуществленных ранее, крайне немногочисленны. Среди них необходимо выделить три документа программного характера и одну фундаментальную монографию.

Первые два программных документа были разработаны по инициативе государства.

Пожалуй, первой попыткой разработки долгосрочной концепции социально-экономического развития страны стала так называемая «программа Грефа» (Стратегия развития Российской Федерации до 2010 года). Она была разработана в 2000 году и охватывала период 2001–2010 гг. Составной частью этой программы стал раздел «Создание благоприятного предпринимательского и инвестиционного климата», затрагивавший наряду с вопросами улучшения общих условий хозяйствования (защита прав собственности, выравнивание условий конкуренции, дерегулирование экономики, улучшение информационного обеспечения бизнеса) и вопросы развития финансовых рынков и институтов (в том числе фондового рынка)². Следует отметить, что многие полезные меры, намеченные в этом документе, так до сих пор и не реализованы (например, предполагалось уже в 2001 году создать компенсационный фонд для фондового рынка).

В 2006 году была принята среднесрочная программа действий на небанковских сегментах финансового рынка — Стратегия развития финансового рынка Российской Федерации на 2006–2008 годы. Она является, по сути дела, трехлетним планом действий («дорожной картой») для регулятора финансового рынка — Федеральной службы по финансовым рынкам, а также других государственных органов.

Третье концептуальное программное исследование предыдущих лет было инициировано в 1999 г. ММВБ. «Программа развития рынка ценных бумаг России до 2010 года»³ была разработана силами Экспертного института РСПП, Института народнохозяйственного прогнозирования РАН, кафедрой ценных бумаг Финансовой академии при Правительстве РФ, лабораторией анализа финансовых рынков Высшей школы экономики.

В данном исследовании были выявлены многие ключевые проблемы развития национального фондового рынка и предложены эффективные меры по их решению. Вместе с тем, наряду с адекватными предложениями по решению существующих проблем, включались и чрезвычайно спорные рекомендации, не имеющие никакой связи с действующим законодательством и реальными возможностями регулирующих органов. Причиной этого, как представляется, стало автоматическое соединение в едином документе принципиально разных подходов.

В указанном исследовании был сделан весьма качественный прогноз развития российского рынка ценных бумаг — так, на период 2004–2005 гг. была дана оценка капитализации 350 млрд долл., доходность внутренних государственных ценных бумаг — 11% годовых, внешних государственных ценных бумаг — 8% годовых, объем привлечения инвестиций путем выпуска ценных бумаг российскими предприятиями — 20 млрд долл. за год. На период 2006–2007 (2008) гг. была дана оценка капитализации 500 млрд долл., доходность внутренних государственных ценных бумаг — 7% годовых, внешних государственных ценных бумаг — 6,5% годовых, объем привлечения инвестиций путем выпуска ценных бумаг российскими предприятиями — 25 млрд долл. за год⁴. И наряду с этим в качестве поручения регулятору давались такие

волюнтаристские задания, не имевшие никаких оснований, как вывод на рынок не менее 1500 предприятий реального сектора к 2005 году и не менее 3500 предприятий реального сектора к 2007 (2008) году.

Кроме того, необходимо указать на фундаментальный труд большого коллектива авторов, вышедший в 2004 году, в котором намечалась долгосрочная программа действий по совершенствованию регулирования российского фондового рынка и повышению его эффективности, опирающаяся на лучшую мировую практику — «Эффективный рынок капитала: Экономический либерализм и государственное регулирование»⁵.

Настоящее исследование продолжает линию этих ранее проведенных исследований. В нем впервые соединены фундаментальный подход и комплексное рассмотрение множества факторов развития фондового рынка, свойственные научной монографии, и постановку на этой основе целей и задач развития, характерных для программных документов. Разработка комплекса рекомендаций на основе глубокого всестороннего анализа, как представляется, является важнейшей характеристикой настоящего исследования.

3. Цель и задачи исследования

В рамках настоящего исследования предпринята попытка описать идеальную модель развития российского фондового рынка на долгосрочную перспективу (в качестве ориентира выбран 2020 год). Под идеальной моделью понимается совокупность количественных и качественных характеристик рынка, которые позволят ему максимально эффективно выполнять свои экономические и социальные функции и обеспечат его конкурентоспособность в мировом масштабе. Нетрудно заметить, что такие показатели, как показатели конкурентоспособности финансового рынка, — показатели, достижение которых является условием создания в России международного финансового центра. Именно поэтому на последнем этапе подготовки исследования оно получило свое второе название — «Создание в России международного финансового центра».

Рассмотрим основные экономические и социальные функции фондового рынка для современной российской ситуации. Представляется, что такими функциями являются⁶:

- аккумуляция средств частных инвесторов и превращение их в инвестиции;
- сохранение в условиях инфляции реальной стоимости вложенных инвесторами средств;
- содействие экономическому росту посредством снижения стоимости внешнего финансирования для фирм, обеспечения перетока капитала в наиболее эффективные проекты, продвижения инноваций;
- обеспечение макроэкономической сбалансированности;
- информационно-прогностическая функция в отношении деловой активности.

Функция аккумуляции средств частных инвесторов и превращения их в инвестиции не случайно поставлена на первое место в перечне функций фондового рынка. Российский фондовый рынок остается развивающимся (emerging) рынком, а российская экономика — развивающейся экономикой. В этих условиях объективно существуют относительный дефицит национального капитала, с одной стороны, и потребность корпоративного сектора в ускоренном росте на основе кардинальной модернизации и расширения рынка. Поэтому в России, как и в любой другой стране с развивающейся экономикой и развивающимся финансовым рынком функция трансформации сбережений в инвестиции имеет особое значение.

Такая постановка цели исследования определяет следующий набор его основных задач:

1. Определить перспективы развития российского фондового рынка, зафиксировав те количественные параметры, на которые он может выйти в случае формирования в России идеальной модели фондового рынка.
2. Определить основные направления действий (включая отдельные ключевые конкретные меры), направленных на обеспечение условий для формирования в России идеальной модели фондового рынка.

3. Определить приоритетность различных мер и мероприятий с учетом степени их влияния на ключевые параметры идеальной модели фондового рынка.
4. Уточнить ряд ранее предлагавшихся мер с учетом неоднозначности последствий от максимизации/минимизации значений ряда управляющих параметров модели.

При этом развитие фондового рынка трактуется не как самоцель, а как средство обеспечения экономического роста, повышения конкурентоспособности российской экономики и благосостояния населения.

4. Предмет исследования

В международной практике встречаются различные трактовки понятия «фондовый рынок». В рамках настоящего исследования данный термин включает в себя рынки ценных бумаг, используемых для корпоративного финансирования (акции и облигации), и ценных бумаг инвестиционных фондов. К фондовому рынку примыкают также рынки производных финансовых инструментов, формально не являющихся ценными бумагами, — фьючерсов и биржевых опционов на ценные бумаги и фондовые индексы.

При анализе институциональной структуры рассматриваются все основные группы участников фондового рынка: эмитенты, инвесторы, фондовые посредники (брокеры, дилеры, управляющие), институты торгово-расчетной и учетной инфраструктуры.

При анализе законодательной базы и регулирования рассматриваются основные регулирующие ведомства, а также саморегулируемые организации участников фондового рынка.

Говоря о национальном аспекте рынка, следует уточнить, что под **российским** фондовым рынком мы понимаем прежде всего рынок, где российские и иностранные инвесторы совершают операции с ценными бумагами российских эмитентов и деривативами на них при помощи российских фондовых посредников и российской инфраструктуры (торгово-расчетной и учетной). В более широком смысле к этому рынку можно отнести и операции с ценными бумагами иностранных эмитентов, осуществляемые при помощи российских фондовых посредников и российской инфраструктуры.

Следует отметить, что фондовый рынок является составной частью финансового рынка, и ситуация на других сегментах финансового рынка может влиять (порой существенно) на фондовый рынок. Однако подробный анализ указанных смежных сегментов для нашего исследования не представляется необходимым: мы их учитываем только в качестве внешних факторов.

5. Методология исследования

Предлагаемое исследование методологически опирается на принципы программно-целевого индикативного планирования. Кратко их можно охарактеризовать следующим образом.

На первом этапе определяются основные параметры модели, наиболее полно характеризующие всю модель в целом. Рассчитываются текущие значения количественных показателей, характеризующих эти параметры, а также история их изменения за время существования российского фондового рынка.

На втором этапе определяются целевые значения данных показателей, что дает возможность сформулировать основные параметры идеальной модели, т.е. модели фондового рынка, к которой следует стремиться в долгосрочной перспективе. Выбор целевых показателей осуществляется на основе максимизации на множестве возможных значений, — *другими словами, в качестве целевого значения выбирается максимальное значение показателя из реально достижимых значений.*

Обоснование значений параметров (целевых показателей) идеальной модели осуществляется путем сравнения по отдельным показателям российского фондового рынка и развивающихся фондовых рынков других стран. Для этого использовался метод, условно называемый «гонка за лидером». Мы ориентировались на страну-лидер по анализируемому показателю среди множества стран с развивающимися финансовыми рынками и проводили анализ причин формирования такого лидерства. В результате выявлялись

основные факторы, определявшие важнейшие конкурентные преимущества того или иного национального фондового рынка по сравнению с другими развивающимися рынками, которые обеспечивали достижение наивысших значений того или иного показателя. Так, по показателю капитализации в качестве лидера был выбран Гонконг, по показателю стоимости корпоративных облигаций в обращении — Южная Корея и Китай, по показателю объемов торговли акциями — Южная Корея.

На следующем этапе определяются ключевые факторы, в наибольшей степени влияющие на весь комплекс параметров национального фондового рынка, а также основные направления улучшения условий функционирования фондового рынка.

Авторы исследования не ставили своей задачей разработку детальных предложений. Их задачей было определение наиболее серьезных отклонений в функционировании современного фондового рынка России, препятствующих достижению желаемых показателей идеальной модели, и с учетом этого, а также анализа опыта развития других стран — определение основных направлений, в которых должна вестись работа, необходимая для преодоления соответствующих отклонений.

Соответственно этапам исследовательской работы на три части делится и предлагаемый доклад. Первая часть отвечает на вопрос «что есть сейчас?», вторая часть отвечает на вопрос «каким является оптимальное развитие?», а третья часть дает ответ на вопрос «что для этого нужно сделать?».

Следует подчеркнуть, что принятая методология исследования не претендует на прогнозирование реального поведения рынка, — это попытка выстроить **план оптимального развития**. Исследование — своего рода «дорожная карта», которая позволяет судить о том, насколько успешным является развитие российского фондового рынка.

Одним из важнейших принципов программно-целевого индикативного планирования является собственно индикативность целевых показателей. Это означает, что *достижение конкретных количественных значений не обязательно: целевые показатели используются в качестве ориентиров развития*. Именно на этой предпосылке основано индикативное планирование, осуществляемое государствами стран с развитой рыночной экономикой. Мерой эффективности деятельности по приближению к целевым значениям выступают два фактора:

- процент приближения реальных показателей к заявленным целевым показателям;
- сохранение структуры значений показателей модели.

Другими словами, главным результатом применения программно-целевого индикативного планирования является само движение в выбранном направлении. Однако важную роль играет сохранение структурных пропорций, характерных для идеальной модели, что обеспечивает комплексность движения.

6. Количественные значения показателей модели и поведение мировой финансовой системы

Следует отдельно остановиться на проблеме определения конкретных числовых значений целевых показателей на основе анализа существующих моделей российского рынка и иностранных рынков и прогноза их развития в будущем.

Значения целевых показателей определялись на основе *гипотезы о сохранении основных условий развития мирового финансового рынка*. Данный подход может вызвать возражение, состоящее в том, что условия развития рынка непрерывно изменяются, и эти изменения периодически приводят к кардинальному пересмотру господствующих долгосрочных трендов и тенденций развития рынка и его основных характеристик. Мы же исходим из предположения, что мировой рынок капитала продолжит находиться в состоянии «большого взрыва» в течение ближайших 10–20 лет⁷. Данное состояние не было поколеблено так называемым «азиатским» кризисом 1997–1998 гг. В среднесрочной перспективе изменения, вызванные этим кризисом в поведении ключевых индикаторов мирового рынка капитала и отдельных национальных рынков, не вышли за пределы естественных колебаний тренда «расширяющейся финансовой вселенной».

Существует достаточно большое количество исследовательских трудов, фундаментально обосновывающих устойчивость такого состояния мирового рынка в долгосрочной перспективе. Последний по времени в серии трудов данного направления — доклад OECD⁸, в котором в качестве фундаментальной причины, обуславливающей устойчивость роста всех ценовых параметров мирового рынка капитала и расширения его инструментария, указывается старение населения развитых стран. В результате старения населения развитых стран происходит увеличение мировых пенсионных резервов, которые инвестируются в рамках глобального рынка капитала. Такое увеличение приводит к постоянному превышению спроса на финансовые инструменты над их предложением в рамках мировой финансовой системы и, соответственно, к устойчивому росту и расширению мирового финансового рынка.

Вместе с тем нельзя не отметить, что нет ничего более изменчивого, чем рынок. Нельзя исключать, что описанное состояние мирового финансового рынка будет существовать в течение более короткого периода, чем 10 лет. В этом случае, тем не менее, применительно к российскому рынку сохраняются практически все те же выводы, которые мы сделали в рамках предположения о сохранении мирового финансового рынка в состоянии «большого взрыва». Это обусловлено тем, что *при любом состоянии мирового финансового рынка существует некоторое состояние национального фондового рынка, которое можно назвать идеальным*, и движение к такому идеальному состоянию при любом сценарии развития мирового рынка капитала будет означать повышение конкурентоспособности национального рынка по отношению к другим национальным фондовым рынкам.

Другими словами, *«идеальность модели» национального фондового рынка в рамках глобальной конкуренции всегда определяется относительно других национальных фондовых рынков, являющихся конкурентами на мировом рынке капитала*. В то же время при изменении сценария развития мирового рынка капитала абсолютные количественные значения целевых показателей могут меняться, и при определенных условиях достижение целевых значений может оказаться невозможным. Это — единственное возможное отклонение от заявленной в докладе идеальной модели, не изменяющее сути мер по достижению национальным фондовым рынком идеального состояния.

Использование допущения о неизменности условий развития мирового рынка капитала позволяет в неявной форме сформировать в ходе исследования концептуальную модель мирового рынка капитала, относительно которой, собственно, и строится идеальная модель национального рынка. Однако мы не претендуем на то, чтобы заявить получившиеся в ходе исследования параметры мирового рынка капитала в качестве прогнозных параметров модели мирового рынка — для этого требуются более фундаментальные исследования.

7. Авторский коллектив

Абрамов Александр Евгеньевич — советник компании «Атон-Лайн», к.э.н.;

Азимова Лариса Владимировна — заместитель председателя правления Национальной ассоциации участников фондового рынка;

Данилов Юрий Алексеевич — старший советник по макроэкономике руководителя ФСФР России, директор фонда «Центр развития фондового рынка», заведующий кафедрой финансов Международного университета в Москве, заведующий лабораторией анализа финансовых рынков Высшей школы экономики, к.э.н. (научный руководитель авторского коллектива);

Евстигнеев Владимир Рубенович — профессор Государственного университета — Высшая школа экономики, профессор Международного университета в Москве, заведующий сектором финансовых исследований Института мировой экономики и международных отношений российской академии наук, председатель научного совета Института сложных экономических систем, д.э.н.;

Кокорев Ростислав Александрович — заместитель директора департамента корпоративного управления Министерства экономического развития и торговли РФ, к.э.н.;

Кузнецов Александр Вадимович — вице-президент Управляющей компании «СВ Капитал», к.э.н.;

Рубцов Борис Борисович — профессор кафедры ценных бумаг и финансового инжиниринга Финансовой академии при Правительстве РФ, д.э.н.;

Тимофеев Алексей Викторович — председатель правления Национальной ассоциации участников фондового рынка;

Трегуб Александр Яковлевич — советник председателя правления Национальной ассоциации участников фондового рынка, к.т.н.;

Ульянов Игорь Сергеевич — заместитель руководителя Федеральной службы государственной статистики, д.э.н.;

Шабунина Елена Алексеевна — заместитель председателя правления Национальной ассоциации участников фондового рынка;

Якушин Андрей Феликсович, советник руководителя ФСФР России по раскрытию информации, член Совета фонда «Центр развития фондового рынка».

Авторы выражают благодарность:

Группе РТС и лично Горюнову Р. Ю., Сафонову О. П., Группе ММВБ и лично Потемкину А. И. и Рыбникову А. Э., а также сотрудникам этих организаций за содействие подготовке исследования.

Миловидову В. Д., Вьюгину О. В., Стрельцову В. Ю., Корищенко К. Н. за поддержку и плодотворное участие в обсуждении.

Standard & Poor's, ПАРТАД, НЛУ, Cbonds, ОАО «Альфа-банк», ГК «Регион» за предоставленную информацию.

Участникам круглого стола «На пути к идеальной модели фондового рынка России», посвященного обсуждению основных тезисов данного исследования, за ценные замечания, послужившие повышению качества настоящего доклада, остальным участникам обсуждения настоящего Исследования.

В работе использованы прогнозы социально-экономического развития Российской Федерации Правительства Российской Федерации, доклады Всемирного банка и Международного валютного фонда, материалы Организации экономического сотрудничества и развития, Стратегия развития финансового рынка Российской Федерации на 2006–2008 гг., материалы НАУФОР, ММВБ, РТС.

8. Партнеры

Настоящее исследование было проведено по инициативе и под управлением Национальной ассоциации участников фондового рынка (НАУФОР), сотрудники которой принимали активное участие в его подготовке.

В качестве партнеров для подготовки настоящего исследования НАУФОР привлекла Центр развития фондового рынка, Ernst&Young и Thomas Murray, внесших значительный вклад в обеспечение его высокого уровня.

9. Финансовая поддержка

Настоящее исследование было подготовлено при финансовой поддержке членов Национальной ассоциации участников фондового рынка — ООО «Ренессанс Брокер», ЗАО «Ю Би Эс Секьюритиз», ООО «Антанта-Капитал», ЗАО ИК «Тройка Диалог», ОАО «Альфа-банк», ООО «Дойче банк», ЗАО «Дойче Секьюритиз», групп РТС и ММВБ.

Часть I. Российский фондовый рынок: современное состояние

1. Инструменты

С точки зрения инструментальной структуры предмет настоящего исследования включает в себя акции, корпоративные облигации, паи паевых инвестиционных фондов, а также фьючерсы и биржевые опционы на ценные бумаги и фондовые индексы.

1.1. Акции

Начало новейшей истории российского рынка акций относится к 1990 г., когда после длительного перерыва гражданам и юридическим лицам в СССР было разрешено создавать акционерные общества¹. Массовое появление акционерных обществ связано с ваучерной приватизацией 1992–1994 гг.

Сводные данные о количестве зарегистрированных эмиссий акций отсутствуют, однако о них можно судить по следующим данным. Федеральная комиссия по рынку ценных бумаг за период с 1997 по 2003 г. зарегистрировала 62 841 выпуск акций. В базе данных информационного агентства СКРИН 01.01.08 имеются сведения о 128 356 выпусках акций по 86 598 эмитентам. Однако следует учитывать, что российское законодательство требует регистрировать все выпуски акций всех акционерных обществ (в том числе закрытых). Несомненно, что подавляющая часть этих акций абсолютно неликвидна и не имеет какого бы то ни было вторичного рынка.

Наиболее ликвидными по определению являются те акции, которые допущены к торговле на фондовых биржах. По состоянию на 01.01.08 на рынках Группы РТС торгуется 413 выпусков акций (303 обыкновенных и 110 привилегированных), в том числе в котировальных списках 103 выпуска (87 обыкновенных и 16 привилегированных)². По состоянию на 01.01.08 на ФБ ММВБ торгуется 309 выпусков акций (223 обыкновенных и 86 привилегированных), в том числе в котировальных списках 87 выпусков (71 обыкновенных и 16 привилегированных)³. При этом многие эмитенты торгуются на обеих биржах.

Суммарная капитализация российского рынка акций по итогам 2007 г. составила 1 трлн 341,5 млрд долл. (32,9 трлн руб.). По состоянию на 29.02.2007 она составила 1 трлн 270,3 млрд долл. (в расчет включены компании, торгуемые на ММВБ, и компании, торгуемые в РТС). Оборот российского биржевого рынка акций по итогам 2005 года составил 179,8 млрд долл., по итогам 2006 г. — 634,3 млрд долл., по итогам 2007 года — 1 трлн 230 млрд долл.⁴, то есть рост за последние два года был почти семикратным. Подавляющая часть (99,993%) этого оборота пришлось на ММВБ и биржи Группы РТС.

98,4% совокупного оборота акций на российских биржах приходится на ММВБ. В 2007 году здесь было заключено сделок с акциями на 30,9 трлн руб., из которых 15,6 трлн руб. (50,5%) однако пришлось на сделки репо.

В совокупности объем спот-сделок и срочных сделок с акциями и фондовыми индексами составил в 2007 году 38,7 трлн руб., 59% которого составили срочные сделки и сделки репо. Рост доли срочных сделок в структуре оборота акций — естественный процесс для современных фондовых рынков. Однако высокая доля сделок репо не соответствует мировой практике, в которой для целей проведения краткосрочных операций и для целей ограничения рисков применяются в первую очередь фьючерсы и опционы.

Российский рынок акций отличается высокой концентрацией как по капитализации, так и по оборотам. Как видно из таблицы 1, на десять наиболее капитализированных эмитентов по состоянию на конец 2007 года приходится более 63% общей капитализации. На 20 крупнейших эмитентов приходится более ¾ национальной капитализации.

Таблица 1. Список наиболее капитализированных эмитентов (на конец 2007 года)

	Наименование	Капитализация, млрд долл.	Доля в общей капитализации, %
1	Газпром	332,3	24,8
2	НК Роснефть	100,4	7,5
3	Сбербанк России	93,3	7,0
4	ЛУКОЙЛ	72,7	5,4
5	РАО ЕЭС России	55,7	4,2
6	ГМК Норильский никель	50,6	3,8
7	Сургутнефтегаз	48,3	3,6
8	Банк ВТБ	34,3	2,6
9	Вымпелком	30,8	2,3
10	ОАО МТС, ао	30,2	2,2
11	Газпром нефть	30,1	2,2
12	НЛМК	24,0	1,8
13	Северсталь	22,9	1,7
14	НОВАТЭК	22,3	1,7
15	АФК Система	16,0	1,2
16	Уралкалий	15,5	1,2
17	ММК	14,5	1,1
18	Группа Компаний ПИК	14,4	1,1
19	Татнефть	13,7	1,0
20	Мечел	11,2	0,8
	Итого 10 крупнейших:	848,4	63,2
	Итого 20 крупнейших:	1033,1	77,0%
	Общая капитализация	1317,4	100%

Источник: ЦРФР.

Данный показатель постепенно снижается, и это снижение весьма устойчиво. Однако он до сих пор остается чрезвычайно высоким по сравнению с большинством иностранных фондовых рынков⁵.

Говоря об отраслевой структуре российских эмитентов, необходимо отметить сохранение высокой концентрации капитализации (а также оборотов) в акциях предприятий, представляющих топливно-энергетический комплекс. Особо велика доля предприятий, добывающих нефть и газ. По данным Центра развития фондового рынка, на эту отрасль по состоянию на 01.01.2008 приходится почти половина общей капитализации российских эмитентов. Вместе с тем необходимо отметить, что доля нефти и газа в структуре капитализации значительно сократилась в течение 2007 года в результате масштабных IPO, проведенных в основном компаниями других отраслей. По состоянию на начало года доля предприятий нефте- и газодобычи в национальной капитализации составляла 65%.

Другая сторона проблемы низкой степени отраслевой диверсификации заключается в том, что на шесть крупнейших отраслей приходится 90,1% национальной капитализации. Как видно из таблицы 2, сколько-нибудь значимую роль в общей структуре капитализации играют еще финансовый сектор, энергетика, черная и цветная металлургия, связь. Крайне слабо в отраслевой структуре фондового рынка представлены машиностроение, транспорт, химическая промышленность, торговля, строительство, сфера услуг. Динамичный и устойчивый рост капитализации вряд ли будет возможен без существенной отраслевой диверсификации фондового рынка.

Таблица 2. Отраслевая структура капитализации российского рынка акций на 01.01.2007.

Отрасль	Объем капитализации (млрд долл.)	Доля в капитализации, %
Добыча нефти и газа	630,8	47,0
Финансы	167,8	12,5
Энергетика	157,2	11,7
Черная металлургия	93,8	6,9
Связь	88,8	6,6
Цветная металлургия	72,5	5,4
Химия, нефтехимия, фармацевтика, производство минеральных удобрений, целлюлознобумажная промышленность	29,1	2,2
Строительство, девелопмент, гостиничное хозяйство	27,7	2,1
Машиностроение	20,6	1,5
Пищевая и легкая промышленность	17,0	1,3
Транспорт	16,4	1,2
Торговля	9,2	0,7
Угольная промышленность	7,0	0,5
Информационные технологии	2,8	0,2
Промышленность строительных материалов	1,3	0,1
Прочие	0,0	0,0
Всего	1341,5	100

Источник: ЦРФР.

Однако и здесь в течение 2007 г. произошли существенные позитивные сдвиги. Доля шести крупнейших отраслей за последний год снизилась почти на 5%. В структуре капитализации появились представители новых отраслей (легкая промышленность, промышленность строительных материалов, угольная промышленность), заметно выросла доля машиностроения, строительства, транспорта. Существенно увеличилась также доля финансового сектора, причем за счет появления на рынке акций новых эмитентов, одна из которых (акции ВТБ) стала полноценной «голубой фишкой» рынка вследствие проведенного IPO с привлечением широких масс мелких инвесторов.

Рынок большинства акций остается недостаточно ликвидным, поскольку основная часть организованного оборота приходится на крайне немногочисленные выпуски наиболее активно торгуемых акций (так называемых «голубых фишек»)⁶. В совокупном объеме торговли акциями на всех фондовых биржах России на десять наиболее ликвидных акций по итогам 2007 г. пришлось 90,8% от всех оборотов (см. таблицу 3). Для сравнения: по итогам 2006 г. аналогичный показатель концентрации составлял 93,9%.

Таблица 3. Список эмитентов, с акциями которых сделки на биржевом фондовом рынке России проводились наиболее активно (по итогам 2007 г.)

Эмитент	Тип цб	Объем торгов за 2007 г., млн руб.	% от суммарного объема 2007
1 ОАО Газпром	ао	8 948 854,3	28,47
2 ОАО РАО ЕЭС России	ао	6 444 764,5	20,50
3 ОАО ГМК Норильский никель	ао	3 164 893,6	10,07
4 ОАО Сбербанк России	ао	2 844 754,1	9,05
5 ОАО ЛУКОЙЛ	ао	2 520 257,5	8,02
6 ОАО Ростелеком	ао	1 324 043,0	4,21
7 ОАО Сургутнефтегаз	ао	1 163 716,7	3,70
8 ОАО НК Роснефть	ао	1 047 754,3	3,33
9 ОАО Сбербанк России	ап	650 608,4	2,07

Продолжение табл. 3

Эмитент	Тип цб	Объем торгов за 2007 г., млн руб.	% от суммарного объема 2007	
10	ОАО Банк ВТБ	ао	416 519,3	1,33
11	ОАО Сургутнефтегаз	ап	373 407,8	1,19
12	ОАО Татнефть им.В. Д. Шашина	ао	348 026,2	1,11
13	ОАО Уралсвязьинформ	ао	295 317,2	0,94
14	ОАО РАО ЕЭС России	ап	254 004,5	0,81
15	ОАО АК Транснефть	ап	220 554,9	0,70
16	ОАО Ростелеком	ап	211 359,4	0,67
17	ОАО Полюс Золото	ао	181 962,1	0,58
18	ОАО МТС	ао	171 540,9	0,55
19	ОАО Северсталь	ао	91 594,0	0,29
20	ОАО Газпром нефть	ао	80 175,6	0,26
21	ОАО ОГК-5	ао	51 791,0	0,16
22	ОАО МосЭнерго	ао	45 080,0	0,14
23	ОАО ОГК-4	ао	38 003,8	0,12
24	ОАО Новатэк	ао	35 349,7	0,11
25	ОАО ЦентрТелеком	ао	31 732,1	0,10
26	ОАО Северо-Западный Телеком	ао	26 068,5	0,08
27	ОАО Татнефть им.В. Д. Шашина	ап	24 711,1	0,08
28	ОАО Сибирьтелеком	ао	25 376,1	0,08
29	ОАО ММК	ао	21 611,3	0,07
30	ОАО Иркутскэнерго	ао	18 338,1	0,06

*Условные обозначения: ао — акции обыкновенные; ап — акции привилегированные.
Рассчитано по данным фондовых бирж России.*

Доля 30 наиболее ликвидных акций составляет 98,9% совокупного биржевого оборота акций. Другими словами, практически весь биржевой оборот в России сосредоточен в крайне ограниченном круге акций.

Существенным вопросом для отечественного фондового рынка является соотношение внутренних и зарубежных торговых площадок в структуре оборота российских акций. В конце 1990-х гг. зарубежная торговля в форме депозитарных расписок (АДР, ГДР) далеко превосходила внутреннюю (см. таблицу 4).

Таблица 4. Соотношение объемов торговли российскими акциями на российских и зарубежных биржах

Год	Доля российских бирж, %	Доля иностранных бирж, %
1998	16,4	83,6
1999	27,9	72,1
2000	46,1	53,9
2001	55,4	44,6
2002	47,7	52,3
2003	45,4	54,6
2004	25,1	74,9
2005	47,1	52,9
2006	65,2	34,8
2007	73,8	26,2

Источник: ФСФР России, ММВБ, расчеты авторов.

В 2001–2002 гг. был достигнут примерный паритет между внутренними и зарубежными площадками. С конца 2003 г. возобновилась неблагоприятная для развития российского рынка тенденция перемещения основных оборотов торговли российскими акциями на зарубежные торговые площадки, и в 2004 г. их соотношение вернулось к уровню 1999 г.

Однако уже по итогам 2005 г. отечественные биржи практически восстановили паритет с зарубежными биржами в торговле российскими акциями, а в 2006 г. уверенно вышли вперед. Этому способствовало, в частности, совершенствование законодательства о рынке ценных бумаг и об акционерных обществах в 2005–2006 гг., направленное на облегчение размещения акций в России. Кроме того, важную роль в этом процессе сыграла политика ФСФР по «возврату рынка» в Россию, включая ужесточение ограничений на максимально допустимую долю акций российских эмитентов, обращающихся за рубежом в форме депозитарных расписок (не более 35%), а также введение требования о «двойном IPO» с минимальным предложением акций российским инвесторам (не менее 30%).

1.2. Корпоративные облигации

Становление этого рынка происходило в России с существенным запозданием по сравнению с рынком акций и рынком государственных облигаций. До 1999 г. облигации юридических лиц в обращении практически отсутствовали. Только с 1999 г. начинается активное использование облигаций российскими компаниями для привлечения долгового финансирования, причем внутренний российский рынок корпоративных облигаций с самого начала развивался как преимущественно биржевой (в отличие от многих других национальных облигационных рынков).

Развитие данного рынка характеризовалось устойчивым увеличением количества эмитентов, удлинением сроков заимствования и увеличением объемов. По данным агентства Cbonds, на 01.01.08 в обращении находилось 607 выпусков корпоративных облигаций (для сравнения: на 01.01.2007 количество выпусков составляло 488). К торговле на ММВБ на 01.01.08 было допущено 577 выпусков облигаций (из них 200 выпусков — в котировальных листах различных уровней), а в РТС — 152 выпуска.

Общий объем корпоративных облигаций российских предприятий в обращении на организованных рынках на конец 2007 года составил 1231,4 млрд руб. (по номинальной стоимости)⁷. По состоянию на 01.03.2008 общий объем корпоративных облигаций российских предприятий в обращении на организованных рынках вырос до 1287,9 млрд руб. (по номинальной стоимости)⁸. При этом совокупная номинальная стоимость корпоративных облигаций в обращении, по данным агентства Cbonds, составила на конец 2007 г. 1255,7 млрд руб. (для сравнения: в конце 2006 г. — 901,8 млрд руб.).

Оборот российского вторичного биржевого рынка корпоративных облигаций в 2006 году, по данным агентства Cbonds, составил 1799 млрд руб., в 2007 г. — 2709 млрд руб. Внебиржевой оборот рынка облигаций, по данным агентства Cbonds, (без учета сделок репо) в 2006 г. составил 674,4 млрд руб., а в 2007 г. — 960,5 млрд руб.⁹

По данным ФСФР России, совокупный объем сделок с корпоративными облигациями на вторичном биржевом рынке составил в 2007 г. 9,5 трлн руб. (из которых 6,8 трлн руб. пришлось на сделки репо). Это в 37 раз больше, чем в 2003 г. 99,98% этого объема пришлось на ММВБ.

В отличие от рынка акций, высокая доля сделок репо на долговых рынках вполне соответствует мировой практике, поэтому качество оборота корпоративных облигаций в настоящее время не вызывает опасений.

Наряду с рублевыми облигациями российские компании активно привлекали средства с зарубежных рынков путем выпуска своих еврооблигаций. Хотя этот рынок, вообще говоря, не является частью российского фондового рынка и в этом смысле не входит в предмет настоящего исследования, но для предприятий — реципиентов капитала он составляет реальную альтернативу привлечению финансирования через выпуск рублевых внутренних облигаций или через банковское кредитование. На 01.01.08, по данным агентства Cbonds, в обращении находилось 270 выпусков корпоративных еврооблигаций, обязательства по которым несут российские компании, общим номиналом 94,3 млрд долл. Оценить оборот данного рынка не представляется возможным.

В конце 2006 года на российском рынке появились новые перспективные долговые инструменты — облигации с ипотечным покрытием. По итогам 2006 года размещен только один выпуск этих ценных

бумаг номинальным объемом 3 млрд руб. По итогам 2007 г. размещено два выпуска этих ценных бумаг номинальным объемом 4,9 млрд руб.¹⁰

1.3. Государственные и муниципальные облигации, облигации Банка России

Действующее законодательство относит к государственным облигациям как федеральные ценные бумаги, так и ценные бумаги субъектов Российской Федерации; наряду с ними существуют и муниципальные облигации — ценные бумаги муниципальных образований.

Первые государственные облигации РФ были выпущены в 1991 г. Бурное развитие внутреннего биржевого рынка государственных облигаций (ГКО — ОФЗ) пришлось на 1993–1998 гг., однако оно было прервано историческим дефолтом 17 августа 1998 г., и с тех пор этот рынок никогда не достигал ни тех объемов, ни той роли в финансовой системе, которые были ему свойственны в указанный период.

На 01.01.2007 общий объем государственного внутреннего долга в форме рублевых облигаций составлял по номиналу 1028,1 млрд руб., на 01.01.2008 — 1248,9 млрд руб.¹¹

Рынок государственного внешнего долга Российской Федерации включает в себя сопоставимые объемы государственных облигаций. По данным Минфина РФ, из 47,1 млрд долл. внешнего долга РФ (по состоянию на 01.10.2007) более 71% приходится на облигации: 28,6 млрд долл. — на еврооблигации и 4,9 млрд долл. — на облигации внутреннего государственного валютного займа (ОВГВЗ)¹². На 01.01.2007 внешний долг РФ, по данным Минфина РФ, составлял 52,0 млрд долл.; на 01.01.2006 — 76,5 млрд долл.

Облигации субъектов Российской Федерации и муниципальные облигации уступают по объему как федеральным, так и корпоративным облигациям. По данным агентства Sбonds, на 01.01.08 в обращении находились 119 выпусков рублевых облигаций субъектов РФ и муниципальных образований общим объемом по номиналу 220,6 млрд руб. Кроме того, в обращении находились два выпуска еврооблигаций субъектов РФ общим объемом по номиналу 1,1 млрд долл.

Облигации Банка России формально не являются государственными ценными бумагами, хотя находятся на том же уровне надежности. Они являются краткосрочными ценными бумагами и используются для управления ликвидностью коммерческих банков, другие инвесторы не могут их приобретать. По данным агентства Sбonds, общий объем облигаций Банка России в обращении на 01.01.08 составлял 102,9 млрд руб. (для сравнения: на 01.01.07 — 104,2,5 млрд руб.).

1.4. Векселя

Данные ценные бумаги были исключительно популярны в России в середине 1990-х гг. Они выполняли двойную роль: во-первых, денежных суррогатов, используемых для расчетов между предприятиями и организациями, а также для налоговых платежей в условиях крайне низкого уровня монетизации российской экономики, во-вторых, суррогатов облигаций, используемых для долгового финансирования, альтернативного банковскому кредитованию. С конца 1990-х гг. векселя как инструмент финансирования стали постепенно вытесняться облигациями, которые воспринимаются как более «цивилизованный», надежный и ликвидный инструмент, однако вексельный рынок по своим масштабам пока еще сопоставим с рынком корпоративных облигаций как по номинальной стоимости долга, так и по объемам оборота.

По данным Банка России, на 01.12.2007 объем выпущенных банками векселей составляет 732,6 млрд руб., при этом на рублевые векселя пришлось 656,8 млрд руб., на валютные — 75,8 млрд руб. При этом следует учитывать, что почти 51% из них (371,8 млрд руб.) являются краткосрочными — они выпущены на срок менее 1 года; на срок более 3 лет выпущено векселей только на 55,7 млрд руб. (7,6%).

Интересно, что динамика общего объема выпущенных векселей за год негативная — на 01.01.2007 объем банковских векселей составлял 790,4 млрд руб., включая 682,6 млрд руб. рублевых векселей и 107,8 млрд руб. валютных; а вот доля краткосрочных векселей снизилась — в начале 2007 г. она превышала 62%¹³.

Надежная статистика по рынку небанковских векселей практически отсутствует. Однако если для небанковского сегмента вексельного рынка характерна такая же временная структура, то следует признать,

что векселя вряд ли могут считаться полноценной альтернативой облигациям: компании, выпускающие те и другие бумаги, преследуют принципиально разные цели с учетом временного горизонта. Векселя, в сущности, сегодня выполняют в России функцию коммерческих ценных бумаг (commercial papers).

По оценкам ГК «РЕГИОН», объем рыночных векселей в обращении на конец 2007 года составлял 470–480 млрд руб., что на 5–6% ниже уровня на конец 2006 г. В общей структуре рублевого долгового рынка векселя занимают около 16%. По этим же оценкам годовой оборот векселей составляет 1,7–1,8 трлн руб.

По оценкам Sbonds, в 2007 году суммарный объем размещенных корпоративных векселей по сравнению с 2006 г. вырос на 18% до 30,5 млрд руб. Рынок векселей все в большей мере становится придатком рынка корпоративных облигаций. Эксперты Sbonds утверждают, что векселя в 2007 г. часто использовались как бридж-инструмент для выкупа собственных облигаций во время оферты. В 2007 г., по данным «Региона», 70% вексельных займов шли на пополнение оборотных средств перед офертой, в 2006-м — 30%¹⁴.

1.5. Инвестиционные паи

В сфере коллективных инвестиций в России преобладающее место занимают паевые инвестиционные фонды (ПИФ), которые значительно превосходят по своим активам акционерные инвестиционные фонды. ПИФ — не юридическое лицо, а имущественный комплекс, находящийся в доверительном управлении управляющей компании. Вложения инвесторов в ПИФ оформляются как приобретение особых ценных бумаг — инвестиционных паев, доход по которым заранее не определен и может быть получен только за счет роста стоимости пая; последний, в свою очередь, зависит от динамики цен активов, входящих в состав ПИФа.

Паевые фонды появились в России в 1996 году. Большую роль в их становлении сыграл закон «Об инвестиционных фондах», принятый в 2001 г. В конце 2007 года в него были внесены серьезные изменения, по сути дела, создавшие новую редакцию данного закона.

По данным ФСФР, на 01.01.08 в России было 1030 ПИФов. Совокупная стоимость их чистых активов составляла 766,8 млрд руб.

По данным Национальной лиги управляющих (НЛУ), совокупная стоимость чистых активов ПИФов, завершивших формирование, составляла на 31.12.07 743,5 млрд руб., из них 134,8 млрд руб. приходилось на открытые фонды, 43,8 млрд руб. — на интервальные фонды и 564,9 млрд руб. — на закрытые фонды¹⁵.

В дальнейшем анализе, в том числе при международных сопоставлениях, мы будем в основном оперировать данными об открытых и интервальных фондах, поскольку закрытый тип фондов не удовлетворяет наиболее часто используемым при этих сопоставлениях признакам схемы коллективного инвестирования¹⁶.

Вторичный рынок инвестиционных паев развит слабо. К торгам на ФБ ММВБ по состоянию на 01.01.08 допущены паи 219 различных ПИФов (из них 30 — в котировальных списках), а к торгам в РТС — паи 38 ПИФов (в том числе 7 — в котировальных списках)¹⁷. Биржевой оборот по торговле инвестиционными паями в 2007 году составил на ФБ ММВБ 790 млн долл., на РТС — 28 млн долл.

1.6. Фьючерсы и опционы на ценные бумаги и фондовые индексы

Такие финансовые инструменты, как фьючерсы и биржевые опционы, формально не являются ценными бумагами, однако фьючерсы и опционы, базовыми активами которых являются акции и фондовые индексы, тесно связаны с фондовым рынком. По состоянию на 01.01.2008 к торговле на российских биржах были допущены фьючерсы на 36 таких базовых активов (20 акций, 13 облигаций и 3 индекса), а также опционы на 17 таких базовых активов (16 фьючерсов на акции и 1 фьючерс на индекс).

Стоимость открытых позиций фьючерсных и опционных контрактов на ценные бумаги и индексы составила на конец 2007 г. 111 млрд руб. Количество открытых фьючерсных и опционных контрактов на ценные бумаги и индексы на конец 2007 г. составило 2,5 млн контрактов.

Объем срочных сделок, в основе которых лежат ценные бумаги и фондовые индексы, в 2007 г. составил 7,3 трлн рублей, в том числе 6 трлн рублей по фьючерсным сделкам и 1,3 трлн руб. по опционным сделкам.

Емкость срочного рынка ценных бумаг в России в последние годы росла быстрыми темпами. Для сравнения: совокупный объем открытых позиций фьючерсам и опционам на ценные бумаги и индексы на конец 2006 г. составлял 2,24 млн контрактов (78,5 млрд рублей). Совокупный оборот этого рынка за 2006 г. составлял 89,6 млн контрактов на общую сумму 2708,5 млрд руб.¹⁸

1.7. Фондовые индексы

В условиях глобализации мировой экономики, роста количества торгуемых инструментов и объемов торговли возрастает значение фондовых индексов как обобщенных показателей состояния и динамики развития финансовых рынков. Фондовые индексы представляют собой усредненные характеристики ценовых параметров различных совокупностей ценных бумаг. Они выполняют как информационную функцию для анализа рынка и принятия инвестиционных решений, так и инструментобразующую функцию в качестве базового актива для фьючерсов, опционов, индексных инвестиционных фондов.

В настоящее время рассчитываются десятки различных индексов российского фондового рынка, как российскими, так и международными организациями: биржами, информационными агентствами, инвестиционными банками, брокерскими фирмами и т.д. Наиболее признанными из них являются: для рынка акций — Индекс РТС, Индекс ММВБ, MSCI Russia Index; для рынка облигаций — Индекс корпоративных облигаций RUX-Cbonds, Индекс муниципальных облигаций Cbonds-Muni, Индекс корпоративных облигаций ММВБ, индекс EMBI+ Russia.

Ведущие индексы рынка акций — это цепные индексы, взвешенные по капитализации эмитентов с учетом доли ценных бумаг, находящихся в свободном обращении (free float). Они рассчитываются как отношение суммарной рыночной капитализации акций, включенных в список для расчета индекса, к суммарной рыночной капитализации на начальную дату, умноженное на значение индекса на начальную дату и на корректирующий коэффициент.

Индекс РТС рассчитывается с 01.09.1995, в настоящее время в его базу входят 50 наиболее капитализированных и ликвидных акций. Список акций для расчета индексов пересматривается раз в три месяца. Стартовое значение этого индекса составляло 100, исторический минимум — 38 пунктов (05.10.1998), исторический максимум — 2359,85 пункт (12.12.07).

Индекс ММВБ рассчитывается с 22.09.1997, сегодня в его базу входят 30 наиболее ликвидных акций, сделки с которыми совершаются в режиме основных торгов на Фондовой бирже ММВБ. Внесение изменений в корзину индекса осуществляется на основе экспертной оценки Индексного комитета не чаще одного раза в квартал. Стартовое значение этого индекса составляло 100, исторический минимум — 18,53 пунктов (05.10.1998), исторический максимум — 1969,91 пунктов (12.12.07).

2. Институциональная структура

Говоря об институциональной структуре фондового рынка, необходимо проанализировать все основные группы участников рынка — эмитентов, инвесторов и профессиональных посредников, а также организации рыночной инфраструктуры.

2.1. Эмитенты

Вторичный рынок акций косвенным образом воздействует на экономический рост и результаты деятельности компаний через обеспечение перераспределения акций в пользу эффективных собственников и формирование оптимальной с точки зрения собственности модели корпоративного управления¹⁹. Складывающаяся под воздействием вторичного рынка акций структура собственников, как правило, в наибольшей степени соответствует задачам привлечения инвестиций и продвижению компаний на рынке.

В России отсутствует четкая статистика в отношении эмитентов ценных бумаг. В принципе любое акционерное общество по определению является эмитентом, так как уже при своем учреждении оно разме-

щает акции (и в соответствии с законом обязано их зарегистрировать). По данным Единого государственного реестра юридических лиц, на 01.08.2006 в России зарегистрировано 193 651 акционерных обществ (открытых и закрытых). Однако значительная часть этих организаций не регистрировала своих акций. Кроме того, любое общество с ограниченной ответственностью и некоторые некоммерческие организации вправе выпускать облигации, но подавляющее большинство из них этого не делало и не делает.

Для целей нашего исследования интерес в качестве эмитентов представляют организации, чьи ценные бумаги (как акции, так и облигации) торгуются на организованных рынках — будь то бумаги, включенные в котировальные листы, или внесписочные. По состоянию на 01.01.08 к торговле в РТС были допущены акции 302 эмитентов и корпоративные облигации 79 эмитентов²⁰, а на ММВБ — акции 208 эмитентов и корпоративные облигации 445 эмитентов²¹, причем между ними есть значительные пересечения.

Исторически наиболее востребованными на фондовом рынке были акции крупных предприятий, унаследованных российской экономикой от советского периода и ставших акционерными обществами в ходе приватизации. Большинство активно торгуемых российских акций, в том числе почти все «голубые фишки», относятся к этому классу эмитентов (либо, как вариант, были созданы на базе таких компаний путем реорганизации последних, как, например, «Норильский никель»). С другой стороны, среди торгуемых на бирже эмитентов есть и «новые» компании, созданные уже в годы рыночных реформ и занявшие новые ниши в экономике, например, компании мобильной связи (МТС, «Вымпелком»), медиакомпании (Росбизнесконсалтинг) и т.д.

Характерной особенностью российского рынка акций является высокая доля государства в общей структуре капитализации, причем в последние два года заметна явная тенденция к росту этой доли. Пять из десяти наиболее капитализированных компаний (см. таблицу 1), составляющие около 47% общей капитализации российского фондового рынка, находятся прямо или косвенно²² под контролем государства: это «Газпром», «Роснефть», Сбербанк РФ, РАО «ЕЭС России» и ВТБ. По расчетам аналитиков «Альфа-банка», доля государства в общей капитализации российского фондового рынка составляла на начало 2006 г. 29,6%, а к началу 2007 г. она поднялась до 35,1%²³. Это создает серьезные риски устойчивости фондового рынка.

Еще одна существенная особенность российского фондового рынка — высокая концентрация контрольных пакетов и, как следствие, низкий уровень доли акций в свободном обращении (free float). Даже у эмитентов, торгуемых на биржах, встречаются уровни free float в 10% и ниже; тем более это верно для компаний, не стремящихся к публичному обращению своих акций. При этом следует учесть, что формально декларируемый уровень free float (например, используемый биржами для расчета своих фондовых индексов), как правило, завышен по сравнению с реальным уровнем.

Одной из важных особенностей становления российского рынка акций является его тесная связь с массовой приватизацией 1990-х гг. Размещение большей части акций, торгуемых сегодня на российских фондовых биржах, происходило в процессе приватизации и не принесло никаких финансовых средств компаниям-эмитентам. Первое публичное размещение (initial public offer — IPO) российских акций за рубежом произошло в 1996 г. Компания «Вымпелком» разместила американские депозитарные расписки (ADR) 3-го уровня на Нью-Йоркской фондовой бирже. Первое IPO на российских биржах прошло в 2002 году (компания «Росбизнесконсалтинг» на ММВБ и РТС).

В общей сложности за период с ноября 1996 года по декабрь 2007 года IPO на внутреннем и внешних рынках осуществила 51 компания²⁴, зарегистрированная в России. Кроме того, на внутреннем и внешнем рынках были также осуществлены 18 размещений акций российских компаний, в которых продавцами выступали исключительно акционеры (такие операции иногда относят к IPO, что, на наш взгляд, неверно, а иногда именуют SPO — secondary public offering, что также не вполне точно²⁵).

Как правило, говоря о результатах IPO, аналитики учитывают все средства, вырученные от продажи акций в ходе IPO как самими компаниями, так и их «старыми» акционерами. Между тем для оценки роли IPO в привлечении финансирования для российского бизнеса наиболее важной представляется именно сумма средств, привлеченных в ходе IPO самими компаниями от размещения новых акций, — около 38,6 млрд долларов (за весь период 1996–2007 гг.)²⁶.

Общая сумма средств, привлеченных как компаниями, так и акционерами, за последние 11 лет (с ноября 1996 г. по декабрь 2007 г.) в ходе IPO на внутреннем и внешних рынках, в том числе иностран-

ными компаниями с российскими активами, может быть оценена в 58,0 млрд долл., в том числе около 4,7 млрд долл. — в 2005 г., около 17,7 млрд долл. — в 2006 г. и 32,7 млрд долл. — в 2007 г.²⁷. Впрочем, общепризнанной статистики или общепринятой методики в отношении расчета этих сумм на сегодняшний день нет.

2.2. Инвесторы

Под инвесторами мы понимаем любых лиц, которые вкладывают средства в ценные бумаги с целью получения прибыли. Официальные систематизированные данные о структуре и количественных характеристиках инвесторской базы российского рынка ценных бумаг отсутствуют.

а) Население

В контексте данного исследования к этой группе относятся «активные» инвесторы — граждане (физические лица), которые либо осознанно приняли решение о самостоятельной работе на рынке ценных бумаг и периодически пользуются услугами брокеров или доверительных управляющих, либо являются «рыночными» клиентами ПИФов. Те физические лица, которые являются владельцами акций, полученных в ходе ваучерной приватизации, а также акционеры чековых инвестиционных фондов (ЧИФ) или пайщики паевых фондов, возникших в результате преобразования ЧИФ, в рамках данной категории не рассматриваются.

Полной и достоверной статистики о количестве частных лиц, совершающих операции на рынке ценных бумаг, в России нет. Компилируя данные из различных разрозненных источников, можно воссоздать следующую, далеко не полную картину.

В структуре клиентов ФБ ММВБ на физических лиц по состоянию на 01.01.08 приходилось 417,4 тысяч клиентских счетов. В структуре клиентов срочного рынка FORTS (группа РТС) по состоянию на 01.04.07 11,9 тыс. клиентских счетов принадлежало частным инвесторам²⁸. По оценкам Национальной лиги управляющих, количество счетов «рыночных» пайщиков ПИФ на середину 2007 года составляло около 450 тысяч.

Отдельная новая группа массовых частных инвесторов — это физические лица, участвовавшие в «народных IPO» ОАО «Роснефть», ОАО «Сбербанк» и ОАО ВТБ. Около 115 тысяч человек участвовали в IPO «Роснефти», 30 тысяч человек — в IPO «Сбербанка», 131 тысяча человек — в IPO ВТБ. Большая часть таких покупателей имеет принципиально другую (не спекулятивную) мотивацию и другой (долгосрочный) временной горизонт своих инвестиций по сравнению с другими указанными выше группами частных инвесторов.

Поскольку определенная доля частных инвесторов пользуется услугами не одного брокера, а нескольких или являются пайщиками более чем одного ПИФа, полученные цифры необходимо дисконтировать на 30–40%. С учетом этого фактора мы оцениваем количество физических лиц — резидентов, проводящих непосредственно или через инструменты коллективных инвестиций операции на рынке ценных бумаг, в 693–809 тыс. человек на начало 2008 г. В сравнении с численностью экономически активного населения страны (75,3 млн человек на 01.01.2008) это составляет примерно 0,9–1,1%.

Среди объективных причин низкой степени вовлеченности населения в операции с ценными бумагами следует отметить низкий общий уровень денежных доходов населения и территориальную ограниченность возможностей получения услуг на рынке ценных бумаг. Главной субъективной причиной слабой активности населения на рынке ценных бумаг является, прежде всего, низкая инвестиционная грамотность населения. Подавляющее большинство граждан, располагающих денежными средствами для сбережения, предпочитают банковские депозиты и наличные. (Отметим справочно, что общая сумма средств на депозитах физических лиц в коммерческих банках в рублях и в валюте на 01.12.2007 составляла 806,8 млрд руб., в том числе на срок от 1 до 3 лет — 2720,4 млрд руб., а свыше 3 лет — 357,9 млрд руб.)

б) Инвестиционные фонды

По данным ФСФР, на 01.01.08 в России было 1030 ПИФов. Совокупная стоимость их чистых активов составляла 766,8 млрд руб. (см. подраздел 1.5).

Число работающих ПИФов (завершивших формирование) на 01.01.08 составляло 948, совокупная стоимость их чистых активов равнялась 743,5 млрд руб. Из них 134,8 млрд руб. приходилось на открытые фонды, 43,8 млрд руб. — на интервальные фонды и 564,9 млрд руб. — на закрытые фонды²⁹.

Кроме того, на рынке присутствуют шесть акционерных инвестиционных фондов (АИФ), три из которых являются «реликтами чековой приватизации», а остальные три созданы уже после принятия закона «Об инвестиционных фондах». Общая стоимость их активов на 31.12.2007 составляла 6,1 млрд руб. Эта форма не пользуется популярностью ни у управляющих компаний, ни у инвесторов, главным образом из-за возникающего двойного налогообложения доходов.

Инвестиционные фонды как институт сконструированы, прежде всего, для аккумуляции средств мелких частных инвесторов, однако в России они пока что оказались в большей мере востребованы крупными инвесторами — как частными, так и нефинансовыми корпоративными, о чем говорит статистика активов закрытых ПИФ, ориентированных на крупных клиентов (см. таблицу 5). Их активы составляют 75% от всех активов отрасли, и эта доля стабильно остается в интервале 60–75% на протяжении четырех последних лет.

Таблица 5. Стоимость чистых активов работающих паевых фондов по группам на 01.01.2008 (млн руб.)

СЧА работающих паевых фондов, млн руб. на 01.01.2008*				
Категория	Открытые	Интервальные	Закрытые	Всего
Акции	77 378,43	28 294,44	226 702,08	332 374,95
Облигаций	14 311,25	335,17	0,00	14 646,42
Смешанных инвестиций	35 010,43	14 019,31	72 532,16	121 561,91
Индексный акций	6731,33	164,67	0,00	6895,99
Индексный облигаций	31,31	0,00	0,00	31,31
Фондов	1024,42	928,21	0,00	1952,63
Денежного рынка	295,55	0,00	0,00	295,55
Недвижимости			157 778,70	157 778,70
Венчурных инвестиций	Эти виды фондов не предусмотрены законодательством		30 640,80	30 640,80
Прямых инвестиций			70 514,21	70 514,21
Ипотечный			6772,61	6772,61
Всего	134 782,72	43 741,79	564 940,55	743 465,06

Источник: Национальная лига управляющих.

К сожалению, классификация ПИФов по типам активов, приведенная в таблице 5 (фонды акций, фонды облигаций, фонды недвижимости и т.д.) не позволяет точно определить стоимость каждого из классов финансовых инструментов, поскольку в составе ПИФов каждой группы могут находиться различные инструменты, причем в достаточно широких интервалах. Так, в составе ПИФа акций легально может находиться до 40% облигаций, а в составе ПИФа облигаций — наоборот, до 40% акций. Акции и/или облигации могут входить также в состав смешанных фондов, фондов недвижимости, венчурных фондов, фондов прямых инвестиций, индексных фондов и др. Статистика распределения средств ПИФов собственно по разным классам финансовых инструментов в открытом доступе отсутствует.

Инвестиционные стратегии ПИФов на фондовом рынке могут быть самыми различными — как спекулятивными, так и долгосрочно-инвестиционными, как активными, так и пассивными. Однако официальной статистики, позволяющей оценить распределение ПИФов по инвестиционным стратегиям и стилям инвестирования, учесть ориентацию портфелей на акции компаний с различной капитализацией и потенциалом роста, на сегодняшний день не существует.

Юридические операции с активами ПИФа осуществляют специализированные организации — управляющие компании (УК). На 01.01.08 лицензии управляющих компаний, по данным ФСФР, имело

513 организаций, из них у 256 компаний, по данным Национальной лиги управляющих, были работающие ПИФы. Остальные УК либо специализировались на управлении средствами негосударственных пенсионных фондов, либо еще не приступили к своей основной деятельности.

На рынке управления активами ПИФов традиционно была высока как индивидуальная, так и региональная концентрация, однако в последние годы она устойчиво снижается. На долю первых пяти компаний по состоянию на 01.01.08 приходилось 44,9% от общей стоимости чистых активов ПИФов³⁰ (для сравнения: на 01.01.07 этот показатель составлял 54,24%, а до 2002 г. включительно он превышал 90%). Региональная концентрация проявляется в том, что 76% всех управляющих компаний зарегистрированы в Москве.

в) Негосударственные пенсионные фонды

Негосударственные пенсионные фонды (НПФ) в силу самого механизма своего функционирования должны инвестировать средства, накапливаемые для будущих пенсионных выплат, в доходные и достаточно надежные активы — прежде всего в ценные бумаги. В России НПФ являются юридическими лицами, причем обязательно некоммерческими организациями, что накладывает на них определенную специфику. В настоящее время они могут осуществлять только два вида деятельности: негосударственное пенсионное обеспечение (НПО), т.е. добровольное пенсионирование за счет средств работодателей и/или самих работников, дополнительное по отношению к государственным пенсиям, и обязательное пенсионное страхование (ОПС) — часть государственной системы трудовых пенсий.

По данным ФСФР России на 01.01.08 действующие лицензии НПФ имеют 253 фонда, из них 126 фондов допущены к ОПС. Собственное имущество (совокупные активы) всех НПФ на 01.01.2008 составляли 593,9 млрд руб., в том числе пенсионные резервы по НПО составляли 472,3 млрд руб., а пенсионные накопления по ОПС — 26,7 млрд руб. Объем имущества для осуществления уставной деятельности (ИОУД) на 01.10.2007 был равен 91,6 млрд руб. Количество участников системы НПО достигло 6,7 млн чел., в том числе получающих негосударственную пенсию — 991 тыс., а количество застрахованных лиц по ОПС — 1878 тыс. чел.

Совокупный инвестиционный ресурс НПФ включает в себя весь объем пенсионных резервов и пенсионных накоплений, а также существенную часть ИОУД (по нашим оценкам, примерно 50–75%), т.е. в целом на 01.01.2008 он составлял около 540–560 млрд руб. При этом, несмотря на очень большую «длину» своих пассивов, некоторые НПФ инвестируют не только в акции и облигации, оптимально подходящие для долгосрочных вложений, но также размещают существенную часть своих средств в векселя и банковские депозиты³¹.

Отметим, что НПФ не имеют права самостоятельно инвестировать свои пенсионные резервы по НПО в акции и корпоративные облигации, а обязаны воспользоваться для этого услугами управляющих компаний. В сфере ОПС вообще все инвестиции НПФ могут осуществляться только через управляющие компании. НПФ обязаны также пользоваться услугами спецдепозитариев по учету или хранению их активов и контролю за действиями управляющего и самого НПФ.

г) Инвестирование средств пенсионных накоплений

Застрахованные лица, то есть работники, за которых работодатели платят пенсионные взносы в Пенсионный фонд России (ПФР), имеющие накопительную часть трудовой пенсии, могут перевести свои пенсионные накопления в НПФ или передать их в доверительное управление управляющей компании — либо частной (одной из 55, прошедших соответствующий конкурс), либо государственной (эту роль в настоящее время выполняет Внешэкономбанк). Для выбора НПФ или частной УК необходимо написать заявление в ПФР, тогда как выбор государственной управляющей компании (далее — ГУК) происходит по умолчанию, и подавляющее большинство граждан к настоящему времени остаются «молчунами».

По состоянию на конец 2007 г. объем средств пенсионных накоплений, переданных субъектам отношений по обязательному пенсионному страхованию, составил 401,8 млрд руб., из которых 362,87 млрд руб. (90,3%) находится в доверительном управлении государственной управляющей компании, инвестирующей эти накопления в государственный внутренний и внешний долг. Остальные средства поступили в управление частным управляющим компаниям (12,2 млрд руб., или 3,0%) и негосударственным пенси-

онным фондам (26,7 млрд руб., или 6,6%). Стоит отметить снижение доли государственной управляющей компании в общем объеме пенсионных накоплений, переданных в доверительное управление, — на 3% за 2007 г. (с 93 до 90%). Этот факт свидетельствует о продолжающемся росте востребованности негосударственных институтов для распоряжения пенсионными накоплениями, хотя темпы этого роста нельзя пока назвать удовлетворительными.

Для сравнения: по данным ФСФР России и Пенсионного фонда России, на 31.12.2006 общая сумма пенсионных накоплений в управляющих компаниях и негосударственных пенсионных фондах составляла 276,4 млрд руб., из которых 267,1 млрд руб. (93,3%) приходилось на долю государственной управляющей компании, 9,4 млрд руб. (3,3%) было передано в частные управляющие компании и 9,6 млрд руб. (3,4%) — в негосударственные пенсионные фонды).

Внешэкономбанк в качестве ГУК имеет право вкладывать пенсионные накопления «молчунов» только в государственные ценные бумаги, что в значительной степени обесмысливает накопительную систему — в долгосрочной перспективе эти инвестиции обречены проигрывать инфляции, к тому же «длинные» пенсионные деньги не попадают в реальную экономику, а просто перемещаются из одного государственного кармана в другой.

д) Коммерческие банки

В России нет ограничений на операции коммерческих банков на рынке ценных бумаг, существующих в ряде зарубежных стран (классический пример — многолетний запрет американским коммерческим банкам выполнять ряд операций на фондовом рынке на основании акта Гласса–Стигала). Поэтому многие российские банки выступают на рынке ценных бумаг в качестве профессиональных участников, а также в качестве инвесторов за свой собственный счет.

По данным Банка России, общая сумма средств, вложенных коммерческими банками в акции российских акционерных обществ, на 01.01.08 составила 487,7 млрд руб. без учета вложений в акции дочерних и зависимых акционерных обществ. Вместе с тем 171,4 млрд руб. приходится на акции, приобретенные по договорам с обратной продажей и по договорам займа, т.е. не носят инвестиционного характера.

Общая сумма вложений коммерческих банков в облигации и другие долговые ценные бумаги российских юридических лиц на 01.12.07 составила 1449,6 млрд руб. Вместе с тем, 132,9 млрд руб. приходится на долговые обязательства, приобретенные по договорам с обратной продажей и по договорам займа, т.е., не носят инвестиционного характера.

В части операций на срочном рынке, по данным Банка России, объем требований коммерческих банков по поставке ценных бумаг на 01.01.08 составил 204,4 млрд руб., а объем их обязательств по поставке ценных бумаг — 142,4 млрд руб.

е) Зарубежные инвестиционные фонды на российском фондовом рынке

Российский фондовый рынок пока не стал достаточно привлекательным для крупнейших глобальных инвестиционных и пенсионных фондов, ориентированных на зарубежных розничных инвесторов. Россия остается единственным крупным развивающимся рынком, под акции которого не создан ни один биржевой индексный фонд (ETFs), включенный в листинг глобальных фондовых бирж. Специализированные на России фонды обычно являются низко капитализированными и в большинстве своем имеют статус хедж-фондов или фондов, ориентированных на квалифицированных инвесторов.

По данным информационного портала EmergingPortfolio.com, стоимость инвестиций портфельных инвестиционных фондов в Россию на начало 2007 г. составляла около 23 млрд долл. Как видно из таблицы 6, основными инвесторами в российские акции являются зарубежные инвестиционные фонды, специализирующиеся на инвестициях в акции компаний из развивающихся стран Европы, а также глобальные фонды развивающихся рынков. Инвестиции глобальных инвестиционных фондов акций пока играют весьма скромную роль как источник портфельных инвестиций в Россию и другие страны БРИК.

Таблица 6. Структура иностранных портфельных инвесторов, инвестирующих в акции стран БРИК на начало 2007 г.

	Всего — млн долл.	Россия		Китай		Индия		Бразилия	
		Млн долл.	Доля,%	Млн долл.	Доля,%	Млн долл.	Доля,%	Млн долл.	Доля,%
Глобальные фонды развивающихся рынков	119 942	10 195	8,5	12 306	10,3	7 221	6,0	13 925	11,6
Фонды азиатского региона	33 162	-	-	5 873	17,7	1927	5,8	-	-
Фонды развивающихся рынков Европы	23 777	11 708	49,2	-	-	-	-	-	-
Фонды, ориентированные на Латинскую Америку	11 783	-	-	-	-	-	-	6457	54,8
Фонды тихоокеанского региона	19 620	-	-	583	3,0	267	1,4	-	-
Глобальные американские фонды	150 593	1024	0,7	2 560	1,7	1641	1,1	2199	1,5
Глобальные фонды	71 329	21	0,0%	335	0,5	235	0,3	214	0,3
Всего	430 207	22 948	58,5%	21 657	33,1	11 291	14,6	22 795	68,2

Источник: *www. EmergingPortfolio.com*

В таблице 7 приводятся данные об основных странах, откуда поступают прямые, портфельные и иные инвестиции в Россию за 2007 г.

Таблица 7. Иностранные инвестиции в Россию в 2007 г. по основным странам-инвесторам

	Накоплено на конец года		Поступило в течение года	
	всего	в % к итогу	всего	в % к итогу
Всего инвестиций	220 595	100	120 941	100
в том числе:				
Кипр	49 593	22,5	20 654	17,07775
Нидерланды	39 068	17,7	18 751	15,50425
Люксембург	22 870	13,2	11 516	9,521998
Великобритания	29 235	13,3	26 328	21,76929
Германия	11 786	5,3	5 055	4,179724
США	8 579	3,9	2 839	2,347426
Ирландия	7 131	3,2	6 703	5,542372
Франция	5 919	2,7	6 696	5,536584
Виргинские острова (Брит)	4 800	2,2	2 140	1,769458
Швейцария	4 797	2,2	3 120	2,57977

Источник: *Ростат*.

Основными странами, из которых поступают инвестиции в Россию, являются Кипр (22,5% накопленных инвестиций), Нидерланды (17,7%), Великобритания (13,3%) и Люксембург (13,2%).

2.3. Брокеры, дилеры, управляющие ценными бумагами

Российское законодательство регулирует брокерскую деятельность, дилерскую деятельность и деятельность по управлению ценными бумагами. Определения этих видов деятельности в целом соответствуют пониманию, принятому на развитых рынках, с учетом следующих оговорок:

– брокерская деятельность сама по себе не предполагает учет прав клиентов на ценные бумаги, поэтому брокерам, желающим осуществлять такой учёт, необходимо получать отдельную лицензию на депозитарную деятельность;

– дилерской деятельностью признаются только такие операции купли-продажи ценных бумаг, которые сопровождаются публичным объявлением цен покупки и/или продажи, поэтому освобождаются от регулирования компании и граждане, которые регулярно совершают операции с ценными бумагами, в том числе даже публично предлагают купить или продать ценные бумаги, однако при этом не объявляют цен;

– доверительное управление ценными бумагами формально отличается от доверительного управления паевыми инвестиционными фондами и негосударственными пенсионными фондами, что выражается в существовании двух разных типов лицензий на эти сходные виды деятельности.

По состоянию на 1 января 2008 года, по данным ФСФР России, было выдано 1445 лицензий на осуществление брокерской деятельности, 1422 лицензии на осуществление дилерской деятельности, а также 1169 лицензий на осуществление деятельности по доверительному управлению ценными бумагами. При этом большинство лицензиатов совмещало все три вида деятельности или какие-либо два из них, так что общее количество лицензированных профессиональных посредников составляло 1691.

С первых лет появления фондового рынка в стране режим регулирования брокерской деятельности в России был и остается одним из самых либеральных в мире. Он отличается относительно низкими требованиями к стартовым условиям выхода новых компаний на рынок, полным отсутствием ограничений по участию нерезидентов в капитале брокеров, относительным либерализмом в части офшорного бизнеса, отсутствием каких-либо требований и стандартов к брокерам и их персоналу при оказании услуг по инвестиционному консультированию.

В результате количество организаций, так или иначе занимающихся брокерской или дилерской деятельностью в России, в настоящее время составляет около полутора тысяч; из них активно работают на рынке (в том числе предлагают услуги в сфере интернет-торговли) около 150 компаний. Благодаря этому рынок брокерских услуг в России является высококонкурентным: по оценкам, на 20 крупнейших интернет-брокеров приходится около 90% рынка брокерских услуг, тогда как в США на пять крупнейших операторов приходится 95% аналогичного рынка.

О высоком уровне конкурентности брокерского бизнеса свидетельствуют также данные о концентрации оборотов по различным видам ценных бумаг на биржевых торгах. Так, по данным ММВБ, индекс Херфиндаля — Хиршмана (ННН) по суммарным оборотам по итогам 2007 года составил значение около 350, данные по отдельным инструментам приведены в таблице 8.

При этом согласно общепринятому подходу рынок является низкоконцентрированным при значении ННН менее 800, умеренно концентрированным при $800 < \text{ННН} < 1800$ и высококонцентрированным — при ННН более 1800³². Высокая концентрация оборотов наблюдается только на рынке еврооблигаций.

Таблица 8. Значения индекса Херфиндаля-Хиршмана по объемам оборота для различных сегментов рынка ценных бумаг ФБ ММВБ в 2007 г.

ННН по оборотам	
Акции	319
Корпоративные облигации	416
Еврооблигации	5601
Субфедеральные облигации	588
Муниципальные облигации	634
ПИФы	685

Рассчитано по данным ММВБ.

Существенные особенности брокерского бизнеса в России — это ограниченность числа клиентов, которое в настоящее время не превышает 500 тыс., и сравнительно низкий уровень концентрации бизнеса (см. выше). Высокий уровень конкуренции среди российских брокеров толкает их к поддержанию низкого уровня тарифов на свои услуги. Торговая комиссия интернет-брокеров в России составляет от 2 до 10 долларов при сделке в 10 000 долларов, что, как правило, ниже комиссии крупнейших интернет-

брокеров в США³³. Примечательно, что ряд онлайн-брокеров в США (Bank of America, Well Fargo, Zecco) для определенных категорий инвесторов вообще отказались от взимания брокерской комиссии, однако это пока не стало всеобщим явлением на американском рынке.

В России отсутствует явная специализация компаний по направлениям брокерских услуг. Напротив, для современного этапа развития российского фондового рынка характерна универсализация услуг финансового посредничества. Коммерческие банки все более активно вовлекаются в операции на фондовом рынке, включая брокерские услуги. В то же время небанковские брокеры все более активно создают финансовые холдинги, включающие банки, страховые организации и других посредников. Большинство банковских и небанковских брокеров предлагают клиентам инвестиционно-банковские услуги. Все более стираются отличия между интернет-брокерами и брокерами, оказывающими полный спектр услуг клиентам: интернет-брокеры все более активно оказывают услуги по доверительному управлению активами клиентов и инвестиционному консультированию, и в то же время почти все офлайн и “full services” брокеры предлагают услуги онлайн-торговли через Интернет.

Исчерпание традиционных методов конкуренции на рынке услуг онлайн-брокеров в виде снижения брокерской комиссии и предоставления сверхльготных условий маржинального кредитования неизбежно будет вести к росту концентрации брокерского бизнеса. Стремление к повышению конкурентоспособности и увеличению клиентской базы, прежде всего за счет региональных клиентов, уже сейчас влияет на трансформацию модели брокерского бизнеса: от преобладания множества мелких брокерских компаний к формированию относительно крупных организаций с развернутой филиальной сетью в регионах.

2.4. Торгово-расчетная инфраструктура

К торгово-расчетной инфраструктуре российского рынка ценных бумаг относятся профессиональные участники рынка ценных бумаг, осуществляющие следующие виды деятельности:

- деятельность по организации торговли на рынке ценных бумаг (включая фондовые биржи);
- клиринговая деятельность;
- депозитарная деятельность в качестве расчетных депозитариев.

Кроме того, составной частью этой инфраструктуры являются небанковские кредитные организации, выполняющие функции расчетных палат.

По данным ФСФР России, на 01.01.2008, в России имеется 9 организаций, имеющих лицензии организаторов торговли или фондовой биржи, и 10 организаций, имеющих лицензию клиринговой организации. Вместе с тем в результате рыночной конкуренции и объективных интеграционных процессов фактически сложилось два ведущих инфраструктурных центра — Группа ММВБ и Группа РТС, которые, собственно, и формируют сегодня организованный рынок ценных бумаг России.

а) **Группа ММВБ** представляет собой интегрированную торгово-расчетную инфраструктуру, в которую входят:

- Закрытое акционерное общество «Московская межбанковская валютная биржа»;
- Закрытое акционерное общество «Фондовая биржа ММВБ»;
- Некоммерческое партнерство «Национальный депозитарный центр»;
- Небанковская кредитная организация «Расчетная палата ММВБ» (ЗАО);
- ЗАО Акционерный коммерческий банк «Национальный клиринговый центр»;
- семь региональных бирж (в Санкт-Петербурге, Нижнем Новгороде, Самаре, Ростове-на-Дону, Екатеринбурге, Новосибирске и Владивостоке);
- Национальная товарная биржа.

В рамках Группы ММВБ функционируют следующие рынки:

- фондовый рынок;
- рынок государственных бумаг и денежный рынок;
- валютный рынок;
- срочный рынок;
- товарный рынок.

По итогам 2007 г. суммарный объем торгов на всех рынках Группы ММВБ составил 106,9 трлн руб. (4,2 трлн долл. США).

На фондовом рынке ММВБ (ЗАО «Фондовая биржа ММВБ») используются следующие режимы торгов:

– Режим основных торгов: состоит из трех периодов торгов — предторгового, торговой сессии и послеторгового периода. В предторговом периоде в систему торгов подаются только лимитные заявки, и на их основании по каждой ценной бумаге происходит определение цены предторгового периода, обеспечивающей заключение сделок с наибольшим количеством ценных бумаг. В основу механизма торговли в ходе торговой сессии заложен принцип “order driven market” — рынок конкурирующих между собой заявок, при котором сделка заключается автоматически при пересечении условий встречных анонимных заявок (лимитных, рыночных либо заявок маркетмейкера). В послеторговый период происходит сбор заявок участников торгов и заключение сделок по ценам послеторгового периода (определяются в течение последних 30 минут торговой сессии либо как текущие средневзвешенные цены). В режиме основных торгов при подаче заявок на совершение сделок осуществляется полный контроль обеспечения, все сделки режима основных торгов предполагают исполнение по ним обязательств в дату их заключения. Режим переговорных сделок (РПС): в рамках этого режима участники торгов имеют возможность как котировать ценные бумаги путем выставления безадресных заявок (приглашения к оферте для всех участников торгов), так и заключать сделки на двусторонней (неанонимной) основе с использованием встречных адресных заявок (оферта на совершение сделки со стороны одного участника торгов в адрес другого участника торгов). В режиме РПС участники торгов при совершении сделки определяют надлежащую дату исполнения по ней обязательств в диапазоне от текущего торгового дня (дня Т) до 30 календарных дней после заключения сделки. Данный режим торгов позволяет участникам торгов заключать сделки либо с полным контролем обеспечения, либо без контроля обеспечения.

– Режимы торгов репо (репо с акциями, репо с облигациями). Режимы торгов репо предоставляют участникам торгов возможность заключения сделок репо по всем обращающимся на Фондовой бирже ММВБ эмиссионным ценным бумагам. В режимах торгов репо участниками торгов используются безадресные и адресные заявки (аналогично режиму торгов РПС), сделки совершаются контрагентами на двусторонней (неанонимной) основе. Сделки репо могут совершаться как с полным контролем обеспечения, так и без контроля обеспечения по первым частям этих сделок. При этом дата исполнения обязательств по первым частям сделок репо определяется контрагентами в диапазоне: начиная от текущего торгового дня (дня Т) до двух рабочих дней после заключения сделки. Надлежащая дата исполнения обязательств по вторым частям сделок РЕПО также определяется контрагентами при заключении этих сделок в диапазоне: начиная от надлежащей даты исполнения обязательств по первой части РЕПО до 180 календарных дней после надлежащей даты исполнения обязательств по первой части РЕПО. При этом контрагенты по обоюдному согласию вправе досрочно исполнять обязательства по вторым частям сделок РЕПО, начиная с даты надлежащего исполнения ими обязательств по первым частям этих сделок.

– Режим «Неполные лоты»: в рамках этого режима участники торгов имеют возможность заключать сделки с акциями на любое количество ценных бумаг, в том числе не соответствующее стандартной лотности в других режимах торгов (лоты по всем акциям в данном режиме торгов равны одной ценой бумаге).

– Режимы размещения ценных бумаг: позволяют проводить первичное размещение ценных бумаг в форме аукциона по определению цены размещения, в форме конкурса по определению ставки купона либо путем заключения сделок на основании адресных заявок по заранее определенной эмитентом (фиксированной) цене размещения или доходности.

– Режимы выкупа ценных бумаг: позволяют проводить выкуп облигаций в форме аукциона по определению цены выкупа либо путем заключения сделок на основании адресных заявок по заранее определенной эмитентом (фиксированной) цене выкупа.

Исполнение обязательств по сделкам, совершенным во всех режимах торгов на Фондовой бирже ММВБ, осуществляется в системе клиринга Клиринговой организации (ЗАО ММВБ) на условиях «поставка против платежа». Расчеты по нетто-обязательствам участников торгов по совершенным ими сделкам осуществляются на основе расчетных документов ЗАО ММВБ, как клирингового центра в Расчетной палате ММВБ (расчетная организация по денежным средствам) и в НДЦ (расчетный депозитарий по цен-

ным бумагам). Денежные расчеты осуществляются в российских рублях (и в долларах США — только по сделкам с федеральными еврооблигациями РФ).

Объем сделок с акциями на Фондовой бирже ММВБ за 2007 г. составил 30,93 трлн руб. (включая сделки репо). Капитализация рынка акций, обращающихся на ФБ ММВБ, достигла 29,97 трлн руб., или 1216,6 млрд долл.

Объем сделок с корпоративными облигациями на Фондовой бирже ММВБ в 2007 г. составил 9,95 трлн руб., совокупный объем эмиссии корпоративных облигаций — 458,3 млрд руб. Объем биржевых сделок с облигациями субфедеральных и муниципальных образований (включая репо) составил 2520 млрд руб. и 85,4 млрд руб. соответственно.

Объем совершенных на рынке репо сделок с корпоративными, субфедеральными и муниципальными облигациями в 2007 г. составил 8,81 трлн руб., объем операций репо с акциями — 15,62 трлн руб.

По состоянию на 01.01.2008 на ФБ ММВБ проходят торги по 1229 ценным бумагам 758 эмитентов, в том числе в котировальные списки различного уровня включено 338 ценных бумаг 250 эмитентов.

На *рынке государственных ценных бумаг ММВБ* выставление заявок и заключение сделок производится в течение торгового дня, который делится на основную и дополнительную торговые сессии. В ходе основной торговой сессии происходит заключение сделок в системном (основном) режиме торгов и заключение внесистемных сделок.

– Системный режим торгов представляет собой анонимные торги по принципу «order-driven market». Участники вводят в систему торгов «безадресные» заявки (заявки без указания конкретного контрагента), которые могут быть лимитными или рыночными. Лимитная заявка удовлетворяется по цене, не выше (при покупке) / не ниже (при продаже) указанной в заявке, а рыночная — по наилучшим ценам встречных заявок, сложившимся на рынке в момент подачи заявки. Лимитные заявки делятся на конкурентные (цена за ценную бумагу указывается самим дилером) и неконкурентные (заявки вводятся в систему торгов по средневзвешенным ценам на момент ввода заявки, рассчитываемым в автоматическом режиме). Все сделки в системном режиме заключаются с предварительным резервированием денежных средств и ценных бумаг.

– Внесистемные сделки заключаются на основе заявок с указанием конкретной стороны — контрагента по сделке, т.е. рынок является «адресным». Различаются внесистемные сделки без подтверждения (внесистемная сделка между дилером и обслуживаемым им инвестором или между двумя инвесторами, обслуживаемыми одним дилером) и с подтверждением (внесистемная сделка между дилерами, действующими как от своего имени и за свой счет, так за счет и по поручению инвесторов). Участники могут заключать внесистемные сделки как с предварительным резервированием денежных средств и ценных бумаг, так и без предварительного резервирования. Исполнение всех сделок осуществляется только на условиях «поставка против платежа».

– Дополнительная торговая сессия предназначена для заключения и исполнения сделок прямого репо против Банка России и внесистемных сделок с Банком России. Сделки прямого репо против Банка России и сделки междилерского репо заключаются в обособленном режиме на основе заявок репо. В первом случае заявка-подтверждение на заключение сделки репо вводится Банком России, а во втором — дилером-контрагентом. Операции биржевого модифицированного репо заключаются на основании заявок купли-продажи облигаций, адресованных Банку России.

На рынке государственных ценных бумаг (ГЦБ) и денежном рынке общий объем сделок в 2007 г. составил 23,19 трлн руб., включая сделки с ГКО-ОФЗ и иными облигациями, операции репо и депозитные операции Банка России.

В *Секции срочного рынка ММВБ* сделки в ходе торгов заключаются при пересечении условий заявок членов секции на покупку и заявок на продажу срочных инструментов. На этом рынке используются как режим анонимного непрерывного аукциона на основе лимитированных и рыночных заявок, так и режим внесистемных сделок, по взаимной двусторонней договоренности членов секции. Операции требуют внесения депозитной маржи. Расчеты проводятся через клиринговую организацию (Расчетная палата ММВБ) и клиринговых членов.

Общий объем торгов в секции срочного рынка (стандартные контракты) ММВБ составил 2,21 трлн руб. (86,7 млрд долл.), главным образом по валютным фьючерсам. Средний объем открытых позиций

на срочном рынке ММВБ по контракту «рубль-доллар» по итогам года составил 4,9 млрд долл. В 2007 г. на ММВБ сформирован институт маркетмейкеров на обращающиеся процентные инструменты — фьючерсы на ставки MosIBOR и MosPrimeRate, объем сделок в этом сегменте составил 25,9 млрд рублей.

В июне 2007 года на срочном рынке ФБ ММВБ начались торги фьючерсными контрактами и Индекс ММВБ, к концу года объем сделок составил 1,8 млрд руб., ликвидность на этом рынке обеспечивается маркетмейкерами, поддерживающими на регулярной основе двухсторонние котировки.

Общий объем биржевых сделок с иностранными валютами на ММВБ в 2007 г. составил 38,0 трлн руб., в том числе сделок своп — 15,28 трлн руб. В 2007 г. был реализован проект по передаче клиринговых и расчетных функций на биржевом валютном рынке в специально созданную структуру — ЗАО АКБ «Национальный клиринговый центр» и переход на проведение единой торговой сессии межбанковских валютных бирж с использованием централизованного клиринга.

б) Группа РТС представляет собой интегрированную торгово-расчетную инфраструктуру, в которую входят:

- Некоммерческое партнерство «Фондовая биржа «Российская Торговая Система»;
- Некоммерческое партнерство «Фондовая биржа «Санкт-Петербург»;
- Открытое акционерное общество «Фондовая биржа «Российская Торговая Система»;
- Закрытое акционерное общество «Клиринговый центр РТС»;
- Небанковская кредитная организация «Расчетная палата РТС» (ООО);
- Закрытое акционерное общество «Депозитарно-Клиринговая Компания».

В составе Группы РТС функционируют несколько организованных рынков:

- классический рынок;
- биржевой рынок;
- рынок фьючерсов и опционов FORTS.

В рамках *Классического рынка РТС* используются две модели торгов:

– Классический рынок с неанонимной торговлей: заключение сделок на основе неанонимных котировок (quote-driven market); отсутствие предварительного депонирования ценных бумаг и денежных средств; котировки в долларах США; возможность выбора даты расчетов (от T+0 до T+30), способа расчетов (поставка против платежа или свободная поставка), валюты расчетов (как рубли, так и иностранная валюта); клирингового центра нет; обязательного расчетного депозитария нет.

– Классический рынок с анонимной торговлей: анонимный аукцион заявок (order-driven market); частичное предварительное депонирование ценных бумаг и денежных средств; поставка против платежа на T+4; котировки и расчеты в долларах США; есть клиринговый центр, расчетный депозитарий и расчетная кредитная организация.

Биржевой рынок РТС работает на следующих принципах: анонимный аукцион заявок (order-driven system); 100%-ное предварительное депонирование ценных бумаг и денежных средств; поставка против платежа на T+0; котировки и расчеты в рублях; есть клиринговый центр, расчетный депозитарий и расчетная кредитная организация.

В сентябре 2007 года была запущена технология «центрального контрагента по сделкам», в которой НП «ФБ РТС» выступает контрагентом по всем сделкам.

По состоянию на 01.01.08 в Группе РТС к торгам допущено 603 ценные бумаги 385 эмитентов, общий объем торгов ценными бумагами по итогам 2007 г. составил 15,237 млрд долл.

Срочный рынок FORTS базируется на анонимном аукционе заявок (order-driven system). Осуществляется депонирование начальной маржи по фьючерсам; расчеты и поставка осуществляются по истечении срока обращения контракта. Котировки и расчеты осуществляются в рублях; есть клиринговый центр, расчетный депозитарий и расчетная кредитная организация. С сентября 2007 г. стал проводиться промежуточный клиринг, что позволило снизить гарантийное обеспечение.

На рынке FORTS в 2007 г. было заключено более 11,7 млн сделок с 144,9 млн контрактов на общую сумму 7,5 трлн рублей. Среднедневной объем открытых позиций по стандартным контрактам составил в 2007 г. 82,6 млрд рублей.

Кроме того, в рамках Группы РТС функционирует *система индикативных котировок RTS Board*, основанная на следующих принципах: выставление индикативных котировок на ценные бумаги, не допу-

ценные к торгам на фондовой бирже РТС; отсутствие предварительного депонирования ценных бумаг и денежных средств; котировки в долларах США; возможность выбора даты расчетов (от T+0 до T+30), способа расчетов (поставка против платежа или свободная поставка), валюты расчетов (как рубли, так и иностранная валюта); клирингового центра нет; обязательного расчетного депозитария нет.

По итогам 2007 г. объем торгов в RTS Board по зарегистрированным в системе сделкам составил 751,9 млн долл. США, было заключено 14 225 сделок. По состоянию на 01.01.08 система позволяет выставлять котировки по 1607 ценным бумагам 1217 эмитентов.

2.5. Учетная система

На российском фондовом рынке существуют два альтернативных способа учета прав на ценные бумаги, имеющие одинаковую юридическую силу: по счетам депо в депозитарии и по лицевым счетам в системе ведения реестра. Депозитарии, регистраторы, а также эмитенты, самостоятельно ведущие реестр своих акционеров, в совокупности образуют учетную систему фондового рынка.

а) Депозитарии

Депозитарий оказывает услуги по учету и удостоверению прав на ценные бумаги, учету и удостоверению передачи ценных бумаг, а также по хранению ценных бумаг (при документарной форме выпуска). Он осуществляет свою деятельность на основе договора с собственником ценных бумаг либо лицом, имеющим иные права в отношении ценных бумаг (депозитарный договор).

Депозитарная деятельность в РФ лицензируется. По данным ФСФР России, на 31.12.2007 количество организаций, имеющих депозитарную лицензию, составляло 787 (на 31.12.2006 их было 831, а на 31.12.2005 — 743).

В России произошло принятое в мировой практике разделение депозитариев на расчетные и кастодиальные. В российском законодательстве к расчетным относятся те депозитарии, которые осуществляют расчеты по ценным бумагам по результатам клиринга и проведение всех операций по счетам депо участников рынка ценных бумаг при исполнении сделок, совершенных через организаторов торговли. К кастодиальным депозитариям, следовательно, относятся все иные депозитарии, которые не имеют правоотношений с клиринговой организацией и организатором торговли и оказывают услуги своим клиентам по учету прав на ценные бумаги вне зависимости от места совершения сделок и проведения клиринга, в том числе банковские депозитарии.

Ведущими расчетными депозитариями являются Национальный депозитарный центр (НДЦ), Депозитарно-клиринговая компания (ДКК) и Расчетно-депозитарная компания (РДК). Крупнейшие кастодиальные депозитарии — «ИНГ Банк (Евразия)», «Газпромбанк», Внешторгбанк, Росбанк, Дойче банк, Внешэкономбанк.

В Российской Федерации на протяжении ряда лет обсуждается необходимость создания в России структуры, присущей практически всем развитым фондовым рынкам, — Центрального депозитария, обладающего набором исключительных функций. Однако на сегодняшний день этот вопрос не решен.

б) Регистраторы

Регистратор — профессиональный участник рынка ценных бумаг, осуществляющий деятельность по ведению реестра владельцев именных ценных бумаг (сбор, фиксация, обработка, хранение и предоставление данных, составляющих систему ведения реестра владельцев ценных бумаг). Регистратор работает на основании договора с эмитентом ценных бумаг; лица, открывающие счета в реестре, не заключают договор с регистратором. Эмитент с количеством акционеров не более 50 имеет право вести реестр самостоятельно или заключить договор с регистратором. Если же число акционеров превышает 50, эмитент обязан передать ведение реестра регистратору, хотя при этом он продолжает отвечать за ведение реестра.

Деятельность регистратора в РФ лицензируется. По данным ФСФР России, на 31.12.2007, количество организаций, имеющих лицензию на ведение реестра владельцев ценных бумаг, составляло 65 (на 31.12.2006 их было 73, а на 31.12.2005 — 82).

2.6. Иные инфраструктурные организации

К инфраструктуре фондового рынка примыкают также организации, оказывающие информационные и консультационные услуги участникам фондового рынка — эмитентам, инвесторам и посредникам: информационные агентства, рейтинговые агентства и т.д. Некоторые из них играют значимую роль для функционирования рынка. На основании проведенного конкурса ФСФР России заключила Соглашение о распространении информации, раскрываемой на рынке ценных бумаг с пятью информационными агентствами — ЗАО «АК&М», АНО «АЗИПИ», ЗАО «Интерфакс», ЗАО «Прайм-ТАСС», ЗАО «СКРИН». Указанные агентства являются информационными агентствами, уполномоченными федеральным органом исполнительной власти по рынку ценных бумаг на публичное представление информации, раскрываемой на рынке ценных бумаг. Они оказывают эмитентам услуги по раскрытию информации в лентах новостей, а инвесторам предоставляют оперативный доступ к раскрываемой информации.

Также в Российской Федерации работает ряд национальных и международных рейтинговых агентств. Они предоставляют эмитентам услуги присвоения кредитных рейтингов и рейтингов корпоративного управления. Однако в основном национальные рейтинговые агентства занимаются компиляцией разнообразных рэнкингов эмитентов и профессиональных участников рынка ценных бумаг на основе публично доступной информации. Деятельность таких организаций в России не регулируется, поэтому систематизированных данных об объемах этой деятельности нет.

3. Законодательная база и регулирование

К 2006 г. в Российской Федерации в основном сформирована нормативно-правовая база в области регулирования рынка ценных бумаг. Она образуется несколькими специальными законами («О рынке ценных бумаг», «О защите прав и законных интересов инвесторов на рынке ценных бумаг», «Об ипотечных ценных бумагах»), которые определяют общие правила, действующие на фондовом рынке, и многочисленными подзаконными нормативными актами (главным образом постановлениями Правительства РФ и приказами Федеральной службы по финансовым рынкам), устанавливающими специальные правила и нормы. В частности, подзаконные нормативные акты определяют порядок эмиссии ценных бумаг и требования к деятельности профессиональных участников рынка ценных бумаг — дилеров, брокеров, управляющих ценными бумагами, депозитариев, клиринговых организаций и организаторов торговли.

Функционирование отдельных институтов на фондовом рынке регламентируется специальными законами: «Об инвестиционных фондах», «О негосударственных пенсионных фондах», «Об инвестировании средств для финансирования накопительной части трудовой пенсии», «О накопительно-ипотечной системе жилищного обеспечения военнослужащих», которые также сопровождаются значительным по объему подзаконным регулированием.

Необходимо отметить, что в декабре 2007 г. Федеральным законом «О внесении изменений в Федеральный закон «Об инвестиционных фондах» и отдельные законодательные акты Российской Федерации» были внесены важные изменения в регулирование деятельности инвестиционных фондов в Российской Федерации, в том числе направленные на регулирование деятельности инвестиционных фондов для квалифицированных инвесторов, с одновременным введением в законодательство о рынке ценных бумаг понятия «квалифицированный инвестор».

Большое значение для регулирования российского фондового рынка имеют также общие нормы гражданского законодательства, содержащиеся в Гражданском кодексе РФ, а также нормы, регулирующие акционерные общества, которые установлены Законом «Об акционерных обществах».

Российская система регулирования фондового рынка создавалась параллельно со становлением самого рынка и во многих аспектах сыграла позитивную роль в его развитии. Эта система в целом учитывает международный опыт регулирования фондовых рынков и отвечает мировым тенденциям развития регулирования в этой сфере, однако она имеет ряд национальных особенностей. Главная из них — это

сложно структурированное распределение регуляторных и надзорных полномочий в сфере финансовых рынков между несколькими ведомствами. К настоящему времени значительная часть соответствующих функций в сфере собственно фондового рынка перешла к одному государственному органу — Федеральной службе по финансовым рынкам, однако определенные полномочия еще остаются у Центрального банка, а также в небольшой степени у Министерства финансов.

3.1. Федеральная служба по финансовым рынкам

Главным государственным регулирующим органом на российском рынке ценных бумаг в настоящий момент является Федеральная служба по финансовым рынкам (ФСФР России). По своему статусу она аналогична министерству, поскольку подчиняется непосредственно Правительству РФ (в отличие от большинства служб) и при этом объединяет как регулирующие, так и контрольно-надзорные полномочия.

Деятельность ФСФР регулируется Законом «О рынке ценных бумаг» и Положением о ФСФР России, утвержденным постановлением Правительства РФ от 30.06.2004 № 317. Согласно Положению ФСФР России является федеральным органом исполнительной власти, осуществляющим функции по принятию нормативных правовых актов, контролю и надзору в сфере финансовых рынков, за исключением страховой, банковской и аудиторской деятельности.

ФСФР осуществляет регулирование всех основных субъектов фондового рынка: эмитентов, профессиональных участников, институтов коллективного инвестирования, а в некоторых аспектах и инвесторов. В осуществлении своей деятельности ФСФР России обладает функциональной самостоятельностью, то есть не согласовывает свои действия с другими органами. Однако как орган исполнительной власти она подчиняется Правительству Российской Федерации, которое имеет право приостановить действие или отменить любой акт ФСФР России.

В отношении *эмитентов* ФСФР России имеет полномочия по утверждению стандартов эмиссии ценных бумаг, утверждению порядка государственной регистрации ценных бумаг и отчетов об итогах выпуска, регистрации выпусков ценных бумаг и отчетов об итогах выпуска, а также проспектов ценных бумаг (за исключением государственных и муниципальных ценных бумаг). ФСФР также проводит проверки эмитентов, в случае нарушений выдает им предписания, а при необходимости может приостанавливать эмиссию ценных бумаг и обращаться с иском в суд о признании выпуска ценных бумаг недействительным. Наконец, ФСФР определяет порядок допуска к первичному размещению и обращению вне территории РФ ценных бумаг российских эмитентов.

В отношении *профессиональных участников рынка ценных бумаг* ФСФР России утверждает требования к правилам осуществления профессиональной деятельности с ценными бумагами, утверждает нормативы достаточности собственных средств, осуществляет лицензирование профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг, регистрирует документы профессиональных участников. Она также проводит проверки профессиональных участников, при необходимости может выдавать им предписания, запрещать или ограничивать проведение отдельных операций на рынке ценных бумаг, наконец, приостанавливать или аннулировать лицензии нарушителей.

В отношении *институтов коллективного инвестирования* ФСФР России лицензирует деятельность НПФ, акционерных инвестиционных фондов, деятельности по управлению ИФ, ПИФ и НПФ, а также деятельность специализированных депозитариев ИФ, ПИФ и НПФ. Она же регистрирует правила доверительного управления ПИФами и правила доверительного управления ипотечным покрытием, правила НПФ, документы специализированных депозитариев. Она также утверждает требования к структуре активов акционерных и паевых инвестиционных фондов, определяет стандарты раскрытия информации и формы отчетности НПФ; проводит проверки указанных субъектов и выдает им предписания.

ФСФР России также регулирует допуск ценных бумаг к публичному размещению, обращению, котированию и листингу; принимает меры к приостановлению недобросовестной рекламы на рынке ценных бумаг; издает методические материалы и рекомендации по вопросам, отнесенным к ее компетенции. Она имеет право при необходимости обращаться в суд и в арбитражный суд с исками и заявлениями. Наконец,

важной функцией ФСФР является право рассматривать дела об административных правонарушениях, отнесенные к ее компетенции, а также применять меры ответственности, установленные административным законодательством.

Из перечисленных полномочий и функций видно, что роль ФСФР России в регулировании фондового рынка и надзоре за его участниками является главенствующей. Однако в ряде аспектов ее полномочия недостаточны. Так, до настоящего времени не существует четкой системы отслеживания и пресечения манипулятивных и инсайдерских практик со стороны участников рынка. Не выстроена система пруденциального надзора за профессиональными участниками рынка ценных бумаг и институтами коллективного инвестирования. Явно недостаточными являются санкции, предусмотренные за административные правонарушения на рынке ценных бумаг.

Следует также отметить, что компетенция ФСФР России имеет ряд существенных изъятий в отношении кредитных организаций: для них ФСФР не может устанавливать меры пруденциального характера, а также регулировать эмиссию их ценных бумаг (включая регистрацию выпусков ценных бумаг). Полномочия ФСФР не распространяются также на вопросы эмиссии и обращения государственных и муниципальных ценных бумаг.

3.2. Центральный банк Российской Федерации

Центральный банк не входит в систему органов исполнительной власти и осуществляет свою деятельность на основании специального закона «О Центральном банке Российской Федерации (Банке России)». Его полномочия в отношении регулирования коммерческих банков определены также законом «О банках и банковской деятельности». В качестве организации, отвечающей за организацию денежного обращения и стабильность банковской системы в России, Банк России имеет ряд полномочий, в той или иной степени влияющих на рынок ценных бумаг или затрагивающих его участников.

Так, Банк России во взаимодействии с Правительством РФ разрабатывает и проводит единую государственную денежно-кредитную политику, что оказывает влияние на многие параметры рынка ценных бумаг. В целях реализации денежно-кредитной политики он выступает эмитентом собственных облигаций и осуществляет операции с государственными ценными бумагами и собственными облигациями на открытом рынке, являясь крупным игроком.

Как регулятор банковской системы Банк России определяет особенности процедуры эмиссии ценных бумаг кредитных организаций и регистрирует выпуски соответствующих ценных бумаг. Далее он осуществляет банковский надзор за деятельностью кредитных организаций и банковских групп, в том числе за их деятельностью в качестве инвесторов на рынке ценных бумаг. В отношении деятельности кредитных организаций как профессиональных участников рынка ценных бумаг Банк России фактически устанавливает правила проведения отдельных операций (например, доверительное управление ценными бумагами, правила осуществления депозитарного учета и т.п.). Наконец, посредством участия в капитале инфраструктурных организаций на рынке ценных бумаг (например, ММВБ) Банк России осуществляет «косвенное регулирование» рынка ценных бумаг.

Банк России также устанавливает правила проведения банковских операций, устанавливает правила бухгалтерского учета и отчетности для банковской системы Российской Федерации.

Таким образом, хотя регулирующие полномочия Центрального банка в отношении участников фондового рынка напрямую распространяются только на кредитные организации, оперирующие на этом рынке, в целом влияние Центрального банка на финансовом рынке весьма велико. Используя указанные выше полномочия, Банк России, по сути, является вторым по значимости государственным регулятором рынка ценных бумаг.

Банк России играет важную роль и в сфере валютного регулирования. Согласно Федеральному закону от 10.12.2003 № 173-ФЗ «О валютном регулировании и валютном контроле» он является как органом валютного регулирования (наряду с Правительством РФ), так и органом валютного контроля. Однако следует отметить, что валютное регулирование в России было в последнее время существенно смягчено, в том числе и в отношении операций с ценными бумагами (часть ранее действовавших ограничений была отменена с 01.07.2006, часть — с 01.01.2007), так что фактически можно говорить о введении свободной

конвертируемости рубля. Так, Банк России утратил право устанавливать требования о резервировании средств при проведении валютных операций движения капитала (до 100% от суммы операции на срок до 60 дней или до 20% от суммы операции на срок до 1 года), которое ранее предоставлялось ему законом «О валютном регулировании и валютном контроле». Отменен такой институт, как специальные счета для осуществления валютных операций (денежные банковские счета, счета депо в депозитариях, лицевые счета в реестрах владельцев ценных бумаг).

3.3. Министерство финансов Российской Федерации

Согласно Положению о Министерстве финансов (утверждено Постановлением Правительства РФ от 30.06.2004 № 329) оно осуществляет ряд функций в отношении рынка ценных бумаг и его участников. Прежде всего Минфин утверждает условия эмиссии и обращения федеральных государственных ценных бумаг и решения об эмиссии отдельных выпусков этих ценных бумаг, а также отчеты об итогах их эмиссии. Вместе с тем Минфин сам выполняет функции эмитента федеральных государственных ценных бумаг.

Далее он выступает регулирующим органом в отношении государственных ценных бумаг субъектов РФ и муниципальных ценных бумаг: он осуществляет государственную регистрацию условий эмиссии и обращения таких ценных бумаг, утверждает стандарты раскрытия информации об этих бумагах.

Кроме того, Минфин остается регулятором в сфере инвестирования пенсионных накоплений для финансирования накопительной части трудовой пенсии, а также регулятором для страховых компаний, в том числе в части осуществления ими инвестиций в ценные бумаги (надзорные функции по отношению к страховым компаниям осуществляет Федеральная служба страхового надзора, которая подчиняется Минфину). Наконец, Минфин принимает нормативные правовые акты по вопросам порядка ведения бухгалтерского учета и составления бухгалтерской отчетности.

3.4. Иные государственные органы

Система правоприменения на рынке ценных бумаг включает также налоговые органы, органы финансового контроля и мониторинга, антимонопольный орган, судебную систему, правоохранительные органы. Однако подробный разбор их функций и задач выходит за рамки настоящей работы.

3.5. Саморегулируемые организации

Система регулирования на рынке ценных бумаг включает в себя, наряду с государственными органами, еще и саморегулируемые организации (СРО). В соответствии с законом «О рынке ценных бумаг» они создаются на добровольной основе профессиональными участниками рынка ценных бумаг в целях обеспечения условий их профессиональной деятельности, соблюдения стандартов профессиональной этики на рынке ценных бумаг, защиты интересов владельцев ценных бумаг и иных клиентов профессиональных участников рынка ценных бумаг, а также установления правил и стандартов проведения операций с ценными бумагами, обеспечивающих эффективную деятельность на рынке ценных бумаг³⁴. В соответствии с законом «Об инвестиционных фондах» СРО могут создаваться управляющими компаниями и специализированными депозитариями инвестиционных фондов для аналогичных целей³⁵.

СРО создаются в форме некоммерческой организации. Они устанавливают обязательные для своих членов правила осуществления профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг и стандарты проведения операций с ценными бумагами, а также осуществляет контроль за их соблюдением. Членство в СРО является добровольным.

В настоящее время в России статус СРО профессиональных участников рынка ценных бумаг и институтов коллективного инвестирования имеют следующие организации³⁶:

- Национальная ассоциация участников фондового рынка (НАУФОР) объединяет брокеров, дилеров, управляющих, а также депозитариев. Общее количество ее членов на 01.01.08 составляет 404. НАУФОР имеет центральный офис в Москве, а также филиалы в 14 регионах.

- Профессиональная ассоциация регистраторов, трансфер-агентов и депозитариев (ПАРТАД) объединяет депозитариев, регистраторов и клиринговые организации. На 10.11.07 в ПАРТАД насчитывался 101 член. Помимо центрального офиса в Москве, имеются представительства в пяти регионах.
- Национальная фондовая ассоциация (НФА) включает в себя организации, имеющие лицензии на брокерскую, дилерскую, депозитарную деятельность и на доверительное управление ценными бумагами; основная особенность в том, что среди ее членов преобладают банки. В НФА на 10.11.07 входит 245 членов.
- Национальная лига управляющих (НЛУ) объединяет организации, имеющие лицензии на управление паевыми и акционерными инвестиционными фондами, пенсионными резервами НПФ, а также на доверительное управление ценными бумагами. На 10.11.07 насчитывает 80 управляющих компаний.
- Некоммерческое партнерство профессиональных участников фондового рынка Уральского региона (ПУФРУР) — единственная на сегодняшний день СРО с региональной спецификой, ее офис находится в Екатеринбурге. Члены ПУФРУР — 26 профессиональных участников рынка ценных бумаг из Уральского региона (по состоянию на 10.11.07).
- Профессиональный институт размещения и обращения фондовых инструментов (ПРОФИ) — специализированная СРО брокеров и дилеров, оказывающих услуги фондового консультанта эмитентам. В последнее время активной деятельности не ведет.

4. Интегральные оценки современного состояния российского фондового рынка

4.1. Фондовый рынок как целое: функциональный анализ современного состояния

Анализ инструментальной и институциональной структуры фондового рынка, представленный в предыдущих разделах, дает характеристики основных подсистем рынка: его инструментальных сегментов и институциональных секторов. Однако сегментирование рынка по инструментам и группировка его участников в институциональные сектора — это результаты исследования рынка с различных точек зрения, его разноаспектные разрезы. Синтез инструментального и институционального аспектов исследования, направленный на получение интегральной картины рынка, — исключительно важная методологическая процедура, от которой в значительной степени зависит успех исследования в целом. Необходимо подобрать такую схему исследования и такую точку зрения (то есть некоторую упрощенную, но целостную модель рынка), которая позволила бы адекватно оценить ключевые проблемы российского рынка, но не перегружала бы исследователя деталями.

Возможны различные подходы к этой проблеме. Один из них — анализ ситуации по таблицам финансового счета, а также баланса активов и обязательств. Эти таблицы входят в состав Системы национальных счетов, которая является международным статистическим стандартом. Они показывают, как финансовые активы и обязательства распределены между основными секторами экономики, какие изменения в их величине происходят за отчетный период. Важнейшими секторами являются нефинансовые организации, финансовые организации, государственные органы, домашние хозяйства. Важнейшие виды активов — монетарное золото, наличная валюта, депозиты, ценные бумаги (кроме акций), кредиты и займы, акции и другие формы участия в капитале, страховые резервы, другая дебиторская и кредиторская задолженность.

Какой объем акций и облигаций держат домашние хозяйства, предприятия и государство? Какие перетоки происходят между ними? На этот и многие другие вопросы призваны ответить таблицы финан-

сового счета. Система национальных счетов объединяет в себе как инструментальную, так и институциональную характеристику рынка. Проблема состоит в том, что финансовый счет системы национального счетоводства и баланс активов и обязательств в нашей стране не составляются. Мы имеем неполные и разрозненные данные о балансе и движении финансовых активов, тогда как рыночно развитые страны располагают полным спектром данных этого типа. Например, Федеральная резервная система США публикует их в ежеквартальном материале «Flow of Funds Accounts of the United States».

В связи с отсутствием финансового счета для исследования российского рынка приходится подыскивать упрощенный интегрирующий подход, по возможности используя системную методологию.

В объективной действительности любой экономический объект, в том числе фондовый рынок, предстает как взаимосвязанная совокупность присущих ему внутренних сторон и образующих его процессов. Эти составляющие могут отвечать или не отвечать требованиям системного подхода — в зависимости от этого объект характеризуется «системно» или «несистемно». Если присущие объекту стороны или внутренние процессы представляют собой относительно самостоятельные носители определенного качества, взаимосвязанные друг с другом и в единстве образующие целостность, специфика которой не исчерпывается особенностями этих составляющих, а коренится прежде всего в характере их взаимосвязи, то данный объект может рассматриваться в качестве системы.

Очевидно, что фондовый рынок является экономической системой, однако ее элементы и подсистемы выделить непросто. Дело в том, что различные аспекты исследования (институциональный или инструментальный) приводят к выделению разноаспектных наборов подсистем и элементов, которые затем необходимо увязывать друг с другом, что существенно усложняет системно-структурный анализ.

Поэтому более целесообразно применять системно-функциональный подход, при котором с помощью системной методологии исследуются функции фондового рынка, то есть его закономерное и устойчивое воздействие на другие экономические объекты. Как уже отмечалось во введении, к основным макроэкономическим функциям фондового рынка обычно относят следующие:

- аккумуляция средств частных инвесторов и превращение их в инвестиции («инвестиционная» функция);
- сохранение в условиях инфляции реальной стоимости вложенных инвесторами средств («сберегательная» функция);
- обеспечение мобильного перетока капиталов к наиболее эффективным собственникам и проектам («мобилизующая» функция);
- обеспечение макроэкономической сбалансированности («балансирующая» функция).

Следует отметить, что рынкам долевых и долговых ценных бумаг присущ схожий, но не тождественный набор макроэкономических функций, причем эти два сегмента рынка характеризуются различной интенсивностью одноименных функций. Так, рынок акций в долгосрочном интервале времени способен лучше выполнять сберегающую функцию, защищая вложения инвесторов от инфляции. Мобилизующая функция также лучше развита у рынка акций. С этой точки зрения сегмент долевых бумаг можно рассматривать в качестве ведущей подсистемы рынка финансовых активов. Инвестиционная и балансирующая функции развиты у обоих рассматриваемых сегментов, причем примерно в равной степени, несмотря на различие механизмов осуществления каждой из них.

Наряду с перечисленными макроэкономическими функциями рынку ценных бумаг присущи также определенные микроэкономические функции. Для рынка акций основная из них состоит в обеспечении корпоративного управления компаниями и защите интересов инвесторов. По мере развития фондового рынка качество корпоративного управления компаниями повышается, его сфера расширяется, тогда как некорпоративные методы управления используются все в меньшей степени. Однако этой функции нет у рынка долговых инструментов. Его микроэкономическая функция выражена менее явно: по-видимому, она заключается в побуждении предпринимателей к осмотрительности и экономическому расчету.

Нельзя не учитывать, что сегменты долговых и долевых инструментов — лишь подсистемы единого рынка ценных бумаг. В действительности лишь рынок в целом реально выполняет указанные макроэкономические функции.

Анализ функций — эффективный подход к изучению характеристик целостной системы. При разработке идеальной модели фондового рынка необходимо сформулировать критерий, на основе которого

оценивается степень приближения к идеальному состоянию. В качестве критерия целесообразно принять достижение таких характеристик каждой макроэкономической функции фондового рынка, которые являются наилучшими на множестве возможных значений. В предыдущих разделах намечен следующий подход к определению идеального состояния. Во-первых, необходимо дать количественную оценку каждой функции, то есть подобрать показатели, характеризующие интенсивность различных процессов воздействия фондового рынка на экономику в целом. Во-вторых, следует определить множество возможных значений указанных количественных величин, что может быть сделано на основе исследования показателей фондовых рынков других стран. В-третьих, путем экономического анализа и прогнозирования надо определить наилучшее из тех значений, которые реально могут быть достигнуты российским фондовым рынком. В-четвертых, как достигнутые, так и «идеальные» параметры должны быть проанализированы на предмет выявления их взаимной согласованности и непротиворечивости. В случае когда некоторые параметры функционирования рынка достигли приемлемого уровня, тогда как другие параметры остаются низкими, необходим поиск причин такого состояния. Это важно, потому что между некоторыми функциями фондового рынка при определенных условиях могут возникать противоречия, блокирующие его развитие.

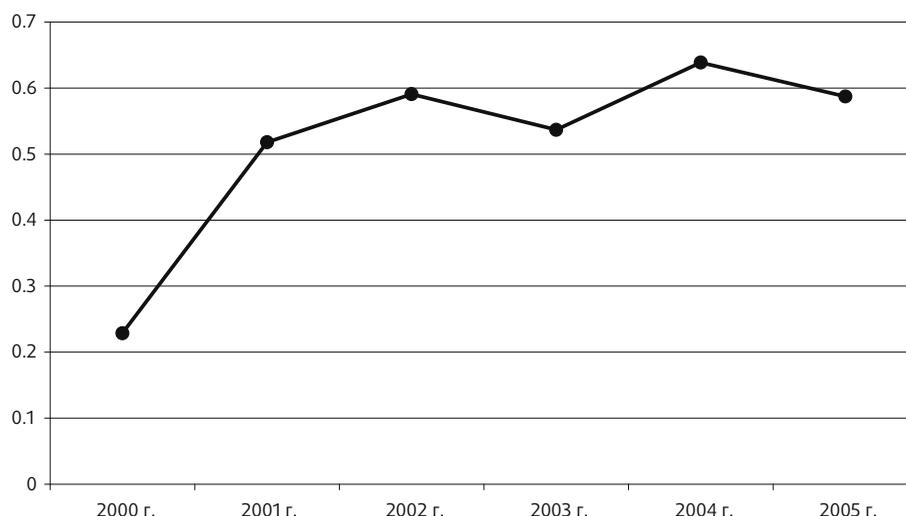
Проводя анализ функций рынка, для каждой из них надо подобрать набор индикаторов, являющихся количественными измерителями интенсивности рассматриваемого направления воздействия фондового рынка на экономику в целом. Далеко не всегда можно найти индикатор, прямо измеряющий изучаемое функциональное воздействие. Тогда необходимо анализировать величины, косвенно характеризующие интенсивность этого воздействия.

Так, очень трудно найти измерители интенсивности микроэкономической функции рынка — уровня корпоративного управления и защиты интересов инвесторов. Для этой цели приходится использовать косвенные методы измерения, прежде всего балльные и рейтинговые оценки отдельных элементов корпоративного управления с последующей агрегацией в более или менее обобщенные индексы.

Один из подходов к проблеме состоит в рассмотрении корпоративного управления в большей степени с точки зрения экономических функций фирмы, а не только с позиций анализа состояния корпоративного права. При данном подходе корпоративное управление получает положительную оценку при наличии двух составляющих: (1) менеджеры обеспечивают максимизацию создаваемого фирмой богатства, (2) фирма распределяет созданное богатство среди акционеров пропорционально их участию в капитале. Merritt B. Fax и Michael A. Heller считают, что определение создаваемого богатства в виде разницы между поступлениями и платежами фирмы имеет преимущество по сравнению с другим определением — в виде увеличения акционерного капитала³⁷. По их мнению, преимущество предлагаемого критерия заключается в его применимости к более широкой совокупности фирм.

Каждый из указанных критериев является измеряемой экономической величиной. Вышеназванные авторы не ставили такой задачи, но подобные измерения могут быть выполнены, а их результаты агрегированы по определенной методике. На рис. 1 приведен один из возможных агрегированных индикаторов, рассчитанный как средняя геометрическая следующих величин: рентабельность капитала, коэффициент дивидендных выплат и коэффициент “price — earnings”. Расчет выполнен за 2000–2005 гг. по 18 крупнейшим российским компаниям, которыми за все перечисленные годы были раскрыты необходимые для расчета данные³⁸.

Рис. 1. Средняя геометрическая трех финансовых коэффициентов: рентабельности чистых активов, коэффициента дивидендных выплат и коэффициента “price – earnings”



В данном случае рентабельность капитала отражает первую составляющую качества корпоративного управления, коэффициент дивидендных выплат — вторую составляющую, а коэффициент “price-earnings” характеризует относительную динамику капитализации компании. Судя по результатам расчета, представленным на рис. 1, качество корпоративного управления российских компаний постепенно повышается.

Неплохими косвенными характеристиками уровня корпоративного управления могут служить доля акций, свободно обращающихся на рынке, в общем числе размещенных акций (free float ratio), а также доля акций, находящихся в собственности институтов коллективного инвестирования. Уровень этих показателей на российском фондовом рынке пока низок, что является свидетельством недостаточного развития корпоративного управления.

При анализе правовой базы, обеспечивающей качество корпоративного управления, также возможно применение числовых индексов. В таблице 9 приведена система таких индексов, предложенных в работах К. Pistor, R. La Porta и соавторов.

Таблица 9. Индексы, характеризующие защищенность прав акционеров в странах с переходной экономикой³⁹

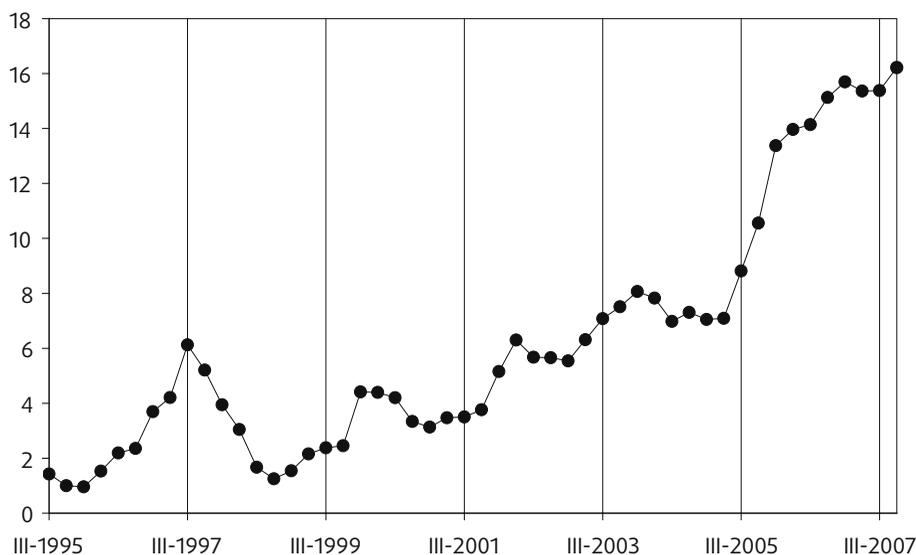
Индикаторы	Все страны (24 страны)		Центр. и Вост. Европа (CEE)		Юго.-Вост. Европа (SEE)		Россия	
	1992	1998	1992	1998	1992	1998	1992	1998
Индекс соблюдения прав акционеров (LLSVsh)	2,17	3,13	2	3,06	2	2,6	2	5,5
Индекс защищенности целостности рынка (SMINTEGR)	0,96	2,86	1,44	3,44	0,6	2,4	2	3
Индекс соблюдения прав при голосовании (VOICE)	5,89	7,86	4,69	6,72	4,85	6,7	6	12
Индекс соблюдения прав при выходе из корпорации (EXIT)	1,06	1,76	1,06	1,67	0,45	0,9	3	3,75
Индекс защищенности акционеров от менеджмента (ANTIMANAGE)	2,58	3,60	2	3,33	2,8	3,6	3	5

Индекс защищенности миноритарных акционеров от держателей блокирующих пакетов (ANTIBLOCK)	1,85	3,49	1,72	3,53	2	3,3	2	6
--	------	------	------	------	---	-----	---	---

Таким образом, уже в 1998 г. правовая база российского фондового рынка лучше обеспечивала защиту прав инвесторов, чем в большинстве других стран с переходной экономикой. После кризиса 1998 г. отмечалась положительная динамика финансовых параметров корпораций, что также характеризует качество корпоративного управления. Это позволило российскому фондовому рынку занять ведущие позиции среди развивающихся рынков. Однако низкие показатели емкости и ликвидности рынка, низкий уровень free float неопровержимо свидетельствуют: корпоративное управление в России пока не вышло на уровень, необходимый для качественного скачка отечественного рынка.

О развитой «сберегательной» функции, обеспечивающей сохранение в условиях инфляции реальной стоимости вложенных инвесторами средств, можно говорить в том случае, если получаемый инвестором средний доход от операций с акциями, очищенный от влияния инфляции, устойчиво является положительным. Это происходит тогда, когда темп прироста фондового индекса устойчиво выше, чем темп прироста потребительских цен. В последние годы на российском фондовом рынке это условие выполняется, о чем свидетельствуют нижеприведенные данные (рис. 2).

Рис. 2. Коэффициент опережения индекса РТС (в пересчете на рубли) по сравнению с индексом потребительских цен (IV 1995 = 1)



«Сберегающий» эффект рынка отчетливо проявляется с 1999 г., несмотря на повторяющиеся периоды краткосрочного снижения реальной доходности.

«Инвестиционная» функция российского фондового рынка, заключающаяся в аккумуляции средств частных инвесторов и их трансформации в реальные инвестиции, не столь явно проявляется в настоящее время. Ее измерителем является соотношение между объемом IPO и величиной инвестиций в основные фонды, которое вплоть до 2007 г. оставалась на низком уровне.

Справедлив вопрос: почему при значительной потенциальной доходности фондовый рынок плохо выполняет инвестиционную функцию? Непосредственной причиной является вялое поведение не столько инвесторов, сколько эмитентов, которые воздерживаются от IPO. Они либо вообще не склонны осуществлять IPO, поскольку опасаются изменения структуры корпоративной собственности, либо находят

ся в ожидании более высоких курсов акций, то есть более выгодных условий размещения. Более вероятно первое, что обусловлено некорпоративными интересами инсайдеров. Подавление этих интересов за счет прихода на рынок крупных институциональных инвесторов способно исправить ситуацию. Отсутствие баланса между «сберегающей» и «инвестиционной» функциями способно перегреть рынок, что является следствием недостатка предложения финансовых активов.

«Мобилизующая» функция фондового рынка, заключающаяся в создании условий для перетока капиталов к наиболее эффективным собственникам, выражается рядом индикаторов, среди которых основными являются ликвидность рынка, соотношение между капитализацией (в части free float) и ВВП и другие. Эти показатели российского рынка пока невелики, что говорит о малой активности перетока капиталов через фондовый рынок. Причина двояка — пассивность эмитентов и ограниченность ресурсов инвесторов (последнее в немалой степени обусловлено пока еще низкими доходами большинства населения). Средний уровень доходов граждан пока недостаточен для активного развития страхования жизни, медицинского страхования и негосударственных пенсионных фондов.

«Балансирующая» функция фондового рынка, заключающаяся в поддержании стабильности обращения финансовых активов и их структурной сбалансированности, выражается такими показателями, как price-earnings ratio, соотношением доходности долевых и долговых инструментов, соотношением нормы прибыли реального сектора экономики и ставки процента и т.п. О действенности «балансирующей» функции можно судить на основе статистического анализа временных и «пространственных» рядов данных, выявлении их волатильности, корреляций и регрессий между ними. На сбалансированном рынке ключевые индикаторы не должны достигать экстремальных значений, а построенные статистические модели и выявленные зависимости должны быть достаточно устойчивыми. Очевидно, что такими свойствами может обладать лишь достаточно емкий и ликвидный рынок.

В настоящее время налицо противоречие между «инвестиционной» макроэкономической функцией фондового рынка и его ключевой микроэкономической функцией, состоящей в обеспечении корпоративного управления компаниями и защите интересов инвесторов. Противоречие заключается в том, что размещение на рынке новых долевых бумаг существующих компаний может приводить к изменению структуры собственников корпорации, в котором не заинтересованы прежние инвесторы и (или) менеджеры. Во всяком случае, существует риск такого развития событий. Проблема заслуживает пристального внимания, ибо она является одной из ключевых причин, подавляющих реализацию инвестиционной функции рынка. В современной России указанное противоречие остается острым, поскольку управление компаниями нередко остается не вполне корпоративным. Это значит, что макрофункции рынка за истекший период экономических реформ развились в большей степени, чем микрофункции.

В свое время Фрэнк Найт заметил следующее.

«Апелляция к факту большого числа держателей акций ... является определенно дезориентирующей. Большинство акционеров не считают себя собственниками предприятия и не считаются таковыми. Они собственники лишь по форме, а по существу всего лишь кредиторы... Реально же большими компаниями владеют и управляют небольшие группы людей... В роли главного предпринимателя выступает маленькая группа «инсайдеров», которые являются подлинными собственниками предприятия»⁴⁰.

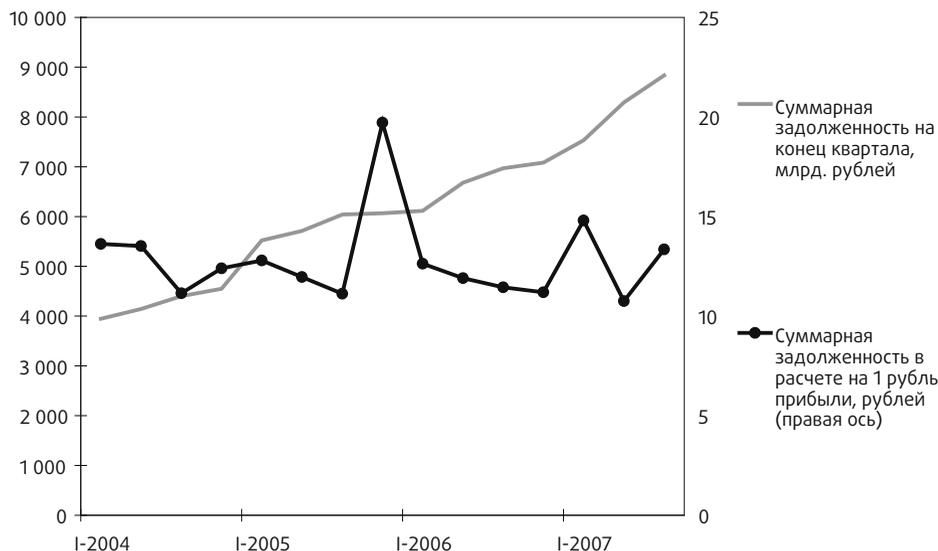
Подобная картина в той или иной степени характерна для многих российских корпораций, что свидетельствует о незавершенности формирования корпоративного управления компаниями. Некорпоративное управление пока еще сосуществует с корпоративным управлением. При этом инсайдеры опасаются ущемления их некорпоративных интересов, что вполне вероятно при публичном размещении новых акций. Это сдерживает привлечение долевых капиталов и ориентирует менеджеров на долговые инструменты. Доход «инсайдеров» в значительно большей степени связан с их привязанностью к конкретному бизнесу, чем с обладанием некоторой массой капитала.

Противоречие между инвестиционной макроэкономической функцией фондового рынка и низким уровнем корпоративного управления имеет ряд следствий, важнейшие из которых заключаются в следующем.

Во-первых, интенсивно возрастает долговая нагрузка на российские компании, что в случае снижения нормы прибыли может привести к ухудшению их финансового состояния и, как следствие, нарушить устойчивость экономики. В настоящее время этого не происходит, поскольку рост задолженности сопро-

вождается увеличением прибыли на фоне высоких цен на нефть. В результате задолженность в расчете на 1 рубль прибыли не увеличивается (рис. 3).

Рис. 3. Суммарная задолженность промышленных предприятий (без субъектов малого предпринимательства)



Однако норма прибыли может снизиться: как вследствие уменьшения цен на нефть, так и в силу других причин, например, повышения общего уровня заработной платы. Вероятность такого развития событий достаточно велика. Возможным негативным последствием в определенной степени будет препятствовать микроэкономическая функция долгового рынка, побуждающая предпринимателей к осмотрительности. Некорпоративный капитал в меньшей степени подвержен риску недружественных поглощений, но чувствителен к неплатежеспособности по долгам, поэтому он склонен интуитивно воздерживаться от заимствований, если перспективы проекта таят в себе высокую неопределенность. С этой точки зрения, некорпоративный капитал является менее рискованным и инновационным, чем капитал корпоративный. С учетом этого можно предположить, что корпоративный капитал более склонен к чрезмерным инвестициям в будущие проекты, а некорпоративный капитал — к чрезмерным инвестициям в реальные активы, в том числе в недвижимость. Экономика, ориентированная преимущественно на долговые механизмы финансирования инвестиций, неустойчива по своей природе. Устойчивость приобретает по мере развития корпоративных механизмов финансирования.

Во-вторых, значительная часть капиталов в настоящее время предпочитает размещаться в непубличных компаниях, недвижимости и зарубежных активах, дистанцируясь от «корпоративных» рисков. Как следствие, снижаются мобильность капиталов, емкость и ликвидность фондового рынка, тормозится процесс выравнивания нормы прибыли. Акции начинают уступать недвижимости в «сберегательной» привлекательности.

Массированные вложения в недвижимость вполне способны стать одной из «точек» экономического роста. Так, за новым строительством неизбежно последуют частные инвестиции в инфраструктуру. Однако в итоге может развиваться противоречие между устремлением капитала в долгосрочные проекты и «короткими» деньгами непубличных корпораций.

В-третьих, возрастает роль прибыли непубличных компаний как формы дохода на капитал (по сравнению с доходом от прироста курсов акций). На этом фоне у таких компаний может возникнуть стремление к сокрытию прибыли, в чем бываю мало заинтересованы публичные корпорации.

Противоречие между инвестиционной макроэкономической функцией фондового рынка и низким уровнем корпоративного управления будет смягчаться по мере возрастания доли институциональных инвесторов в капитале компаний, поскольку спектр их экономических интересов ориентирован именно на корпоративное управление компаниями. Поэтому укрепление сектора институциональных инвесторов — один из путей развития фондового рынка в целом, который можно рассматривать в качестве ведущего звена в цепи событий.

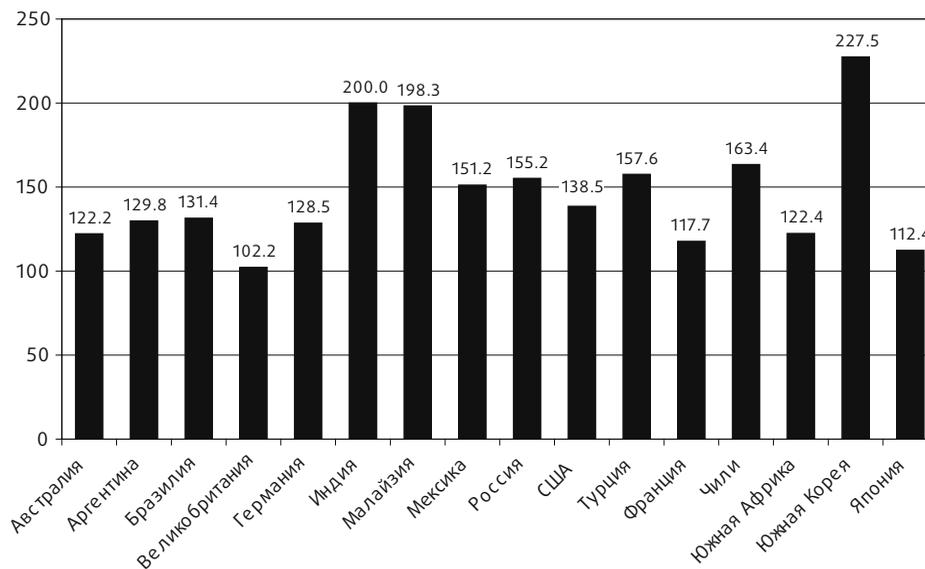
Для развития данного сектора необходима развитая рыночная среда, в которой наблюдается умеренное присутствие нерыночных производств. Ведь бюджетные вливания снижают степень ответственности предприятий за достигнутые результаты, значительно ослабляя давление экономической необходимости на производителей. В нерыночных или не вполне рыночных отраслях экономики разрывается связь между капиталом и прибылью, что отвращает от них интересы инвесторов. Эти отрасли — общественный транспорт, жилищное хозяйство, здравоохранение, образование и другие. Сказанное не означает, что все услуги, например здравоохранения, должны быть непременно платными для населения. Это вовсе не обязательно, но должны действовать рыночные страховые схемы, а не их суррогаты, при которых конкурентоспособные производители услуг обрастают сетью “своих” страховых фирм, ориентированных на узкий круг потребителей. Причины этого явления кроются в “закрытости” производителей либо в неполной возмездности производимых услуг. Это не что иное, как неразвитость конкурентной среды. В последнее время она становится ключевой проблемой, и затягивание ее решения может пагубно сказаться на перспективах экономического роста. Нерыночные производители услуг (в частности, в сфере общественного транспорта и жилищного хозяйства) не в состоянии формировать интенсивный спрос на продукцию обрабатывающих отраслей, что сдерживает развитие последних. Именно в сфере услуг наиболее велико присутствие нерыночных производств.

Удельный вес услуг в потребительских расходах российских домашних хозяйств весьма низок: в 2003 г. он составлял около 18%, тогда как в США — более 50%⁴¹. Надо отметить быстрый рост этого показателя в нашей стране. Доля услуг в структуре произведенного ВВП (в текущих ценах) с 2000 по 2003 г. возросла с 48,9 до 53,0%⁴². Безусловно, это положительная тенденция. Но следует иметь в виду, что 18% всей массы услуг составляют нерыночные услуги, а еще 37% — услуги торговли, общественного питания и заготовок, величина которых представляет собой главным образом торговую наценку⁴³. Поэтому бесспорно, что низкая доля рыночных услуг — одна из важнейших проблем российской экономики, серьезно сдерживающая развитие рыночных отношений в нашей стране, в том числе фондового рынка.

Параметры идеальной модели фондового рынка невозможно рассматривать в отрыве от проблем развития среды, в которой функционирует фондовый рынок, то есть в отрыве от развития экономики в целом. Очевидно, что фондовый рынок и окружающая его среда оказывают взаимное воздействие друг на друга. Российская экономика имеет основания опережающего экономического развития по сравнению с группой развитых стран. Эти основания заключаются в следующем.

1. Россия имеет большой резерв природных ресурсов, который как минимум пропорционален ее территории. По мере исчерпания запасов будет возрастать интерес к труднодоступным месторождениям, многие из которых находятся в России. Открытие новых источников энергии не приведет к снижению ресурсного потенциала нашей страны, который будет поддерживаться за счет неэнергетических ископаемых.
2. Глобальная интенсификация миграционных потоков населения будет способствовать притоку в Россию мигрантов из перенаселенных регионов, благодаря чему возможно постепенное повышение плотности населения. До сих пор низкая плотность населения была одним из существенных ограничителей развития отечественного рынка товаров и услуг.
3. В последнее время наметилась тенденция к более равномерному распределению производства товаров и услуг по различным странам и регионам. Это связано с глобализацией экономики, повышением мобильности капиталов и трудовых ресурсов, стремлением снизить транспортные расходы в условиях резкого роста грузооборота транспорта. Подтверждением данной тенденции является опережающий рост производства в развивающихся странах (рис. 4).

Рис. 3. Индекс промышленного производства по странам мира (2006 г. в % к 1995 г.)



Тенденция к сближению уровней развития национальных экономик обуславливает целесообразность избранной методики построения идеальной модели фондового рынка, ориентированной на постепенное сближение характеристик отечественного и развитых зарубежных рынков. Для этого есть некоторые объективные основания, перечисленные выше.

Интенсивное развитие российской экономики в целом будет стимулировать отечественный фондовый рынок и противодействовать уходу российских инвесторов на зарубежные торговые площадки. Это связано с тем, что фондовый рынок — лишь часть рынка экономических активов в целом. Торговлю некоторыми активами (землей, зданиями и сооружениями, объектами природопользования, нематериальными активами, долями в капитале некorporативных предприятий и т.п.) весьма трудно и неэффективно осуществлять на зарубежных площадках. Поэтому вместе с повышением интереса инвесторов к российской экономике в целом будет возрастать их заинтересованность в существовании российской торговой инфраструктуры, в том числе национальных организаторов фондового рынка. Позитивное воздействие на этот процесс будет оказывать такое развитие рынка нефинансовых активов, при котором будут созданы условия для расширения спектра ценных бумаг и иных финансовых инструментов, обслуживающих этот рынок.

Таким образом, функциональный анализ современного состояния российского фондового рынка приводит к выводу, что в настоящее время главной проблемой является активизация его «инвестиционной» функции. Это может достигаться только при условии развития микроэкономической функции рынка, то есть при улучшении корпоративного управления за счет прихода на рынок институциональных инвесторов на фоне развития общей рыночной среды. По мере активизации инвестиционной функции будут развиваться и другие макроэкономические функции фондового рынка.

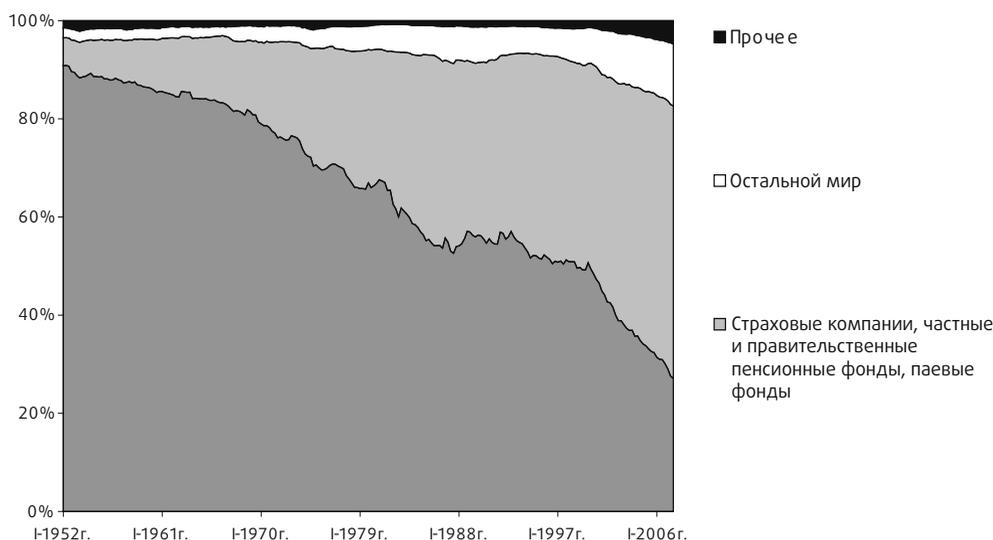
Повышение роли институциональных инвесторов характерно для экономик ряда развитых стран, в которых в последние десятилетия произошли существенные институциональные изменения. В США, с одной стороны, значительно уменьшилась доля корпораций в результативных показателях деятельности предприятий и возросла доля некorporированного сектора, в частности, партнерств (partnerships). С другой стороны, в составе акционеров корпораций увеличилась доля крупных институциональных инвесторов — инвестиционных и пенсионных фондов, а также страховых компаний. Это значит, что повышение роли частного предпринимательства, ориентированного на свободную конкуренцию, осуществлялось параллельно с повышением роли институциональных инвесторов, заинтересованных в стабильной динамике финансовых рынков, достигаемой в том числе путем его государственного регулирования.

Темпы роста основных показателей партнерств в 3–5 раз превышали соответствующие данные по корпорациям и индивидуальным предприятиям. В результате доля корпораций в общем объеме выручки американских предприятий снизилась с 90% в 1980 г. до 83,5% в 2004 г., а в общем объеме прибыли — с 79 до 64%⁴⁴.

Институциональные инвесторы, укрепившись в роли крупнейших акционеров, обрели возможность влиять на деятельность корпораций с целью принятия их менеджментом наиболее эффективных управленческих решений. Boston Consulting Group, в частности, отмечает, что усиление институциональных инвесторов «во многих странах приводило не только к количественным, но и к качественным изменениям. Профессиональные менеджеры фондов, которые заинтересованы в росте капитализации, способны оказать необходимое давление на управленцев эмитентов для более эффективной работы в интересах широкого круга инвесторов»⁴⁵.

В США доля институциональных инвесторов в общем объеме размещенных акций в 2001 г. превысила долю домашних хозяйств, а к 2004 г. она уже составляла половину всего объема размещенных акций (рис. 5)⁴⁶.

Рис. 5. Доля важнейших секторов экономики США в общем объеме размещенных акций (в % к итогу)



Корпорации находятся под возрастающим влиянием институциональных инвесторов, а роль домашних хозяйств как непосредственных акционеров снижается. Следовательно, возрастет мера общественной ответственности институциональных инвесторов, под ее давлением они будут предпринимать шаги по оптимизации деятельности корпораций, используя для этого нормы корпоративного управления и государственное регулирование. Следует ожидать, что роль регулирования в сложившихся условиях будет повышаться. Соответственно повысится значение теоретических концепций, признающих существенность регулирования, прежде всего, различных течений институционализма. Концепция институционализма, вероятнее всего, будет превалировать над концепциями монетаризма и методологического индивидуализма.

Поскольку в России сектор институциональных инвесторов пока развит недостаточно, его роль в экономике замещена государством. Укрепление данного сектора — естественный процесс, который вполне соответствует духу и логике развития отечественной экономики. При этом сохраняются все возможности для прямых инвестиций населения в фондовые ценности, минуя инвестиционные фонды. Некоторому ускорению этого процесса может способствовать государственное регулирование, направленное на облегчение доступа институциональных инвесторов всех типов к более широкому спектру финансовых активов.

Однако для эффективного регулирования нужна соответствующая информационная база. Ее основой являются финансовый счет системы национального счетоводства и баланс активов и обязательств. Проблема их построения должна быть решена в обозримом будущем, ибо в противном случае невозможно своевременное выявление диспропорций в финансовой сфере и проведение международных сопоставлений финансовых показателей.

4.2. Фондовый рынок и механизм формирования ожиданий: текущее отклонение российского рынка акций от эффективного состояния

Статистический срез российского рынка акций выглядит одновременно и оптимистично, и неопределенно. Так, понятно, что быстрый рост капитализации, резкое повышение за два последних года отношения цены акций к чистой прибыли эмитентов (значительно выше американского уровня) внушают, скорее, оптимизм, хотя и вызывают подозрение в чересчур лихорадочном росте. Вместе с тем, однако, по-прежнему небольшой по мировым меркам объем оборотов рынка, набор «голубых фишек», которые можно пересчитать по пальцам одной руки, — все это свидетельствует о нездоровом характере бурного роста, о его сомнительном качестве.

а) Гиперрациональность российского рынка

При такой размытости эмпирической картины нам необходимо сконструировать «стилизованный факт» — результат сознательного эксперимента, который нельзя представить в виде суммы непосредственно наблюдаемых эмпирических фактов (статистики). Подобный факт всегда «стилизуется» под определенную идею (гипотезу) таким образом, чтобы на его основании можно было по возможности недвусмысленно подтвердить ее либо опровергнуть.

Идея, которую мы попытаемся проверить, такова. Основное отличие современного российского рынка от развитого заключается в том, что на развитом рынке текущие колебания котировок происходят вокруг некоторого интуитивно общепризнанного «справедливого» значения, так что это значение может быть положено в основу определения справедливой рыночной цены бизнеса. На российском рынке текущие колебания цен лишены такого рода «якоря».

На том уровне анализа, который избран в настоящем исследовании, нам, как представляется, достаточно указать на возможность такой ситуации, когда общественно признанная «справедливая рыночная оценка» отсутствует или, точнее, когда рынок ведет себя так, как если бы она отсутствовала. Сам это тезис служит фундаментальным объяснением существования микро- и мезосерий доходности.

Возникает логический замкнутый круг, как это часто бывает в финансовой системе, где объективные процессы складываются под определяющим воздействием массовых субъективных ожиданий. Справедливая цена отсутствует, поскольку рынок формирует свои ожидания на основе экстраполяции (этот эффект мы в дальнейшем называем «гиперрациональностью», о нем и его отличии от нормальной рациональности — ниже), но данный феномен сам себя воспроизводит, поскольку, коль скоро справедливая цена практически отсутствует (либо не играет роли), то экстраполирующее поведение, соответствующее спекулятивному равновесию, как его называл Кейнс⁴⁷, оказывается наиболее выигрышным и поэтому на практике преобладает.

Именно эту связку следует разбить, и для этого ударять надо по уязвимому звену. Ни капитализация сама по себе, ни даже ликвидность не являются такими уязвимыми звеньями, потому что их рост сочетается и с рынком, основанным на (снова обратимся к формулировке Дж. М. Кейнса) спекулятивном равновесии, и с эффективным рынком, требующим классического равновесия рациональных ожиданий.

Возвратимся, однако, к понятию справедливой цены. Ее строгое определение гласит, что справедливая цена — это цена, с которой продавец и покупатель соглашаются свободно, когда ни тот, ни другой не находятся в стесненных обстоятельствах, влияющих на их выбор. Вместе с тем в отношении справедливой цены возможны, в свою очередь, два случая. В первом случае на рынке работает закон единой цены, который гласит, что существует единственная цена финансового инструмента, если дано распределение его доходности, т.е. ожидаемая стоимость формируется единственным образом, включая в себя ожидаемые

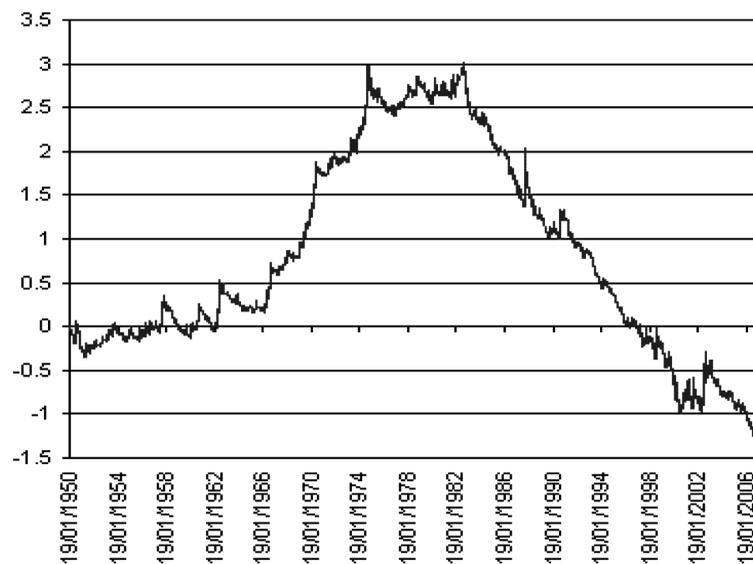
приросты курсовой стоимости (если на рынке господствует спекулятивное равновесие) или ожидаемые приросты курсовой стоимости и капитализированные дивиденды, а также поправку на конечную продажную стоимость (если на рынке господствуют классические рациональные ожидания).

Во втором случае — и это случай неэффективного рынка и дискриминации источников информации — нет единого распределения ожидаемых приростов цены и доходов из прибыли эмитента, а значит, у задачи «найти справедливую цену» имеется более чем одно решение. В условиях множественности справедливой оценки она перестает быть якорем, о котором шла речь выше, даже если аналитики способны произвести (весьма недешевое) агрегирование информации. На практике такого агрегирования обычно не происходит, поскольку ситуация дискриминируемых источников представляется участникам рынка самостоятельной ценностью и поддерживается ими⁴⁸.

Переходя на уровень искусственной реконструкции эквивалента справедливой цены, мы получаем картину неустойчивого соотношения такой реконструкции с текущим уровнем котировок, а значит, снова ситуация оказывается самовоспроизводящейся, потому что если премия неустойчива, то эквивалент фиктивен, и, следовательно, отсутствует стимул к его содержательному использованию, так что порочный круг замыкается. Поэтому важно не просто наращивать положительные характеристики рынка, а предложить финансовому сообществу сценарий качественного институционального прорыва.

На эмпирическом уровне отличие современного российского рынка от развитого должно проявляться в эффекте своего рода гиперрациональности отечественного рынка по сравнению с американским. Это означает, что рациональные ожидания будущей доходности на российском рынке должны служить эффективным торговым правилом (а именно, правилом выбора знака позиции — длинной либо короткой), а на американском — нет.

Рис. 6.



Оговоримся, что мы ведем здесь речь лишь о простейшем механизме формирования рациональных массовых ожиданий — экстраполяционном по своей природе. Но именно переходом от этого механизма к более сложным типам рациональности ознаменовался перелом в истории американского — наиболее развитого в мире — рынка, что произошло в период 1980–1984 гг. На рис. 6 представлено кумулятивное (накопленное нарастающим итогом) превышение доходности портфеля, формировавшегося путем выбора знака позиции в соответствии со знаком авторегрессионного прогноза доходности индекса⁴⁹ S&P500, над доходностью самого индекса в I.1950–I.2007 гг.

Прежде чем сопоставить российский и американский рынок, определим основные понятия, используемые в нашем сравнительном анализе далее. Рациональным обычно называется ожидание, ошибка которого стремится к нулю. В этом определении заведомо отсутствует указание на специфику механизма формирования ожидания, на его конкретику. Между тем типов рационального прогноза существует множество, и преобладание каждого данного типа привязано к уровню неэффективности соответствующего рынка. Ограниченно рациональные участники рынка довольствуются — если воспользоваться термином Г. Саймона — «удовлетворительным отбором»⁵⁰ прошлого опыта, достаточного для получения приемлемого прогноза.

Простейший линейный способ получения прогноза — экстраполяция, которую можно заформализовать в виде авторегрессионного уравнения. Этот тип прогноза назовем гиперрациональным ввиду его буквализма, прямолинейности — «ожидаемое значение доходности как функция известных значений». Такой способ характерен для американского рынка с середины 50-х по середину 70-х годов и становится достоянием прошлого в эпоху рейгановской реформы рынка ценных бумаг (которая, в свою очередь, последовала за институциональной перестройкой фондового рынка в 70-е годы). Этот же тип характерен по большей части для современного российского рынка.

На современном развитом рынке акций работает рациональность других типов. Во-первых, это механизм САРМ, т.е. «ожидаемое значение доходности как функция отклонения от равновесного уровня», а не просто функция прошлых значений. Во-вторых, это целое семейство методов, основанных на когнитивном диссонансе.

Эти методы лишь косвенно основываются на прошлых значениях доходности, они не столь прямолинейны — их назовем рациональными просто, т.е. без гипертрофированности. Понятно, что гиперрациональность требует наличия «памяти» у рынка, т.е. существования микро- и мезосерий. Приставка «гипер» — не строгий научный термин, она нужна для придания определенных смысловых оттенков понятию рациональности.

Возьмем два индекса — ММВБ10 будет представлять Россию, а S&P500 — США. Эти индексы мы выбрали потому, что российский представляет крупнейшую отечественную торговую площадку⁵¹, а американский является наиболее представительным.

Российский рынок скорректируем по валютному курсу Банка России, представив оба индекса в долларовом выражении. Рассчитаем их ежедневные приросты как первые разности натуральных логарифмов и оценим авторегрессионные уравнения с однодневным запаздыванием. В российском случае скользящим массивом послужит пяти-, а в американском — однонедельный период (качественно картина не изменится при выборе одинаковых скользящих периодов)⁵². Полные массивы охватывают отрезок времени с 3 января 2000 г. по 7 октября 2006 г., календари совмещены.

Результат эксперимента над российскими данными отражен на рис. 7, а над американскими — на рис. 8. Мы видим, что рациональные ожидания работают на российском рынке почти всегда, в то время как на американском — почти всегда наблюдается противоположная картина. Если на российском рынке побеждает торговое правило «знак позиции на завтра соответствует знаку ожидаемого сегодня завтрашнего значения», то на американском преобладает правило «знак позиции на завтра противоположен знаку завтрашнего значения, ожидаемого сегодня».

Рис. 7.

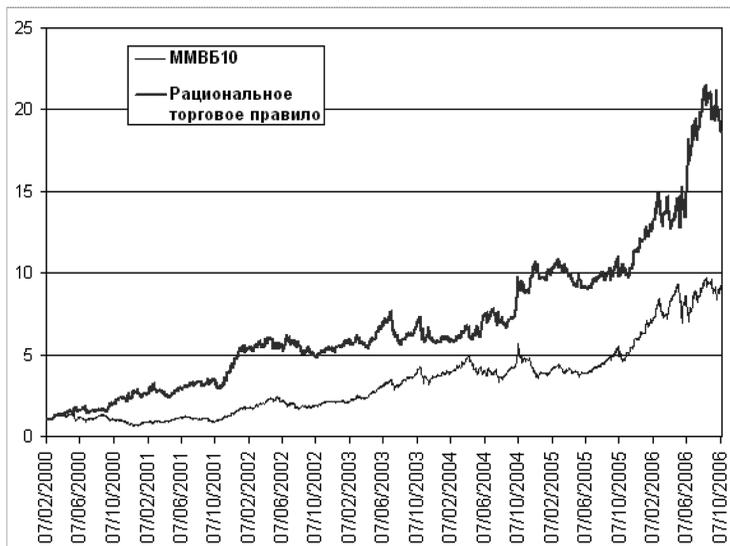
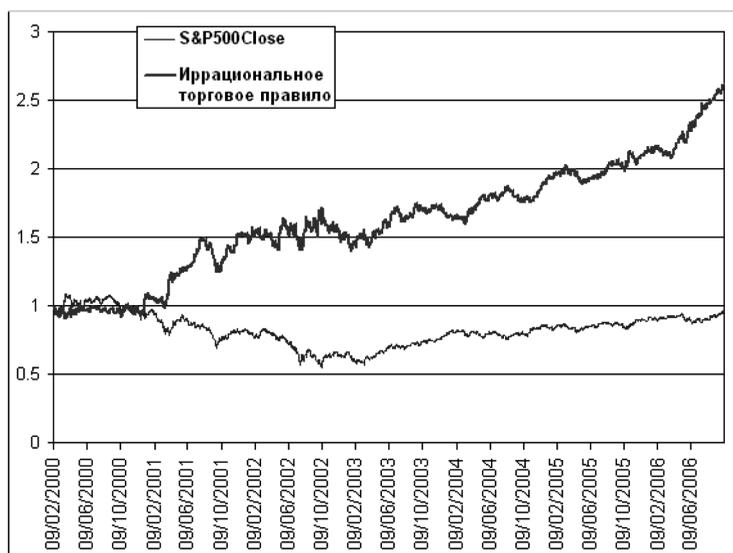


Рис. 8.



Иначе говоря, российский рынок обнаруживает черты гиперрациональности, в то время как развитый американский рынок, в терминах нашего «стилизованного факта», остается, скорее, «иррациональным» (все необходимые оговорки сохраняются).

Гиперрациональность — повторимся — означает, что конъюнктурные колебания «заводят», подпитывают себя, проявляя инерционный характер, что формирует среду принятия решений на рынке, ту среду, в которой складываются массовые субъективные ожидания ограниченно рациональных участников рынка — ожидания, становящиеся self-fulfilling prophecies (самосбывающимися пророчествами). Это можно рассматривать как весьма сильное, хотя и косвенное, свидетельство того, что на рынке отсутствует интуитивно признаваемая большинством игроков «справедливая» цена.

Российский рынок акций обрабатывает преимущественно информацию, поступающую с мирового фондового рынка. Несколько усиливая высказывание, подчеркнем, что, в особенности с февраля 2004 г. и по крайней мере по октябрь 2006 г., российский рынок можно смело называть информационным придатком американского.

Об информационном придатке мы можем говорить, во-первых, основываясь на полученном выше результате — обнаруженной систематической однонаправленной зависимости российского рынка от американского начиная с осени 2003 г. Во-вторых, и более сложный анализ выявляет определяющую роль сигналов с американского рынка на динамику российского. Так, например, метод SARМ не работает для прогнозирования цен российских акций, если пользоваться российскими эквивалентами «безрисковой цены» и «рыночной корзины», однако начинает работать, когда в качестве этих переменных берутся американские. Поведение американского рынка влияет также на выбор участниками российского рынка сравнительно более рискованных инвестиционных стратегий⁵³.

Для того чтобы проиллюстрировать несамостоятельный характер современного российского фондового рынка, рассмотрим на скользящем 10-дневном периоде с однодневным шагом, как во времени изменялось влияние американского рынка. Полученная картина окажется нетривиальной.

Будем рассматривать теперь уже не отклонения от тренда, а величину доходности рыночной корзины, т.е. первые разности логарифмов значений индексов.

На каждом 10-дневном массиве наблюдений, взятом с суточным запаздыванием, вычтем из каждого значения среднее по массиву, чтобы освободиться от тренда. После этого оценим коэффициент регрессии доходности российского рынка на доходность американского и взвесим этот коэффициент по квадрату коэффициента корреляции, чтобы исключить ложные, не обусловленные теснотой связи всплески «беты».

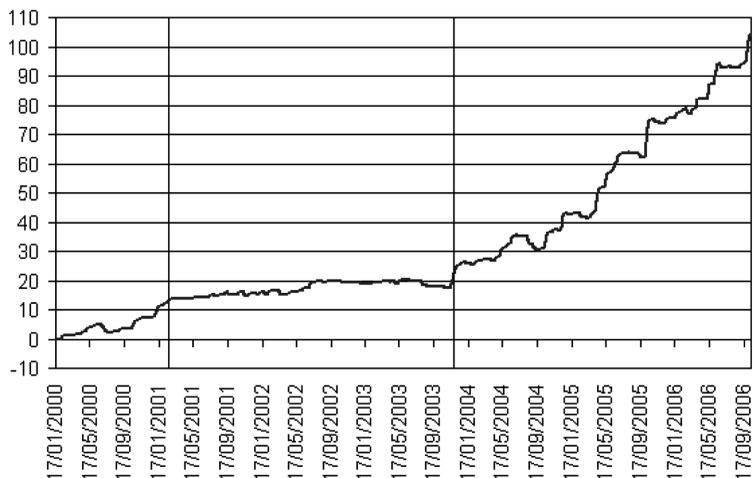
Прделаем это на всем многолетнем отрезке наблюдений, последовательно смещая наш скользящий период на один торговый день вниз. Затем сложим полученные значения скорректированного коэффициента регрессии, получив кумулятивную кривую их суммы, накопленной нарастающим итогом.

Очевидно, что если рынки находятся в противофазе, то кривая в целом устремится вниз. Если же влияние разнопланово и/или случайно, микропериоды положительного и отрицательного влияния будут взаимно погашать друг друга, так что кумулятивная кривая ляжет почти параллельно горизонтальной оси. Наконец, если влияние однозначно и устойчиво, кривая устремится вверх.

На диаграмме (см. рис. 9) отчетливо прослеживается два типа зависимости. До марта 2001 г. российский рынок развивался под влиянием американского. С марта 2001 по ноябрь 2003 г. — период развития рынка на собственной основе. Он перерабатывает преимущественно отечественную информацию, при этом разнонаправленные влияния американского рынка взаимно погашаются.

С ноября 2003 г. по сей день — явственно иной (старый) режим работы российского рынка. Отечественная информация оказывается незначимой, в том числе рост был обусловлен преимущественно динамикой мирового рынка.

Рис. 9.



Отдельного внимания заслуживает тема индуцированной динамики рынка (см. выше). Иными словами, рынок не только оказывается гипerrациональным, т.е. обнаруживает признаки истерического поведения, но и обрабатывает при этом преимущественно информацию о мировом рынке, а не об отечественной экономике.

б) Оценка, нейтральная в отношении риска

Полученный выше «стилизованнный факт» ставит аналитика перед необходимостью как-то отреагировать на него, дать более общую содержательную оценку, выходящую за рамки простой констатации. Мы должны попытаться показать, имеется ли связь между текущей ценой акции и некоторой величиной, которую мы смогли бы принять за эквивалент *fair market price* — «справедливой» рыночной оценки бизнеса.

Если колебания котировок не связаны со «справедливой» ценой (а мы вправе априорно предположить, что на российском рынке это именно так), то, очевидно, соотношение между текущей ценой и наилучшей «справедливой оценкой» будет отличаться более или менее короткими сериями, по крайней мере несколько раз изменяя знак своих средних на протяжении года. И наоборот, если на рынке существует — не детерминистская, конечно, а стохастическая, но достаточно устойчивая — связь между текущей ценой и наилучшей «справедливой оценкой», то явных серий быть не должно, средняя величина «премии», т.е. относительного превышения «справедливой оценки» над текущей ценой, будет почти постоянной. Априорно это случай американского рынка.

Попытаемся эмпирически проверить данные рассуждения. Для этого, однако, нам следует выбрать практический эквивалент «справедливой оценки».

Текущая (приведенная) оценка, нейтральная в отношении риска, будущей стоимости акции лучше, по нашему мнению, подходит для исполнения функций эквивалента «справедливой цены (оценки бизнеса)», чем приведенная оценка на основе дисконтированного бесконечного потока дивидендных выплат. Дивиденды на практике в большинстве случаев играют незначительную роль для принятия текущих инвестиционных решений.

Исследователь оказывается перед задачей отыскать иной, более реалистичный эквивалент справедливой цены, такой, чья оценка основывалась бы на рыночной доходности акций. В этой роли способны выступать немногие расчетные конструкции.

Приведенная безрисковая оценка будущей стоимости — один из наиболее удобных среди них. Напомним, что оценка, нейтральная в отношении риска, основана на преобразовании случайного процесса, порождающего значения доходности акций, таким образом, чтобы освободить будущую цену от рыноч-

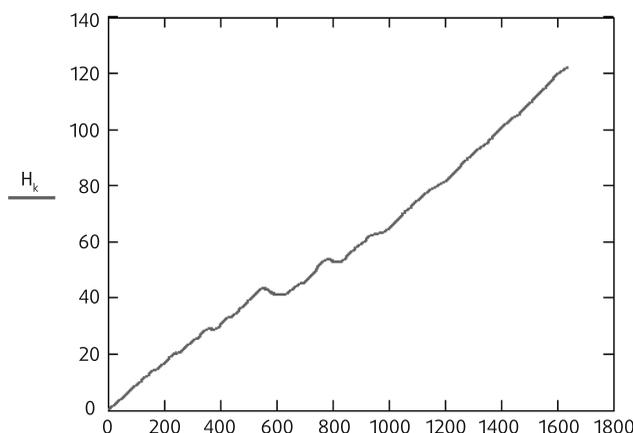
ных «премий», соответствующих различным уровням рискованности разных бумаг. В мире, нейтральном по отношению к риску, все акции приносят одинаковую — условно безрисковую — доходность.

Мы предполагаем, что эквивалентом справедливой цены служит максимальная оценка, нейтральная в отношении риска, при заданном горизонте инвестирования и эмпирически данных значениях средней фактической прошлой рыночной доходности и волатильности.

Максимизация производится с однодневным сдвигом на протяжении периода времени с начала января 2000 г. по середину октября 2006 г. путем варьирования негауссовского («канемановского») параметра, β . В роли обобщенного финансового инструмента выступают индексы S&P500 для американского рынка и ММВБ10 — для российского. Текущая цена всякий раз принимается за единицу. Фактическая средняя доходность и волатильность оцениваются на основе скользящего трехмесячного базисного периода. Горизонт инвестирования принят равным шести месяцам, он не должен сильно отличаться по продолжительности от базисного периода (который, в свою очередь, не должен быть слишком длинным, чтобы учитывать конъюнктурные изменения).

Превышение справедливой оценки над текущей ценой в относительном выражении будем накапливать нарастающим итогом. Извилистость полученной кумулятивной кривой покажет нам, имеются ли серии, т.е. существует ли связь между справедливой оценкой и рыночной котировкой (кривая приближается к прямой, серии почти отсутствуют — связь есть, кривая извилиста, серии явно присутствуют — связь крайне слаба).

Рис. 10.

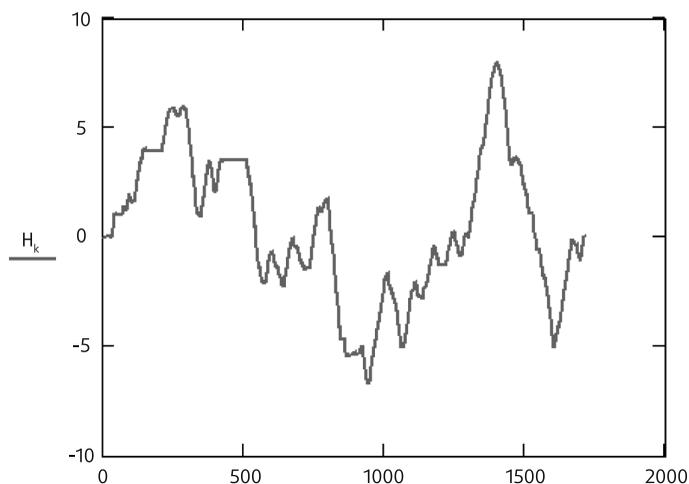


Кумулятивная кривая относительных превышений представлена на рисунках 10 и 11. На рис. 10 отражена американская ситуация, на рис. 11 — российская.

В американском случае наблюдается очевидная прочная взаимосвязь между текущими котировками и эквивалентом справедливой оценки. Это соответствует, кстати сказать, и отмечаемой в литературе зависимости премии за контроль при слияниях и поглощениях от динамики рыночных цен акций. Точнее говоря, волны слияний и поглощений следуют за волнами отклонений котировок от «справедливой стоимости» (в качестве которой нередко выступает фундаментальная стоимость)⁵⁴. Иначе говоря, данный механизм заведомо не работает в условиях спекулятивного равновесия, а требует либо господства внутренней стоимости («intrinsic value»), либо классических рациональных ожиданий.

В российском случае картина противоположная — эквивалент справедливой оценки не имеет устойчивой привязки к текущим котировкам. Оптимальные значения β в американском случае в среднем составляют 0,171, а в России их средняя величина равна 1,25, т.е. в то время как в Америке в поведении инвесторов наблюдается преимущественно эффект Канемана — Тверского, в России преобладает феномен стадного поведения (подчеркнем, что «преобладает» означает здесь — «соответствует максимальной приведенной оценке»).

Рис. 11.



Проварьировав величину горизонта инвестирования наряду с параметром β , можно также оценить оптимальную (в вышеприведенном понимании) срочность вложений — ту, при которой текущая безрисковая оценка оказывается максимальной. Оцененная таким образом оптимальная величина горизонта инвестирования составляет в среднем 32 месяца на американском рынке против шести месяцев на российском. При всей условности оценки справедливой стоимости через риск-нейтральный эквивалент, качественный вывод о различии горизонтов инвестирования, максимизирующих полезность, на развитом (американском) и развивающемся (отечественном) рынках весьма немаловажен. Он указывает на одну из фундаментальных причин относительно невысокого горизонта инвестирования на российском рынке.

Отечественный рынок не дает возможности оценить инвестиционную привлекательность бумаг, выходящую за пределы спекулятивных мотивов. Вместе с тем и в отношении собственно спекулятивного инвестиционного мотива российский рынок своеобразен. Так, например, он поощряет экстраполирующие стратегии портфельных инвесторов, что само по себе создает дополнительные условия для неэффективности, самоподдерживающейся поведенческой институциональной ловушки.

Существующая на таком рынке институциональная ловушка естественна, ее природа тесно связана с эффектом гиперрациональности, рассмотренным выше. На нем прибыль приносят портфельные стратегии, основанные на экстраполяции параметров распределения доходности (например, из семейства стратегий, максимизирующих соотношение Шарпа). Это существенное отличие от развитого (американского) рынка. Масса инвесторов оказывается, тем самым, заинтересована в поддержании неэффективности, обеспечивающей «долгую память» рынка.

Итак, отечественный рынок:

- перерабатывает преимущественно информацию, непосредственно не связанную с национальными эмитентами;
- не привязывает текущую рыночную цену акций к их справедливой оценке;
- не порождает стимулов для сравнительно более долгосрочного инвестирования;
- поддерживает поведенческие стратегии, закрепляющие неэффективный характер динамики рынка в целом.

На этом фоне рост капитализации как таковой, а равно повышение отношения цены к чистой прибыли и пр., все это не свидетельствует о зрелости рынка. Наш анализ в то же время подводит к выводу, что нервом рынка, коротким путем к его эффективности может стать комплекс мер, непосредственно направленных на **формирование рынка контроля**. Важнейшая предпосылка этого — **существенный рост доверия массового инвестора** к национальному рынку ценных бумаг, прежде всего рынку акций, а также повышение free float (так как дискриминация несовместима с эффективным рынком).

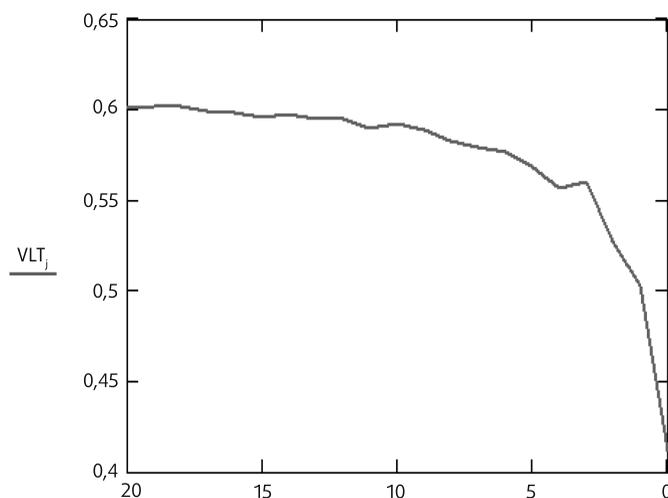
Рынок контроля требует воплощения в конкретных институциональных формах и ограничениях. Среди институциональных форм укажем на фонды прямых инвестиций как на родовую форму (которая, безусловно, нуждается в спецификациях применительно к конкретным случаям). Из ограничений отметим недопустимость контроля со стороны менеджеров, т.е. важность разграничения менеджмента и собственности.

Недавно поднимающаяся в странах с финансовыми системами англосаксонского типа волна критики по отношению к фондам прямых капиталовложений должна оцениваться в системном контексте. А именно, соглашаясь, к примеру, с тем, что такие фонды могут вести к снижению уровня прозрачности корпоративного управления, мы можем сделать, тем не менее, выбор в их пользу, если признаем, что системная эволюция отечественной финансовой системы требует форсированного развития рынка контроля.

Говоря об ограничениях, выше мы подчеркнули важность разведения менеджмента и собственности по следующей причине. Следует согласиться с мнением, широко представленным в современной литературе по эффективному рынку контроля, тем, что информационная эффективность рынка контроля в качестве своей основной предпосылки требует минимизации информационной ренты менеджмента, а это возможно только в условиях строгого разделения контроля над собственностью и управления. Иначе рынок контроля будет приводить к обратному результату — неэффективности.

Взглянем теперь на ситуацию с несколько иной стороны. На рис. 12 по вертикальной шкале представлена зависимость волатильности экспериментального инвестиционного портфеля (имитации) от порядка марковского процесса, порождающего значения доходности, т.е. от числа прошлых ежедневно измеряемых значений цены, отложенных по горизонтальной оси, которые учитываются при формировании завтрашней цены. При этом на дневном уровне относительные приросты порождались одним и тем же распределением случайных величин. Тем не менее получаемая *post factum* оценка волатильности весьма различна в зависимости от порядка процесса, т.е. типа рациональности на рынке.

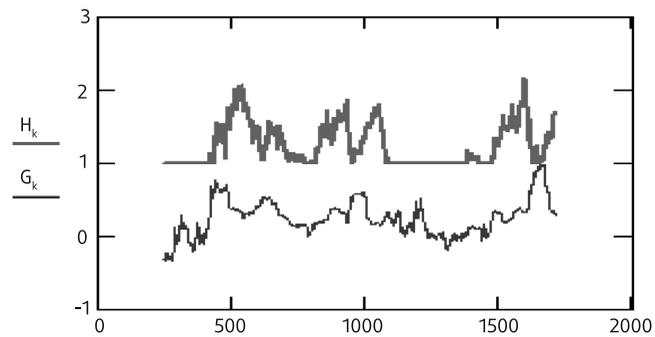
Рис. 12.



Расчеты показывают, что за очень значительную долю риска (волатильности) отвечают структурные, т.е. системные, по сути, макроэкономические, особенности рынка, его организации. В этих условиях ограничение маржинального кредитования и — что важнее — списка признаваемых регулятором высоколиквидных бумаг, снижая привлекательность развивающегося рынка, не приводит к снижению его рискованности. Это одно из проявлений институциональной ловушки, органически сопряженное с проблемой экстраполирующих стратегий, упомянутых выше, поскольку структурные факторы волатильности основаны на марковском процессе высоких порядков.

На этапе форсированного «броска к эффективности» возможно применение сложных контрактов типа обратимых облигаций (но безотзывных), гарантирующих массового инвестора от потерь, однако при этом обеспечивающих достаточную доходность управляющим компаниям — эмитентам в условиях растущего рынка. Имитацию выплат в единицах начального вложения инвестору (G) и компании (H) в 2000–2006 гг. см. на рис. 13.

Рис. 13.



Часть II. Основные параметры идеальной модели

1. Рынок акций

1.1. Абсолютный размер национальной капитализации

Важнейшей характеристикой идеальной модели российского фондового рынка выступает большая емкость рынка. Это обусловлено, с одной стороны, тем фактом, что в странах с развитыми финансовыми рынками, высокой эффективностью экономики и высоким уровнем жизни (т.е. в странах, в которых понятие идеального в наибольшей степени применимо к национальному фондовому рынку) повсеместно фондовый рынок отличается высокой емкостью. То есть высокая емкость фондового рынка является обязательным атрибутом страны с идеальным фондовым рынком. С другой стороны, высокая емкость фондового рынка является одной из необходимых предпосылок достижения прочих параметров идеальной модели и формирования, таким образом, идеальной модели фондового рынка в целом. Поэтому именно высокая емкость рынка выступает одним из главных признаков идеальной модели и одним из главных целевых показателей.

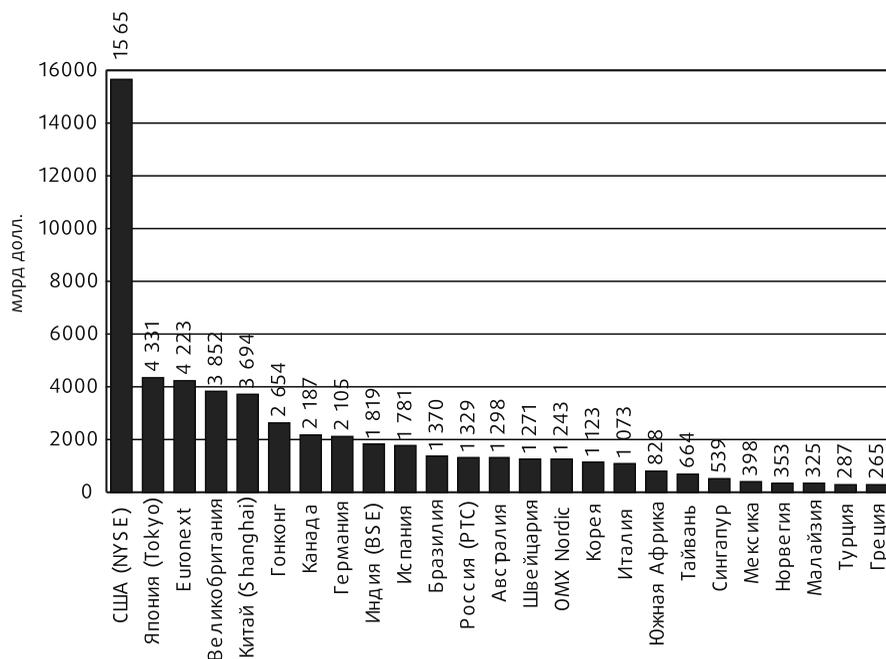
В качестве основного показателя, характеризующего емкость национального рынка акций, традиционно используется показатель рыночной капитализации¹. В качестве рабочей гипотезы мы предположили, что одним из признаков идеальной модели фондового рынка станет вхождение России в группу четырех крупнейших национальных рынков акций по абсолютному размеру национальной капитализации. Выбор такой формулировки одного из главных признаков идеальной модели обусловлен тем фактом, что признаки идеальной модели выступают одновременно как целевые показатели в рамках программно-целевого подхода развития национального фондового рынка. Выход России на 3-4-е место в мире по абсолютному размеру капитализации принципиально возможен в 10–15-летней перспективе. Поэтому он выбирается в качестве целевого ориентира исходя из принципа программно-целевого подхода, утверждающего, что выбор целевых показателей должен осуществляться на основе выбора максимального значения из множества возможных значений (при условии отсутствия факторов, на которые такая максимизация влияет отрицательным образом).

Одновременно необходимо указать на те «ограничения снизу», которые в данном случае диктуют необходимость выбора именно максимального значения из возможных. Во-первых, достижение именно такого уровня сделает российский фондовый рынок конкурентоспособным в рамках мировой конкуренции стран с развивающимися финансовыми рынками за капиталы инвесторов при любом сценарии развития мировой финансовой системы. Это обусловлено такими ограничениями конкурентной борьбы на мировом рынке капитала, как необходимость занимать лидирующие позиции среди развивающихся рынков, в том числе среди стран БРИК², и наличием минимального уровня емкости фондового рынка, при котором он получает достаточный иммунитет от кризисов на мировом рынке капитала. Во-вторых, при сохранении существующих темпов роста экономики России в среднесрочной перспективе выход на 3-е или 4-е место в мире по уровню национальной капитализации является условием сохранения опережающей динамики фондового рынка по сравнению с развитием экономики в целом. Условие опережающего развития фондового рынка является, на наш взгляд, обязательным для формирования в России таких качественных характеристик народного хозяйства (отраслевой структуры; нормы накопления; темпов инфляции; уровня доходов населения и т.д.), которые обеспечат необходимое повышение его эффективности и сохранение России как великой мировой державы. В противном случае даже при наличии высоких темпов экономического развития Россия окончательно отстанет от передовых стран в области развития новых технологий, в области оптимизации структуры экономики, в области обеспечения воспроизводства населения.

Рассмотрим условия достижения Россией такого целевого показателя капитализации.

По состоянию на конец 2007 года по абсолютному объему капитализации Россия занимает, предположительно, 12-е место, уступая семи странам с развитыми финансовыми рынками и четырем странам (Китай, Гонконг, Индия, Бразилия) с развивающимся финансовым рынком. Такой вывод можно сделать на основании данных по капитализации компаний-резидентов на крупнейших фондовых биржах мира (см. рис. 1).

Рис. 1. Крупнейшие по капитализации компаний-резидентов фондовые биржи стран мира, конец 2007 г.



Примечания.

- 1) Биржа Euronext объединяет национальные рынки Франции, Голландии, Бельгии, Португалии.
- 2) Биржа OMX объединяет национальные рынки Швеции, Финляндии, Дании, Исландии, Литвы, Эстонии, Латвии.

Рассчитано по данным Мировой федерации бирж и Центра развития фондового рынка (данные по России).

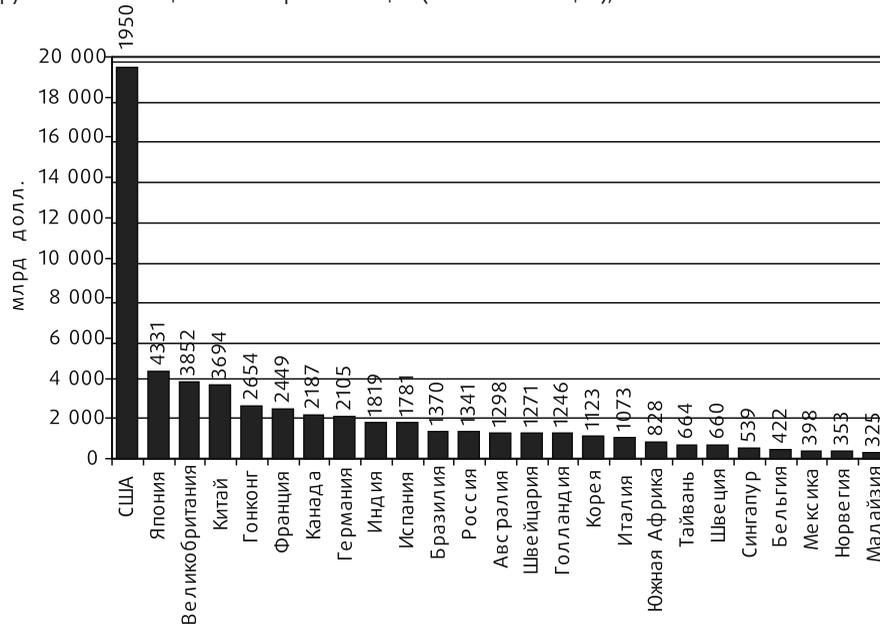
Такая оценка исходит из предположения о том, что лишь национальная капитализация французских компаний, торгуемых в рамках Euronext вместе с компаниями других стран Европы, превосходит капитализацию России. Национальная капитализация других стран, акции которых торгуются на этой бирже, не превосходит российскую капитализацию. Решающий рывок в продвижении России к первым местам в рейтинге развивающихся рынков по размеру их капитализации произошел в 2006 году, когда в дополнение к росту фондовых индексов³ на организованный рынок вышло большое количество достаточно крупных компаний (крупнейшая среди них — «Роснефть»). В 2007 году, несмотря на относительно небольшой (по сравнению с предшествующими годами) прирост российских индексов, российская капитализация увеличилась на 37% также во многом благодаря масштабным процессам IPO и появлению на рынке новых акций. Вклад новых акций в прирост национальной капитализации России составил в 2006 году 69%, в 2007 году — 51%⁴.

Учитывая, что по ряду классификаций (в том числе по классификации IOSCO⁵) Гонконг отнесен к странам с развитыми финансовыми рынками, можно сказать, что Россия стала одним из четырех круп-

нейших развивающихся рынков по капитализации. Этот факт повышает необходимость определения новых ориентиров развития, в том числе ориентиров оптимального развития (объединяемых в рамках идеальной модели фондового рынка России).

Необходимо также привести официальные данные о национальной капитализации различных стран на конец 2007 года. По состоянию на конец 2007 года Россия занимала 12-е место в мире, уступая семи странам с развитыми финансовыми рынками и четырем странам с развивающимися финансовыми рынками (см. рис. 2). Напомним, что по состоянию на конец 2005 года Россия занимала 18-е место в мире, уступая 11 странам с развитыми финансовыми рынками и шести странам с развивающимися финансовыми рынками. Таким образом, за последние два года Россия вышла на передовые позиции среди стран с развивающимися финансовыми рынками по размеру национальной капитализации.

Рис. 2. Крупнейшие 25 национальных рынков акций (по капитализации), 2007 г.



Рассчитано по данным Мировой федерации бирж (WFE) и Центра развития фондового рынка (данные по России, оценки по США, Франции, Голландии, Швеции, Бельгии).

Следует отметить, что прорыв России на первые места среди развивающихся рынков по размеру национальной капитализации, состоявшийся в 2006 году, — это своеобразный результат превращения количественных изменений в качественные, ведь в течение достаточно длительного времени динамика капитализации России была выше, чем по другим развивающимся рынкам (см. таблицу 1).

Таблица 1. Капитализация мировых рынков акций, на конец года, млрд долл.

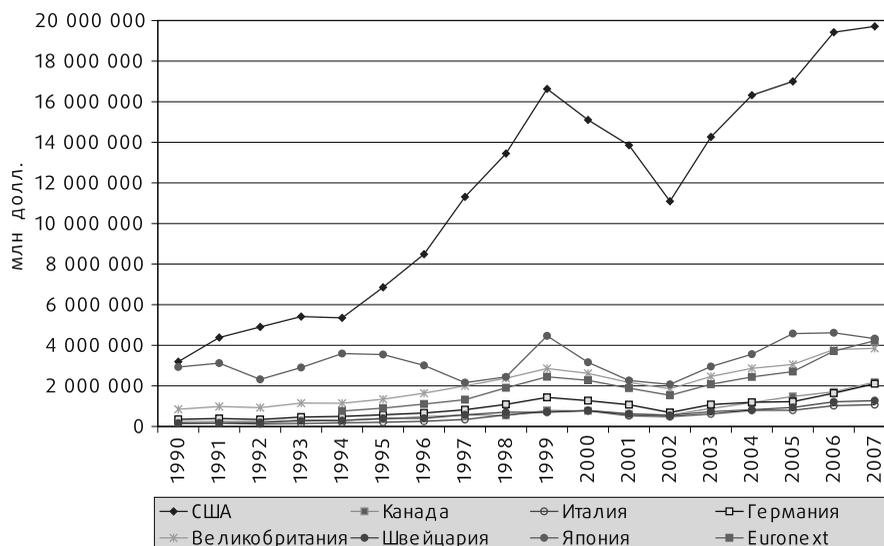
Страна	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Австралия	372,8	375,1	380,1	585,4	776,4	804,0	1095,9	1298,3
Великобритания	2577,0	2149,5	1765,2	2460,1	2865,2	3058,2	3794,3	3851,7
Германия	1270,2	1071,7	686,0	1079,0	1194,5	1221,1	46,37,8	2105,2
Испания	504,2	468,2	461,7	726,2	940,7	959,9	1323,1	1781,1
Италия	768,4	527,4	162,0	614,8	789,6	798,1	1026,6	1072,5
Канада	842,1	615,3	579,7	888,7	1177,5	1482,2	1700,7	2186,6
США	15 104,0	13 983,8	9065,5	14 266,0	16 323,5	17 000,9	19 425,9	19 664,5
Франция	1446,6	1174,3	936,4	1355,9	1559,1	1712,7	2428,6	2851,0
Япония	3157,2	2264,5	2069,3	2953,1	3557,7	4572,9	4726,3	4330,9
Все развитые рынки	29 630,6	25 300,8	18 581,6	28 701,8	33 264,2	36 459,9	43 736,4	Н.д.
Аргентина	45,8	33,5	16,6	35,0	40,6	47,6	79,3	86,7
Бразилия	203,6	186,2	126,8	226,4	330,3	474,6	711,1	1 370,4
Индия	142,8	111,0	125,5	278,7	386,3	553,1	811,9	1 819,1
Индонезия	26,8	23,0	30,1	54,7	73,3	81,4	138,9	211,7
Казахстан	1,3	1,2	1,3	2,4	3,9	9,0	43,7	Н.д.
Китай	591,0	530,0	463,5	513,0	447,7	401,9	917,5	3694,4
Китай (расшир.)	581,0	524,0	463,1	681,2	639,8	780,8	2436,1	6226,3
Корея	148,4	233,9	246,9	325,1	419,5	718,0	835,2	1123,6
Мексика	125,2	126,3	103,9	122,5	171,9	239,1	348,3	397,7
Польша	31,3	26,0	26,4	37,4	71,5	93,6	149,1	207,3
Россия	41,0	82,9	114,7	197,0	247,7	531,0	1057,2	1 503,0
Саудовская Аравия	67,8	73,2	74,9	157,3	306,2	646,2	326,9	515,1
Тайвань	247,6	292,6	261,2	379,1	441,4	476,0	651,1	723,7
Турция	69,7	47,2	34,2	68,4	98,3	161,5	162,4	286,6
Украина	1,9	1,5	4,4	4,7	11,8	29,2	42,9	111,8
ЮАР	204,3	147,5	162,0	260,7	442,5	549,3	715,6	833,6
Все формирующиеся рынки	2474,7	2425	2318,7	3504	4600,9	6472	10458,6	Н.д.
Весь мир	32 105,4	27 725,8	20 900,3	32 205,9	37 865,1	42 931,9	54 194,9	60 692,9

Примечания. Приведенные в таблице данные по ряду стран (в том числе по России) незначительно отличаются от данных WFE и ЦПФР, на основании которых построен график на рисунке 2. Так, по России заметно отличие в 2005–2006 гг., вызванное, по-видимому, учетом в оценке национальной капитализации, приведенной в данной таблице, капитализации ряда корпораций с российскими активами, зарегистрированных в иностранных юрисдикциях (таких, как голландская компания «Ruategochka» и люксембургская компания EVRAZ), акции которых не обращаются на российском фондовом рынке. В дальнейшем анализе мы используем оценку капитализации России ЦПФР (474 млрд долл. по итогам 2005 года, 961 млрд долл. по итогам 2006 года, 1 трлн 341 млрд долл. по итогам 2007 года.). Вместе с тем приведение данных из альтернативных источников, на наш взгляд, повышает качество настоящей работы. В таблице приводятся два варианта оценки капитализации Китая. Первая оценка (в строке «Китай») приводится по данным WFE и в полной мере соответствует корректному определению национальной капитализации, предусматривающей учет рыночной стоимости резидентных компаний, акции которых обращаются на национальных биржах. Вторая оценка (в строке «Китай (расшир.)») приводится по данным S&P и учитывает капитализацию компаний, включающих активы, находящиеся на территории КНР, акции которых торгуются как на национальных, так и на иностранных биржах.

Составлено по: Global Stock Markets Factbook, S&P за ряд лет; World Federation of Exchanges database (www.world-exchanges.org); ЦПФР.

В последние 15 лет выявился явный мировой лидер по размеру национальной капитализации — США. Прочие страны с развитыми рынками акций показали в этот период более скромные темпы роста (см. рис. 3).

Рис. 3. Динамика капитализации стран с крупнейшими развитыми рынками (1990 — 2007 гг.)



Примечание. Биржа Euronext объединяет рынки Франции, Голландии, Бельгии, Португалии. Рассчитано по данным WFE. Национальная капитализация США приведена по данным S&P (данные 2007 года — по оценке ЦРФР).

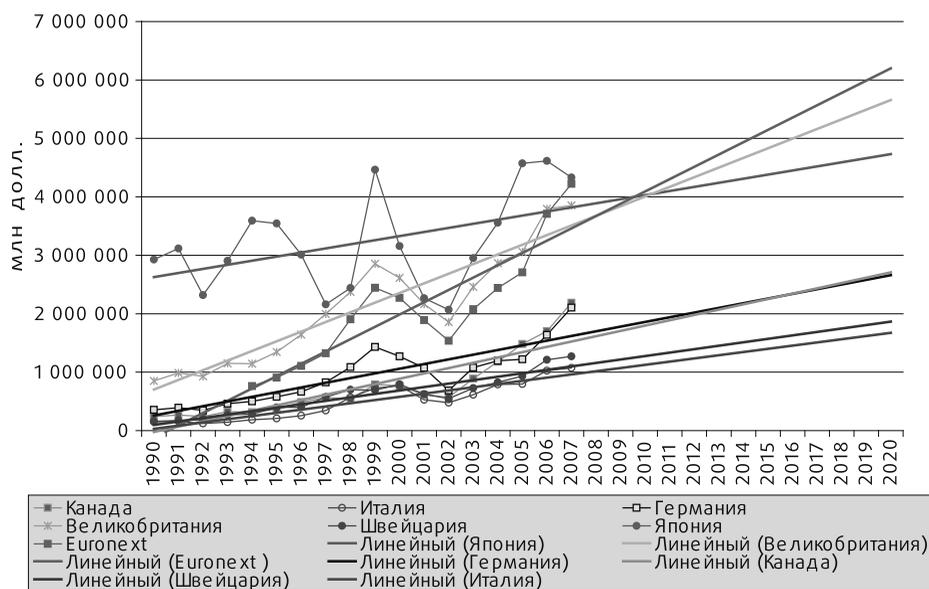
Очевидно, что при любых сценариях фондовый рынок США на временном промежутке 2007–2020 гг. останется крупнейшим по капитализации национальным рынком акций. Перспективы роста капитализации других развитых рынков рассмотрим более детально, используя сложившиеся линейные тренды роста капитализации этих стран.

В случае сохранения тенденций, сложившихся в 1990–2007 гг., к 2020 году национальная капитализация Великобритании достигнет примерно 5,7 трлн долл., капитализация стран, фондовые рынки которых объединены в рамках биржи Euronext, — 6,2 трлн долл. (см. рис. 4).

Что же касается инерционного прогноза капитализации Японии, то он не может быть корректно сделан на основе тех катастрофических изменений ее национальной капитализации, которые наблюдались в течение последних 15 лет. Линейный тренд (с неудовлетворительными характеристиками устойчивости связи) указывает на величину капитализации Японии к 2020 году на уровне 4,7 трлн долл., что примерно соответствует текущему значению капитализации Японии. Более корректные прогнозные оценки приводят к полосе возможных значений капитализации Японии в 2020 году в диапазоне от 2,7 до 5,4 трлн долл.

Учитывая, что капитализация Франции в течение нескольких предыдущих лет составляла 58% суммарной капитализации внутреннего рынка биржи Euronext, можно предположить, что ее капитализация к 2020 году составит около 3,6 трлн долл. Капитализация Германии и Канады будет находиться в пределах 3 трлн долл.; капитализация прочих стран с крупнейшими развитыми финансовыми рынками — в пределах 2 трлн долл.

Рис. 4. Динамика капитализации стран с крупнейшими развитыми рынками



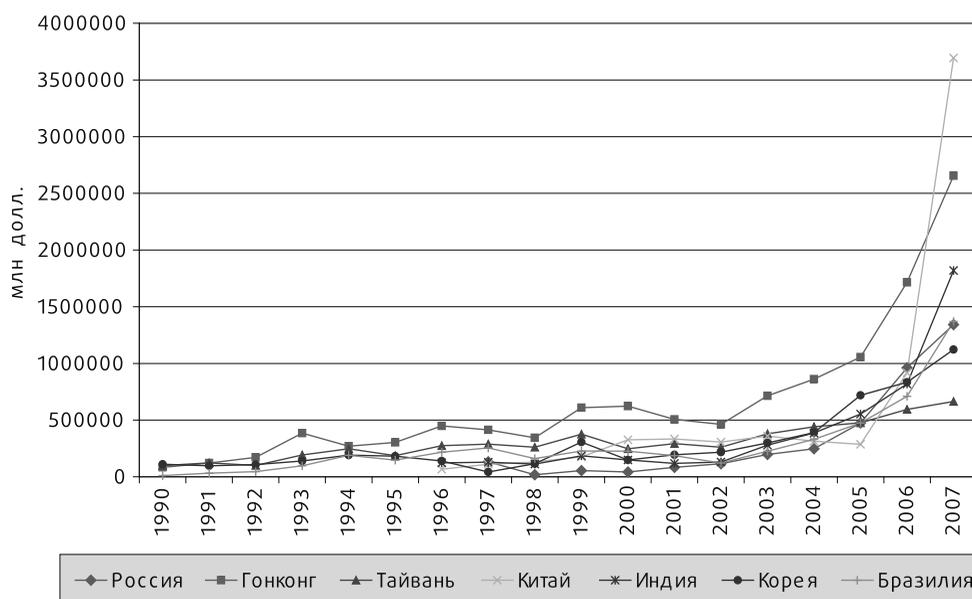
Примечание. Данные по капитализации США не представлены на рисунке ввиду их несоизмерности с данными по капитализации представленных на рисунке стран. Капитализация США будет заведомо выше капитализации любой из представленных на данном рисунке стран в течение всего периода до 2020 года.

Рисунки 3 и 4 позволяют сделать вывод о неравномерности долгосрочной динамики различных развитых рынков. Выявилась группа лидеров по динамике национальной капитализации (США, Великобритания, Франция⁶), темпы роста капитализации которых отличаются в долгосрочном плане от темпов роста капитализации других стран с развитыми финансовыми рынками. Это означает относительное перераспределение мировой капитализации в пользу лидеров за счет всех остальных, более высокую степень оцененности активов в странах-лидерах.

В качестве гипотезы можно предположить, что условия развития фондового рынка в странах-лидерах по динамике капитализации в целом лучше, чем в других странах. Возможно, это связано с реформами регулирования фондового рынка, которые были осуществлены в этих странах.

В группе стран с развивающимися рынками Россия по итогам 2007 года занимает 4-е место, уступая Китаю, Гонконгу, Бразилии и Индии. За последние 18 лет (для России — 11 лет) Россия по динамике роста национальной капитализации превосходит все страны, кроме Китая (см. рис. 5).

Рис. 5. Динамика капитализации стран с крупнейшими развивающимися рынками



Рассчитано по данным Мировой федерации бирж (WFE) и Центра развития фондового рынка (данные по России).

Однако высокая долгосрочная динамика капитализации Китая обусловлена исключительно резким ростом капитализации за последний год, поэтому устойчивость этой динамики невысока. Если отбросить значения роста китайской капитализации 2007 года, то Россия обладает наиболее высокой динамикой капитализации (с 2006 года ее долгосрочная динамика стала выше долгосрочной динамики капитализации Гонконга). Более высокая динамика капитализации России по сравнению с другими развивающимися рынками была в течение долгого времени следствием, в том числе, относительной недооцененности российских акций, однако в настоящее время этот фактор уже исчерпал себя (подробнее о степени оцененности акций различных стран см. пункт 1.5 данной части настоящего доклада).

Следует остановиться на значительно выделяющемся из общего ряда росте капитализации Китая в 2006–2007 гг. По оценкам Ernst&Young, «невероятный рост рыночной капитализации преимущественно обусловлен: 1) ростом экономики в целом и огромным внутренним спросом; 2) новыми публичными размещениями; 3) восходящей тенденцией на рынках капитала; 4) реформой в области акций, не обращающихся на рынке, восстановившей уверенность инвесторов в фондовом рынке; 5) ростом рентабельности компаний, зарегистрированных на бирже». По нашему мнению, среди перечисленных факторов особую роль в 2006–2007 гг. сыграли новые публичные размещения и реформа в области акций, не обращающихся на рынке.

По оценкам Ernst&Young, за 2006 год и первую половину 2007 года на внутреннем китайском рынке и на международных рынках состоялось 456 первичных и вторичных размещений акций китайских компаний, в ходе которых было привлечено 150 млрд долларов инвестиций, в том числе в ходе IPO — 94 млрд долларов. Это означает, что рыночную оценку получили десятки китайских компаний; прирост национальной капитализации в результате проведенных IPO можно оценить в 500–800 млрд долларов.

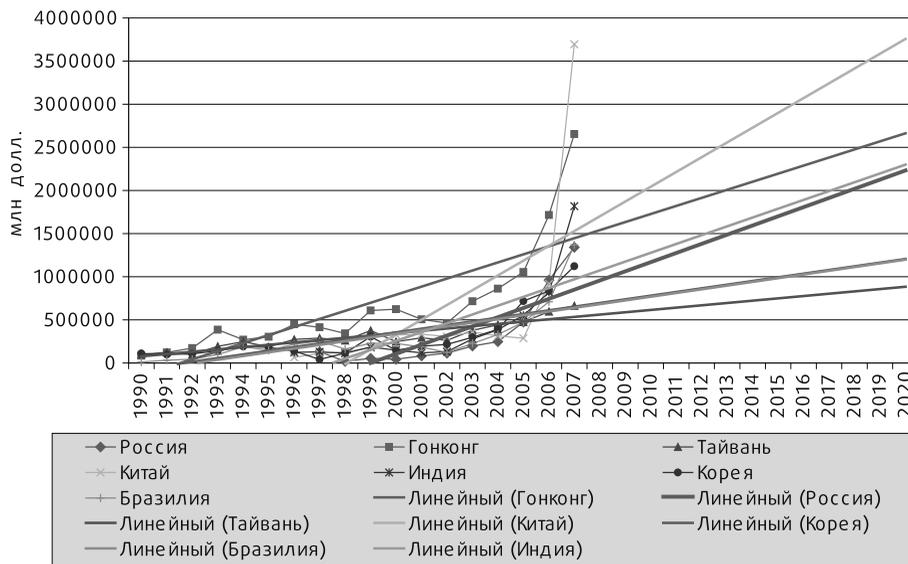
Реформа в области акций, не обращающихся на рынке, стала важнейшей составной частью либерализации китайского фондового рынка. Ernst&Young указывает на три наиболее существенные меры по либерализации фондового рынка Китая.

- В 2002 г. иностранные институты получили разрешение инвестировать непосредственно в китайский рынок акций класса "А" с использованием системы QFII⁷. Кроме того, с 2001 года компании, соответствующие определенным критериям, могут предлагать и регистрировать на рынке Китая акции класса "А"⁸.
- В 2005 году вступили в силу административные меры, предусмотренные реформой в области не обращающихся на рынке акций зарегистрированных на бирже компаний. Началась реформа в области акций, не обращающихся на рынке.
- В 2006 году иностранные инвесторы получили право становиться стратегическими инвесторами во вновь прошедших регистрацию компаниях, а также компаниях, осуществлявших реформу в области акций, не обращающихся на рынке.

Эти меры направлены на ликвидацию главного недостатка китайского рынка ценных бумаг — разделения акций на разные классы и, соответственно, наличия ограничений для различных групп инвесторов для инвестирования в акции китайских корпораций. Правительство заявило о своем намерении в конечном итоге полностью устранить различия между рынками акций класса "А" и "В". Все это привело к тому, что крупнейшие китайские компании, зарегистрированные на зарубежных биржах, возвратились на внутренний фондовый рынок, чтобы их акции котировались и на китайском рынке. Реформа на рынке акций Китая внесла, на наш взгляд, самый ощутимый вклад в рост национальной китайской капитализации. Вместе с тем этот фактор оказывает мощное, но разовое воздействие на национальную китайскую капитализацию, поэтому нет оснований предполагать сохранение столь высоких темпов роста национальной капитализации Китая в течение продолжительного времени.

Учитывая сложившуюся динамику капитализации, Россия в десятилетней перспективе при условии продолжения инерционного линейного тренда (см. рис. 6) обгонит по показателю капитализации все страны с развивающимися финансовыми рынками, кроме Китая. Однако, как уже было сказано, прогноз динамики капитализации Китая неустойчив и не может рассматриваться в качестве корректного с точки зрения статистических коэффициентов прогнозного тренда.

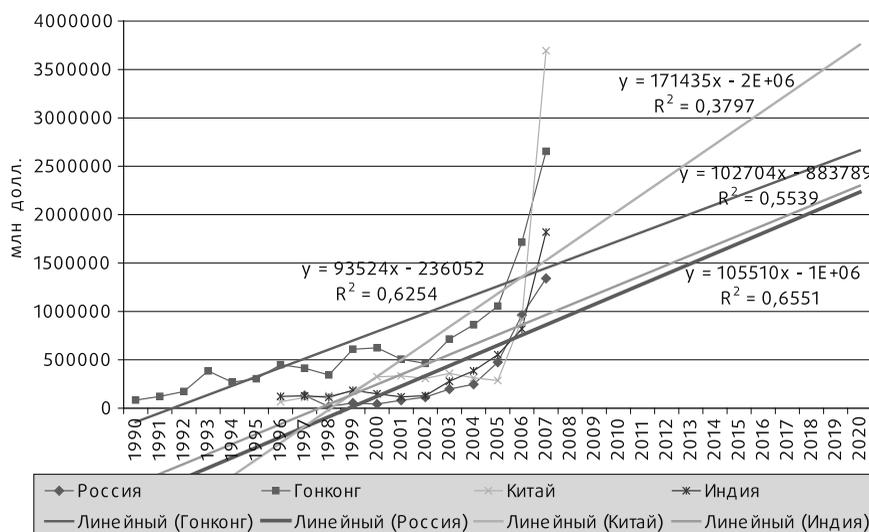
Рис. 6. Динамика капитализации стран с крупнейшими развивающимися рынками



Прогноз построен на основе данных WFE и ЦРФР (данные по России).

⁹Среди стран с развивающимися финансовыми рынками в долгосрочной перспективе реальными конкурентами России по уровню капитализации являются Китай, Гонконг и Индия (см. рис. 7).

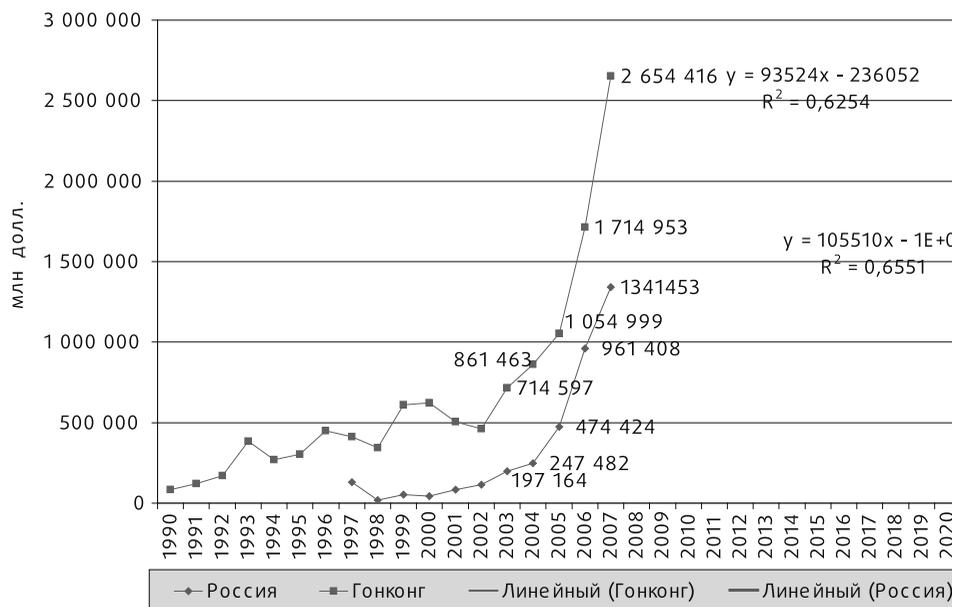
Рис. 7. Динамика капитализации стран с крупнейшими развивающимися рынками



Рассчитано по данным Мировой федерации бирж и Центра развития фондового рынка (данные по России).

Если сохранятся сложившиеся тренды роста капитализации этих стран, то к 2020 году Россия будет оставаться четвертой страной по уровню капитализации среди развивающихся рынков. Однако с точки зрения уровня достоверности полученных трендов и, соответственно, устойчивости динамики капитализации, тренды Китая и Индии не могут считаться прогнозными (R^2 меньше 0,6). Поэтому среди выделенных нами трех потенциальных конкурентов лишь Гонконг обладает достаточным уровнем статистических коэффициентов, что позволяет рассматривать тренд капитализации Гонконга как полноценный прогнозный тренд (как и тренд капитализации России). Долгосрочные темпы роста капитализации Гонконга вплоть до 2006 года были выше, чем рост капитализации рынка России, и лишь рост национальной капитализации в 2006–2007 гг. обеспечил России более высокую динамику капитализации в долгосрочном плане. До 2007 года рост капитализации Гонконга был более устойчивым, чем рост российской капитализации, однако по итогам 2007 года устойчивость роста капитализации России стала наивысшей среди группы стран с крупнейшими развивающимися рынками (см. рис. 8).

Рис. 8. Динамика капитализации России и Гонконга



Рассчитано по данным Мировой федерации бирж и Центра развития фондового рынка (данные по России).

Заметим также, что размер капитализации Гонконга относительно мало пострадал от «азиатского» кризиса (см. таблицу 2).

Таблица 2. Динамика (темпы прироста) капитализации стран с развивающимися рынками в период «азиатского кризиса».

	1997 к 1996	1998 к 1997	1998 к 1996
Страны Юго-Восточной Азии с развивающимися рынками			
Гонконг	-8,0%	-16,9%	-23,5%
Индонезия	-68,0%	-24,0%	-75,7%
Корея	-69,9%	173,6%	-17,6%
Малайзия	-69,6%	2,6%	-68,8%
Индия	4,7%	-12,6%	-8,5%
Филиппины	-61,2%	11,9%	-56,6%
Китай	68,7%	16,6%	96,6%
Сингапур	-30,6%	-9,3%	-37,0%
Тайвань	5,1%	-9,5%	-4,8%
Таиланд	-76,2%	49,7%	-64,4%
Страны других регионов с развивающимися рынками			
Россия	244,4%	-86,2%	-52,5%
Аргентина	32,6%	-23,5%	1,4%
Мексика	46,7%	-41,4%	-14,1%
Чили	9,2%	-28,0%	-21,4%
Бразилия	17,8%	-37,0%	-25,8%
Турция	101,6%	-44,9%	11,0%
Южная Африка	-11,7%	-28,8%	-37,1%

Примечания. Капитализация Индии дана по капитализации Бомбейской биржи. Капитализация Китая дана по капитализации Шанхайской биржи.

Рассчитано по данным WFE.

Январский кризис 2008 года также продемонстрировал относительно высокую (среди стран с крупнейшими развивающимися рынками) устойчивость рынка акций Гонконга к негативным событиям на мировом рынке капитала. С момента начала падения рынков акций и роста доходности казначейских облигаций США и цен на драгоценные металлы (26 декабря 2007 года) до момента наиболее глубокого падения рынков акций (23 января 2008 года) страновой индекс MSCI Гонконга снизился на 11,7%, при том что снижение страновых индексов стран БРИК составило от 14,1 до 19,7% (см. таблицу 3).

Таблица 3. Динамика (темпы прироста) индексов MSCI за период с 26 декабря 2007 года по 23 января 2008 года.

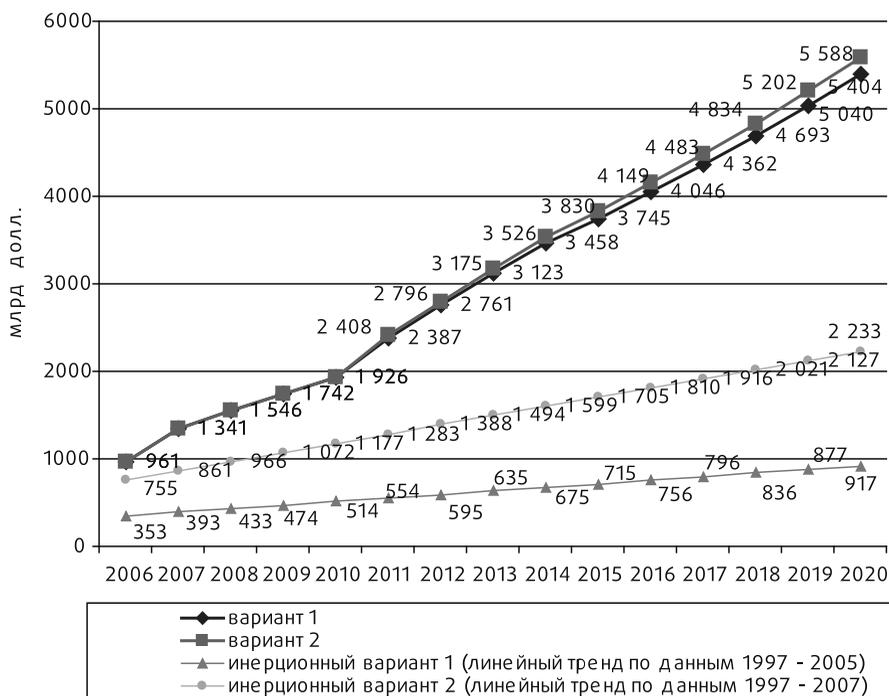
Малайзия	-2,7%
Мексика	-9,7%
Тайвань	-9,9%
Индонезия	-10,1%
Гонконг	-11,7%
Таиланд	-11,8%
Южная Африка	-13,7%
Индия	-14,1%
Корея	-15,9%
Россия	-17,7%
Польша	-18,3%
Китай	-18,6%
Бразилия	-19,7%
Турция	-24,5%

Расчитано по данным MSCI Barra.

Эти данные, кроме того, подтверждают приведенные выше выводы регрессионного анализа о неустойчивости роста капитализации Китая. Следует указать, что рынок Китая после начала подъема (после 23 января 2008 года) на мировом фондовом рынке проявил наименьший среди всех развитых рынков потенциал восстановления после кризиса, при этом на первом этапе развертывания кризиса (с 26 декабря 2007 года по 15 января 2008 года) он показал наибольшее падение среди всех развивающихся рынков. Это говорит о том, что именно Китай может стать тем «слабым звеном» мирового рынка капитала, которое не выдержит напора кризисных событий. Одновременно заметим, что российский фондовый рынок на первом этапе развертывания кризиса показал наилучший результат не только среди развивающихся рынков, но и с учетом крупных развитых рынков.

Несмотря на то что тренд роста российской капитализации обладает более высокой динамикой, чем тренд капитализации Гонконга при достаточном уровне устойчивости обоих трендов, сложившегося превышения динамики российской капитализации недостаточно для того, чтобы догнать и превзойти по показателю национальной капитализации Гонконг. Для того чтобы обеспечить достижение целевого уровня по капитализации, необходим переход на более динамичную траекторию развития. Для выхода на более высокую траекторию роста капитализации России необходима реализация оптимистичного сценария развития национального фондового рынка. В соответствии с двумя основными оптимистичными сценариями¹⁰ рост российской капитализации может оказаться значительно более высоким, чем спрогнозированный по сложившимся за периоды 1997–2005 гг. и 1997–2007 гг. линейным трендовым траекториям¹¹ (см. рис. 9). Это означает, что современные сценарии будущего развития фондового рынка России основаны на принципиально иной природе самого фондового рынка и его роли в экономическом развитии, чем в конце 90-х — начале 2000-х годов.

Рис. 9. Варианты роста капитализма России (4 сценария)



Оптимальное развитие фондового рынка России приведет к достижению национальной капитализацией к 2020 году уровня в 5,4–5,6 трлн долл. Это означает, что к этому времени Россия с высокой долей вероятности может стать третьим по величине капитализации рынком мира. Основными конкурентами России в борьбе за третье место будут рынки Японии и Китая или Гонконга.

Заслуживает отдельного рассмотрения вопрос о влиянии количества обращающихся на бирже акций на капитализацию. В первом приближении можно предположить, что, при прочих равных условиях, чем больше компаний торгуется на рынке, тем выше капитализация страны.

На развитых рынках количество компаний, по которым рассчитывается капитализация, представляет собой величину достаточно стабильную: она росла в последние годы, но относительно умеренными темпами (см. таблицу 4). В отдельные периоды количество эмитентов в некоторых странах с торгуемыми акциями довольно заметно сокращалось (например, в США в текущем десятилетии). В странах с развивающимися финансовыми рынками количество компаний менялось: в одних странах сокращалось, в других росло. Вместе с тем средняя динамика количества компаний по всем развивающимся рынкам примерно соответствует средней динамике количества компаний по развитым рынкам.

Таблица 4. Количество национальных эмитентов акций, торгуемых на национальных фондовых биржах

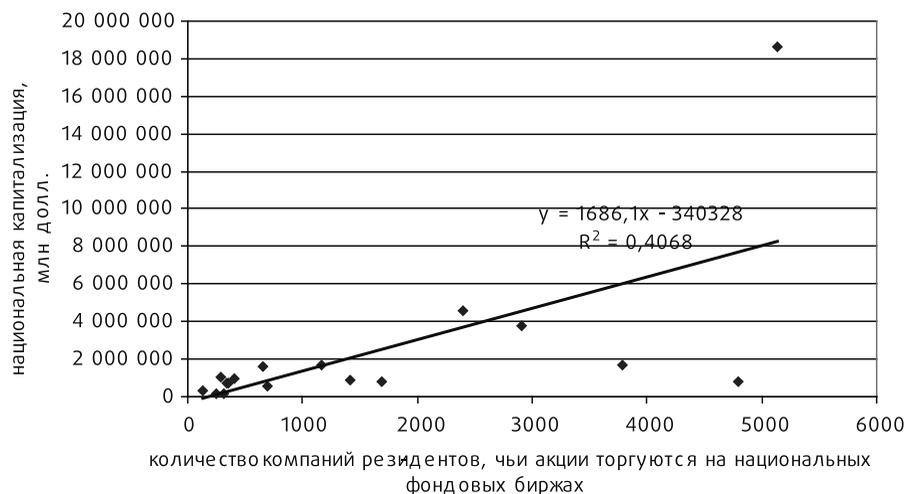
Страна	1995	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Развитые рынки									
Австралия	1178	1330	1334	1355	1405	1515	1643	1751	1913
Великобритания	2078	1926	2438	2405	2311	2486	2757	2913	2588
Германия	678	744	749	715	684	660	648	656	761
Испания	362	1019	1480	1846	1995	2049	Н.д.	3339	3498
Италия	250	291	288	288	271	269	275	284	301
Канада	1196	4000	4000	3771	3599	3572	3719	3790	3881
США	7671	7281	6367	5854	5295	5225	5145	5133	4614
Франция	450	808	791	733	694	663	664	717	Н.д.
Япония (Токио)	2263	2470	2471	2460	2174	2276	2323	2391	2389
Развитые рынки	18 936	23 427	23 342	22 894	22 110	22 492	22 990	25 954	Н.д.
Формирующиеся рынки									
Аргентина	149	129	116	110	106	103	100	101	107
Бразилия	543	464	426	396	389	386	342	347	442
Гонконг	Н.д.	779	857	968	1027	1086	1124	1165	1232
Индия *	5398	5853	5795	5650	5644	4730	4763	4796	4 887
Индонезия	238	286	315	330	333	331	336	344	383
Казахстан		55	60	74	68	79	83	67	Н.д.
Китай	323	1035	1160	1224	1285	1373	1377	1440	1 530
Корея	721	702	1390	1509	1558	1570	1616	1689	1 767
Мексика	185	173	167	163	158	151	150	132	125
Польша	65	225	230	202	202	225	234	253	328
Россия	170	249	236	196	214	215	277	309	328
Саудовская Аравия	69	73	76	68	70	73	77	86	111
Тайвань	347	531	584	638	669	697	691	688	1 248
Турция	205	315	310	288	285	297	304	316	319
Украина	-	139	155	155	155	155	278	249	276
ЮАР	640	583	510	429	390	368	348	359	422
Все формирующиеся рынки	17 636	20 710	20 991	21 348	21 928	21 631	22 009	24 258	Н.д.
Весь мир	36 572	44 137	44 333	44 242	44 038	44 123	44 999	50 212	Н.д.

* Бомбейская фондовая биржа. Национальная индийская статистика приводит еще большую цифру – 9600 эмитентов.

Составлено по: *Global Stock Markets Factbook, S&P за ряд лет; World Federation of Exchanges database (www.world-exchanges.org), данные отдельных бирж.*

Более детальное исследование, однако, демонстрирует ошибочность упрощенного представления о влиянии количества акций, торгуемых на фондовой бирже, на размер национальной капитализации¹². Регрессионный анализ не выявил устойчивой связи между этими двумя параметрами (см., например, результаты расчета по 16 крупнейшим рынкам, развитым и развивающимся, по итогам 2006 года — рис. 10).

Рис. 10. Зависимость капитализации от количества акций на фондовой бирже, 2006 год



Корреляционный анализ также не выявил устойчивой положительной связи между динамикой количества торгуемых акций и динамикой национальной капитализации. Более того, корреляционный анализ выявил по ряду стран с развитыми и наиболее эффективными развивающимися финансовыми рынками отрицательную зависимость между динамикой количества торгуемых акций и динамикой национальной капитализации (см. таблицу 5).

Таблица 5. Коэффициенты корреляции между годовыми приростами количества торгуемых на национальных фондовых биржах акций компаний-резидентов и годовыми приростами национальной капитализации, за период 2000–2006 гг.

Страна	Коэффициент	Страна	Коэффициент
Бразилия	0,50	Мексика	-0,44
Великобритания	-0,54	Россия	0,68
Германия	0,03	Польша	0,66
Гонконг	-0,77	США	0,28
Индия	-0,09	Тайвань	-0,25
Италия	-0,11	Турция	0,40
Канада	-0,04	ЮАР	0,22
Китай	-0,23	Япония	0,38
Корея	-0,10		

Рассчитано по данным Мировой федерации бирж (WFE).

Наиболее устойчивая отрицательная корреляция между динамикой количества торгуемых акций и динамикой национальной капитализации была зафиксирована в Гонконге. Напротив, те рынки, которые были подвержены в течение рассматриваемого периода кризисным явлениям (Польша и Турция), продемонстрировали наибольшее положительное значение коэффициента корреляции между динамикой количества торгуемых акций и динамикой национальной капитализации. Еще более высокий уровень зависимости демонстрирует рынок России, что может свидетельствовать о потенциальной опасности обвала национальной капитализации вследствие недостаточного качества акций, допущенных к торговле на фондовых биржах.

Был также проведен расчет корреляции между абсолютными значениями показателей количества торгуемых акций и показателей национальной капитализации, менее корректный с точки зрения теории

статистики¹³. В этом случае также зафиксированы преимущественно отрицательные коэффициенты корреляции, а для Индии (коэффициент корреляции -0,91), Мексики (-0,91), ЮАР (-0,72) и Бразилии (-0,71) характерна устойчивая обратная зависимость.

Таким образом, результаты анализа привели к следующим выводам. В целом не существует математически обоснованной зависимости между количеством торгуемых акций и национальной капитализацией. Для отдельных стран характерна обратная закономерность: уровень национальной капитализации растет при снижении количества акций, торгуемых на их биржах, и падает при росте количества акций. Данный феномен заслуживает дальнейшего более глубокого исследования. В настоящей работе мы можем только сформулировать рабочую гипотезу для последующих исследований.

Во-первых, результаты анализа позволяют предположить существование более сложной природы связи между количеством акций, торгуемых на национальных биржах, и национальной капитализацией. В отношении природы данной связи можно выдвинуть две взаимодополняющие гипотезы.

Первая. На первых этапах развития национального рынка акций капитализация прямо пропорциональна количеству торгуемых акций. В этот период с некоторого момента более быстрыми темпами начинает расти волатильность рынка. Затем с некоторого момента снижаются темпы роста национальной капитализации, которые становятся ниже темпов роста количества торгуемых акций на среднесрочном периоде. Затем, после прохождения национальным рынком точки кризисного развития, включается механизм селекции рынком (посредством полностью рыночных мер либо посредством ужесточения критериев допуска акций к торгам на фондовой бирже) акций компаний-резидентов, и их количество уменьшается за счет вытеснения с рынка акций тех компаний, которые не являются достаточно привлекательными для инвесторов (по причине плохого финансового состояния, либо по причине низкого уровня корпоративного управления, либо по другим причинам). В эти периоды волатильность рынка постепенно снижается, и рост капитализации становится более устойчивым.

Вторая. Рост количества торгуемых акций становится наивысшим в периоды, непосредственно предшествующие кризису, а также собственно в период кризиса. Напротив, в периоды выхода рынков из кризиса количество торгуемых акций снижается вследствие предъявления инвесторами более жестких требований к качеству торгуемых инструментов (эти требования в отдельных случаях формализуются в биржевых правилах допуска). Совокупное повышение качества торгуемых инструментов ведет к ускорению роста капитализации. Все это в совокупности приводит к отрицательным коэффициентам корреляции между количеством акций и капитализацией.

Во-вторых, можно предположить, что фондовый рынок выполняет функцию селекции компаний-эмитентов. При этом интенсивность выполнения фондовым рынком этой функции напрямую зависит от степени эффективности рынка (в данном случае можно говорить именно об информационной, или ценовой, эффективности рынка, т.е. эффективности рынка по Фама). Однако необходимо еще раз оговориться, что это лишь гипотеза, требующая более фундаментальных исследований и объяснения исключений из правила (среди которых США).

Следует отметить, что важным потенциальным конкурентным преимуществом России является большое количество крупных по своей экономической природе транснациональных корпораций, имеющих регистрацию в российской юрисдикции и могущих быть представленными на внутреннем российском финансовом рынке. В настоящее время далеко не все такие компании представлены на фондовом рынке. Обретение акциями этих корпораций ликвидного рынка может внести значительный вклад в рост капитализации России.

Кроме того, необходимо учитывать такие факторы, влияющие на размер и динамику национальной капитализации, как активность внутренних инвесторов, в первую очередь населения, в операциях на фондовом рынке; отраслевая диверсификация экономики и капитализации; концентрация капитализации; активность процессов IPO; фундаментальные макроэкономические факторы.

Необходимо учитывать, что наиболее высокие темпы роста капитализации России были достигнуты в 2000–2006 гг., в период выхода мирового рынка капитала из падения после азиатского кризиса, и в значительной мере были связаны с недооценкой российских активов. При этом в данный период по темпам роста капитализации Россия уступала всем трем своим основным конкурентам по показателю капитализации — Китаю, Индии и Гонконгу. Лишь с 2006 года в России начал действовать такой фактор, как выход

на рынок новых компаний. Поэтому для того чтобы обойти эти страны в рейтинге по капитализации, требуется сохранить темпы роста российской капитализации, характерные для периода быстрого роста мирового фондового рынка, в период более стабильного развития этого рынка. Сохранение таких же темпов в условиях стабильного развития требует в качестве дополнительных условий:

- наличия большого количества новых компаний, выходящих на рынок, и тем самым увеличивающих его капитализацию¹⁴;
- интенсивного позитивного изменения фундаментальных факторов ценообразования курсов акций российских компаний, т.е. интенсивного улучшения макроэкономических факторов и инвестиционного климата.

Сохранение этих же темпов роста капитализации в условиях развития кризисных явлений на мировом рынке капитала требует соблюдения еще ряда условий, обеспечивающих устойчивость национального фондового рынка по отношению к негативным внешним шокам. Эти внешние шоки применительно к России могут быть подразделены на две группы: шоки мирового рынка капиталов и шоки мировых рынков сырья. Для обеспечения устойчивого роста капитализации России необходимо обеспечить как устойчивость к шокам мирового рынка капиталов, так и устойчивость к шокам мировых рынков сырья.

Устойчивость к шокам мирового рынка капиталов предполагает в первую очередь наличие в России большого спроса на ценные бумаги со стороны внутренних инвесторов. Основным источником спроса со стороны внутренних инвесторов в большинстве стран мира являются сбережения населения. Анализ роли средств населения в инвестициях в инструменты фондового рынка приведен в разделе 5 настоящей части данного доклада.

Другим важнейшим фактором обеспечения устойчивости национального рынка является широкая диверсификация инструментов фондового рынка. Применительно к рынку акций инструментальная диверсификация имеет ряд аспектов, среди которых необходимо выделить отраслевую диверсификацию и показатель концентрации капитализации.

Устойчивость к шокам со стороны мировых рынков сырья предполагает диверсификацию отраслевой структуры экономики и диверсификацию отраслевой структуры капитализации. Отраслевая структура российского фондового рынка отличается чрезвычайно высокой концентрацией (см. часть I, п. 2.1)¹⁵. И та, и другая диверсификация, как показала российская практика последних лет, наиболее эффективно достигается за счет активизации процессов IPO.

Кроме того, необходимо учитывать, что только отраслевой диверсификации структуры капитализации недостаточно. Требуется также снижение концентрации, так как в настоящее время по уровню концентрации капитализации Россия превосходит почти все (за исключением Мексики — с 2006 года) страны мира с крупными и средними фондовыми рынками, за исключением стран с относительно небольшим размером экономики, для которых преобладание ограниченного количества крупных компаний вполне естественно, — Саудовской Аравии, Финляндии, Ирландии¹⁶, также некоторых других стран с крайне малыми рынками акций (см. таблицу 6).

Таблица 6. Доля 10 крупнейших компаний в национальной капитализации, %

Страна	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Австралия		46,0	44,8	35,8	39,5	35,3
Великобритания		43,9	43,6	40,9	36,4	35,2
Германия		42,6	44,6	45,1	46,0	42,6
Испания		45,1	43,7	43,8	41,5	40,4
Италия		55,5	55,9	57,2	55,0	52,7
Канада		25,7	24,0	23,2	24,1	23,4
США		17,5	16,4	14,7	13,9	13,4
Франция		42,5	42,2	35,6	42,9	39,6
Япония		22,8	20,4	18,2	18,0	20,1
Средняя по группе развитых		38,0	37,3	34,9	35,2	33,6
Аргентина			34,4	37,2	42,9	58,1
Бразилия	32,9	34,4	37,6	38,4	42,0	44,2
Индия	40,3	43,3	36,5	33,4	33,9	32,2
Индонезия	53,7	56,0	52,9	55,7	51,0	52,6
КНР	26,8	26,6	27,1	28,9	38,8	50,1
Корея Южная	50,3	47,8	43,8	41,3	36,0	34,5
Мексика	56,9	51,3	56,6	58,9	63,5	72,8
Польша	58,9	67,8	64,2	66,2	64,8	56,1
Россия	85,3	82,2	80,1	77,4	68,0	66,1
Саудовская Аравия	66,9	75,3	80,7	78,1	72,1	72,7
Тайвань	38,6	30,9	34,0	35,0	34,2	31,5
Турция	56,0	50,8	54,4	53,3	48,8	48,7
ЮАР	26,8	29,2	28,2	23,7	25,6	23,7
Средняя по группе формирующихся	49,5	49,6	48,5	48,3	50,5	49,48

Источник: *Global Stock Markets Factbook, S&P за ряд лет.*

Необходимо отметить, что межстрановое сопоставление позволяет сделать вывод о необходимости снижения концентрации капитализации в России, однако не позволяет ответить на вопрос, какой именно уровень концентрации приемлем для российских условий. Определение оптимального размера концентрации капитализации для России требует проведения отдельного исследования, так как для каждой страны существует свой наиболее приемлемый уровень концентрации капитализации, связанный с рядом особенностей экономической системы, и только одного сопоставления с аналогичными показателями в других странах недостаточно для формулирования обоснованного вывода.

Следует также отметить, что в течение 2001–2007 гг. наблюдается устойчивое снижение показателя концентрации капитализации России, которое позволяет говорить о важном позитивном качественном изменении. Если значения российского показателя концентрации капитализации 2001–2004 гг. можно было трактовать как маргинальные (предельные) относительно значений показателей других стран, то в последние три года по данному показателю Россия значительно приблизилась к средним значениям по развивающимся рынкам.

Суммируя вышесказанное, следует отметить, что существующая в целом позитивная динамика роста российской капитализации недостаточна для формирования в обозримом будущем идеальной модели фондового рынка в России. Для того чтобы перейти на траекторию движения к этой идеальной модели, необходимо преодолеть сложившийся инерционный тренд, увеличив в долгосрочном плане темпы роста национальной капитализации. Это требует значительных усилий, направленных на реализацию оптимальной стратегии развития фондового рынка в долгосрочной перспективе.

При условии оптимизации развития фондового рынка России в ближайшее десятилетие можно будет реально говорить о перспективе превращения российского рынка акций из развивающегося рынка в развитый (или, по крайней мере, о занятии им некоторого промежуточного положения). Это допущение предполагает, что по капитализации Россия станет не просто крупнейшим развивающимся рынком, но, учитывая величину российской экономики и перспективы ее развития, одним из крупнейших в мире на-

циональных рынков акций, учитывая и самые крупные развитые рынки. В случае реализации этого сценария Россия, при условии развития ее фондового рынка по оптимистичному варианту, может к 2020 году стать третьей страной мира по размеру национальной капитализации.

1.2. Доля России в мировом фондовом рынке по капитализации

Перемещение России с 12-го места, которое она занимает сегодня (см. рис. 1 и 2), на 3-е место в мире по размеру капитализации означает существенный рост ее доли в мировой капитализации. Именно изменение доли страны в мировой капитализации следует признать наиболее простым интегральным показателем изменения конкурентоспособности национального рынка акций в рамках мирового рынка капитала. Рост доли одной страны так или иначе связан с уменьшением доли других стран в мировой капитализации. Тем самым повышение доли говорит о создании и реализации данной страной своих конкурентных преимуществ.

В настоящее время доля России в мировой капитализации невелика: если брать в расчет 48 крупнейших национальных рынков, доля России по итогам 2007 года составила 2,43%¹⁷. В 2006 году доля России составляла 2,09%. В 2005 году доля России составляла 1,29%, а в 2004 году — 0,75%¹⁸. Расчет доли отдельных стран в мировой капитализации, осуществленный по данным Standard&Poor's (представленный в таблице 7), в целом совпадает с оценками, сделанными по данным Мировой федерации бирж.

Таблица 7. Доля отдельных стран в мировой капитализации, конец года, %

Страна	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Австралия	1,2	1,4	1,8	1,8	2,1	1,9	2,0	2,1
Великобритания	8	7,8	8,4	7,6	7,6	7,1	7,0	6,3
Германия	4	3,9	3,3	3,4	3,2	2,8	3,0	3,5
Испания	1,6	1,7	2,2	2,3	2,5	2,2	2,4	2,9
Италия	2,4	1,9	0,8	1,9	2,1	1,9	1,9	1,8
Канада	2,6	2,2	2,8	2,8	3,1	3,5	3,1	3,6
США	47	50,4	43,4	44,3	43,1	39,6	35,8	35,7
Франция	4,5	4,2	4,5	4,2	4,1	4	4,5	4,7
Япония	9,8	8,2	9,9	9,2	9,4	10,7	8,7	7,1
Все развитые рынки	92,3	91,3	88,9	89,1	86,4	84,5	81,5	72,7
Аргентина	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Бразилия	0,6	0,7	0,6	0,7	0,9	1,1	1,3	2,3
Гонконг	2,3	2,1	2,3	2,6	2,6	2,9	3,7	4,8
Индия	0,4	0,4	0,6	0,9	1	1,3	1,5	3,0
Индонезия	0,1	0,1	0,1	0,2	0,2	0,2	0,3	0,3
Казахстан	0	0	0	0	0	0	0,1	нд
Китай	1,8	1,9	2,2	1,6	1,2	0,9	2,0	6,7
Корея	0,5	0,8	1,2	1	1,1	1,7	1,5	1,9
Мексика	0,4	0,5	0,5	0,4	0,5	0,6	0,6	0,7
Польша	0,1	0,1	0,1	0,1	0,2	0,2	0,3	0,3
Россия	0,1	0,3	0,5	0,6	0,7	1,2	2,0	2,4
Саудовская Аравия	0,2	0,3	0,4	0,5	0,8	1,5	0,6	0,8
Тайвань	0,8	1,1	1,2	1,2	1,2	1,1	1,2	1,2
Турция	0,2	0,2	0,2	0,2	0,3	0,4	0,3	0,5
Украина	0	0	0	0	0	0,1	0,1	0,2
ЮАР	0,6	0,5	0,8	0,8	1,2	1,3	1,3	1,4
Все формирующиеся рынки	7,7	8,7	11,1	10,9	13,6	15,5	18,5	27,3
Весь мир	100	100	100	100	100	100	100,0	100,0

Рассчитано по: *Emerging Stock Markets Factbook за ряд лет; данные за 2007 год* — World Federation of Exchanges database (www.world-exchanges.org).

Доля России в мировой капитализации в течение последних 10 лет имеет ярко выраженную тенденцию к росту: в относительно успешном 1997 году доля России в мировой капитализации (по крупнейшим 48 национальным рынкам) составляла 0,66% (в кризисном 1998 году — 0,08%).

Рост доли России до 2007 года происходил быстрее роста всех развивающихся рынков в мировой капитализации. Однако в 2007 году совокупная доля всех развивающихся рынков выросла с 18,5 до 27,3% мировой капитализации, в первую очередь за счет резкого роста капитализации Китая. Кроме того, существенно увеличилась доля Гонконга, Индии и Бразилии. Это означает, что в течение последнего года главные конкуренты России на мировом рынке капитала продемонстрировали мировым инвесторам свои конкурентные преимущества более успешно.

Несмотря на крайне короткий ряд фактических значений доли России в мировой капитализации, он позволяет определить полосу возможных будущих значений данного показателя¹⁹. Используя параметры регрессионных уравнений, можно сделать вывод о том, что крайними вариантами изменения этого показателя в будущем являются полиномиальный тренд и линейный тренд²⁰ (см. рис. 11). Прочие формы прогнозных трендов, в том числе выходящих за пределы полосы, ограничиваемой указанными трендами, не обладают достаточным уровнем устойчивости. Таким образом, с большой долей вероятности дальнейший рост доли России в мировой капитализации будет происходить в данных рамках.

Наиболее вероятный диапазон доли России в мировой капитализации при условии реализации модели регулирования, наиболее адекватной целям развития фондового рынка, и эффективной экономической политики — от 6,3 до 7,4% к концу 2020 года. Именно этот диапазон ограничивают два модернизированных тренда, основанных на комбинации полиномиального и линейного трендов²¹ (см. рис. 12). Данные тренды примерно соответствуют двум вариантам роста капитализации России в рамках оптимистичного сценария развития национального фондового рынка (см. рис. 9). Это означает, что данные тренды могут быть приняты в качестве целевых значений показателя доли России в мировой капитализации.

Рис. 11. Доля России в мировой капитализации (возможные предельные значения)

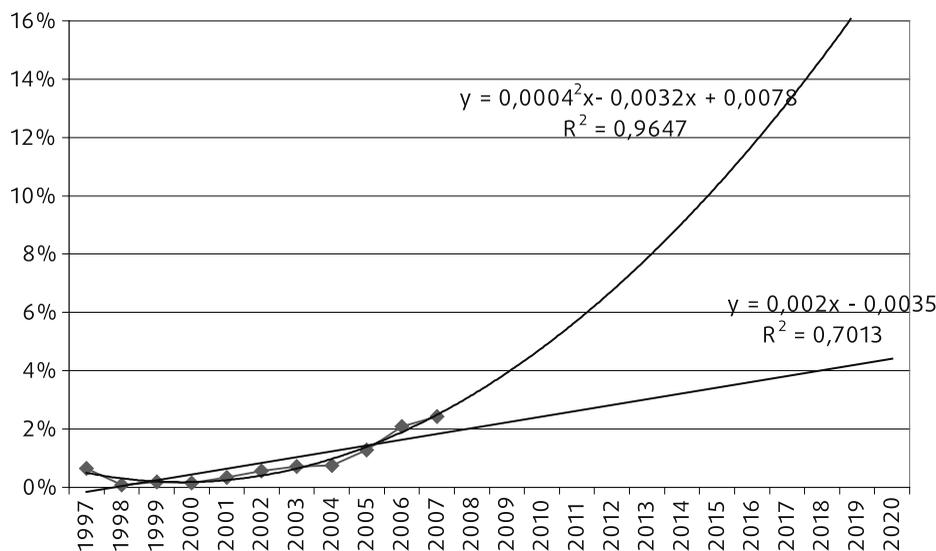
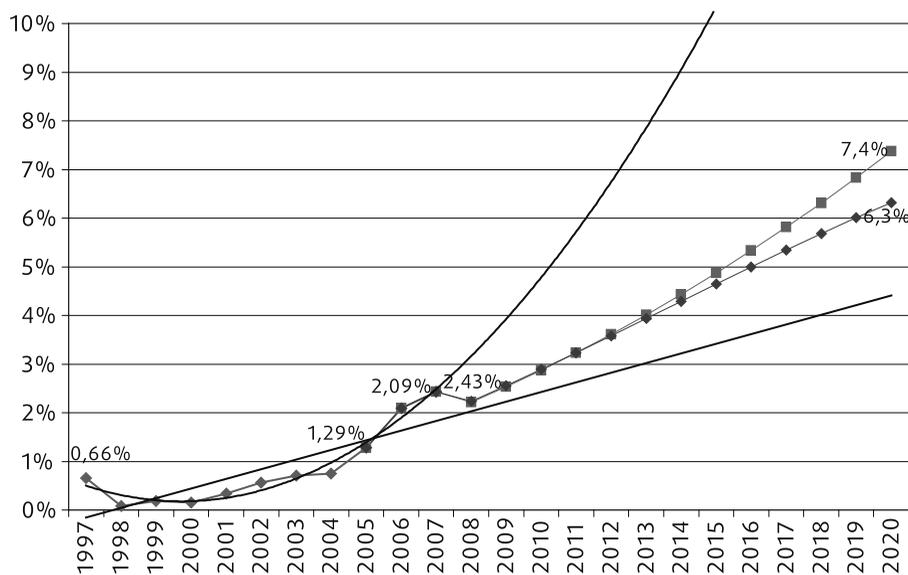


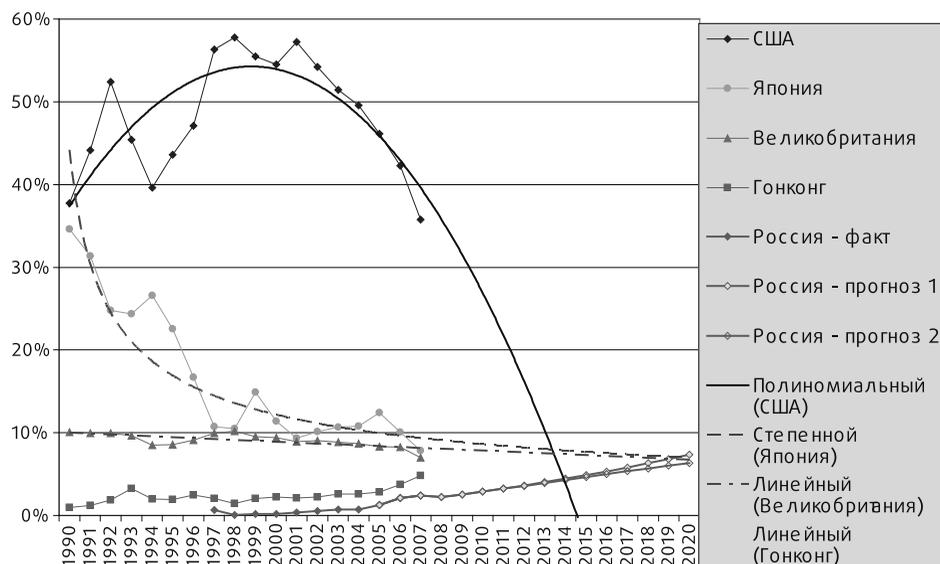
Рис. 12. Доля России в мировой капитализации (прогноз)



В случае реализации оптимистичного сценария доля России в мировой капитализации к 2020 году превысит долю Гонконга и сблизится с долями Великобритании и Японии в мировой капитализации (при условии сохранения тех трендов изменения долей отдельных стран, которые наблюдаются сегодня)²². Такой прогноз изменения доли России в мировой капитализации является в определенном смысле обоснованным выбором в качестве одного из целевых показателей идеальной модели фондового рынка выхода России на третье место в мире по уровню национальной капитализации (см. рис. 13).

Следует отметить, что приведенный на данном рисунке инерционный прогноз динамики доли США в мировой капитализации необходимо воспринимать прежде всего на качественном уровне: в долгосрочной перспективе снижение доли США, причем достаточно значительное, в совокупной мировой капитализации неизбежно. Однако не следует предполагать, что будет точно выполнено количественное предсказание уровня доли США в рамках инерционного прогноза, тем более невозможно снижение доли США до нуля. Достаточно резкое отрицательное ускорение тренда обусловлено специфическими условиями 2001–2007 гг. Именно в этот период ускоренными темпами росли развивающиеся рынки, в том числе крупные. В этих условиях доля развитых рынков объективно снижается быстрыми темпами, что особенно сильно сказывается на доле наиболее крупного и наиболее устойчивого рынка, который по определению не может расти с высокой скоростью.

Рис. 13. Доли крупнейших национальных рынков в мировой капитализации



Рассчитано на основе данных WFE.

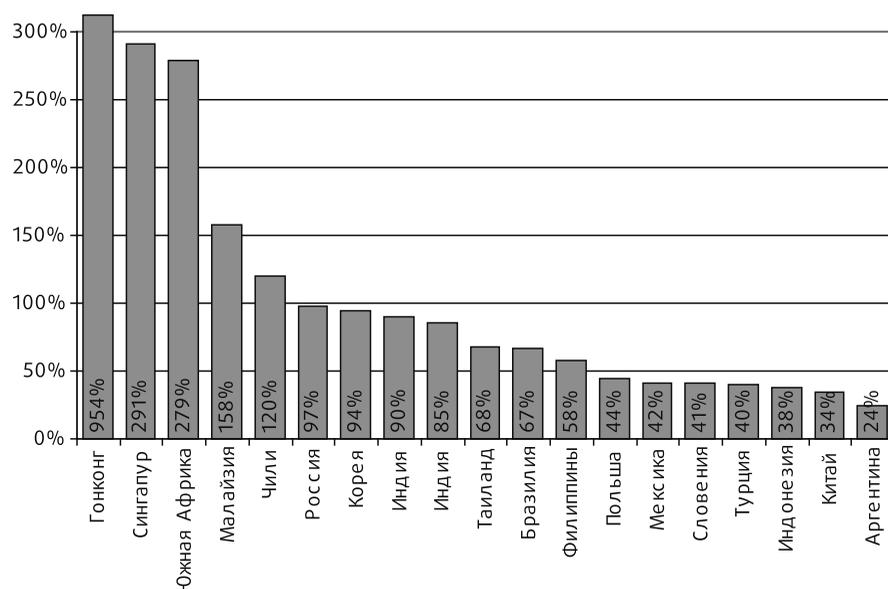
Для получения более корректных количественных оценок потребовались дополнительные прогнозные расчеты доли США в мировой капитализации, основанные на сопоставлении долгосрочных трендов абсолютной капитализации ряда стран. Эти расчеты показали, что, скорее всего, доля США к 2020 году в мировой капитализации снизится до уровня 30–35%. Это, безусловно, ведет к необходимым корректировкам долей других стран, однако эти корректировки не превосходят долей процента.

1.3. Соотношение капитализации и валового внутреннего продукта

Показатель соотношения капитализации и валового внутреннего продукта увязывает динамику роста рынка акций с общеэкономической динамикой. Идеальная модель фондового рынка предполагает, что данное соотношение должно быть достаточным для того, чтобы обеспечивать активную роль фондового рынка в экономике, эффективные возможности его использования в качестве инструмента решения важнейших макроэкономических проблем (в том числе проблемы финансирования реального сектора экономики). Вместе с тем данное соотношение не должно быть избыточным, так как избыточное соотношение капитализации и валового внутреннего продукта может указывать на наличие большой спекулятивной составляющей в ценах акций национальных корпораций (вплоть до состояния «пузыря») и, соответственно, на высокий риск падения курсов акций в ближайшей перспективе либо на потенциально высокую волатильность в среднесрочной перспективе. Следует также учитывать, что данный показатель используется в качестве основного показателя, характеризующего роль фондового рынка в национальной экономике.

По итогам 2005 года Россия вошла в десятку стран с развивающимися рынками с наиболее высоким соотношением капитализации и ВВП. По итогам 2006 года Россия переместилась в этом списке на 6-е место. Необходимо отметить, что в настоящее время страны с развивающимися финансовыми рынками значительно различаются по соотношению капитализации и ВВП (см. рис. 14).

Рис. 14. Соотношение капитализации и ВВП по странам с развивающимися финансовыми рынками в 2006 году



Примечание. Данные по ВВП за 2007 году на настоящий момент (март 2008 года) по большинству стран не доступны.

Рассчитано по данным Мирового банка, Мировой федерации бирж, Росстата и ЦРФР.

Фондовый рынок играет относительно самостоятельную роль в экономике, обеспечивая ценообразование и поддержание ликвидности финансовых инструментов. Основная масса сделок на нем приходится на вторичный рынок, на котором происходит смена прав на ценные бумаги без привлечения инвестиций в компании. Это создает риски появления «мыльных пузырей», когда бурный рост цен финансовых активов не сопровождается адекватными изменениями в темпах роста инвестиций и экономики.

Расчеты за период 1961–2006 гг. показывают, что в большинстве стран, по которым доступна статистика за все 46 лет, среднегодовые темпы роста ВВП и фондовых индексов примерно совпадают (см. таблицу 8). Это выражается в близком к единице значении коэффициента «Прирост Индекса/Прирост ВВП» за период 1961–2006 гг.

Таблица 8. Сравнение среднегодовых темпов роста ВВП и фондовых индексов по ряду стран за период 1961-2006 гг.

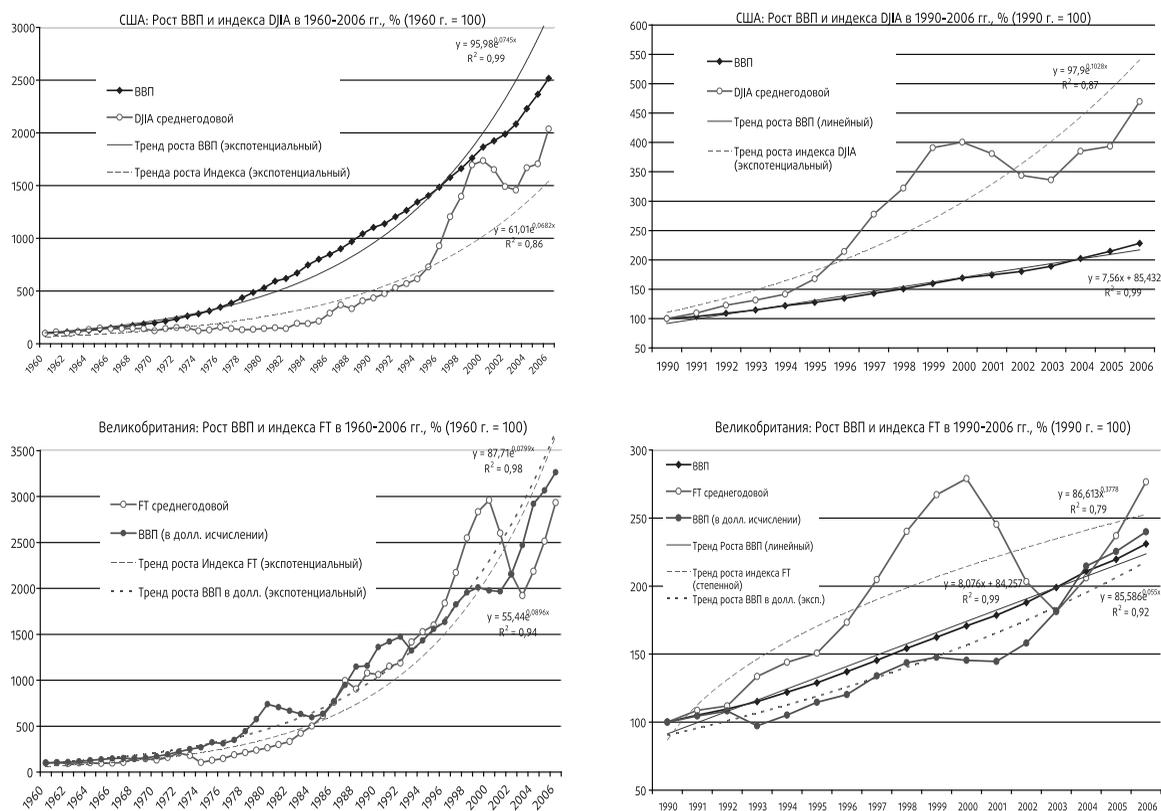
	Среднегодовые темпы роста, %					
	1961-1970	1971-1980	1981-1990	1991-2000	2001-2006	1961-2006
США						
ВВП в текущих ценах	7,05	10,40	7,63	5,40	5,13	7,29
Фондового индекса	2,43	2,34	12,68	15,20	3,21	7,52
Прирост Индекса/Прирост ВВП	0,34	0,23	1,66	2,81	0,63	1,03
Великобритания						
ВВП в текущих ценах	5,54	16,24	7,03	3,97	8,82	8,28
Фондового индекса	3,57	9,81	15,60	10,95	0,89	8,80
Прирост Индекса/Прирост ВВП	0,64	0,60	2,22	2,76	0,10	1,06
Япония						
ВВП в текущих ценах	16,47	12,81	6,12	1,37	0,17	8,01
Фондового индекса	6,04	12,55	17,65	-2,12	2,74	7,78
Прирост Индекса/Прирост ВВП	0,37	0,98	2,89	-1,55	16,59	0,97
Германия						
ВВП в текущих ценах	8,41	8,12	5,17	5,36	1,89	6,13
Фондового индекса	-0,18	0,82	14,39	11,28	-1,20	5,56
Прирост Индекса/Прирост ВВП	-0,02	0,10	2,78	2,10	-0,63	0,91
Франция						
ВВП в текущих ценах	10,37	13,90	8,81	3,44	3,59	8,41
Фондового индекса	1,29	4,17	18,73	13,79	0,21	8,29
Прирост Индекса/Прирост ВВП	0,12	0,30	2,13	4,01	0,06	0,99
Люксембург						
ВВП в текущих ценах	7,85	9,56	10,88	9,22	7,06	9,42*
Фондового индекса		18,17	10,93	17,62	11,12	14,83*
Прирост Индекса/Прирост ВВП		1,90	1,00	1,91	1,57	1,58
Индия						
ВВП в текущих ценах	10,38	12,28	15,46	14,00	11,18	12,83
Фондового индекса	1,39	4,58	24,31	21,73	24,23	14,47
Прирост Индекса/Прирост ВВП	0,13	0,37	1,57	1,55	2,17	1,13
Гонконг						
ВВП в текущих ценах	13,53	20,23	15,36	8,65	1,99	6,15**
Фондового индекса				20,33	2,38	13,60
Прирост Индекса/Прирост ВВП				2,35	1,20	2,21
Россия						
ВВП в текущих ценах				40,87***	24,08	31,71****
Фондового индекса				50,19***	44,56	47,12****
Прирост Индекса/Прирост ВВП				1,23	1,85	1,49
Китай						
ВВП в текущих ценах			15,58	18,17	13,62	14,44*****
Фондового индекса					19,89	19,89*****
Прирост Индекса/Прирост ВВП						1,38

* 1971–2006 гг.; ** 1991–2006 гг.; *** 1996–2000 гг.; **** 1996–2006 гг.; ***** 2002–2006 гг.

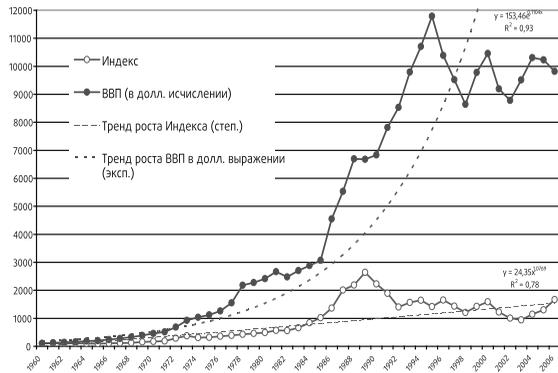
В течение 46-летнего периода на 1% прироста ВВП в текущих ценах в среднем за год в США приходился 1,03% прироста индекса DJIA, в Великобритании — 1,06% сводного индекса FT, в Японии — 0,97% прироста индекса NIKKEI225; в Германии — 0,91% прироста индекса, Франции — 0,99% прироста индекса и Индии — 1,13% прироста индекса.

Как показано на примере разных стран на рис.15, кривая роста номинального ВВП в долгосрочной перспективе играет роль «линии сопротивления», за которую кривая роста фондовых индексов выходит лишь во времена особенно бурного роста фондового рынка. Лишь у Люксембурга и Гонконга как признанных международных финансовых центров, где финансовые услуги составляют значительную часть экономики, рост фондовых индексов значительно опережает прирост ВВП. На 1% прироста ВВП в Люксембурге в течение 1971–2006 гг. приходился 1,58% прироста индекса, в Гонконге в 1991–2006 гг. — 2,21% прироста фондового индекса.

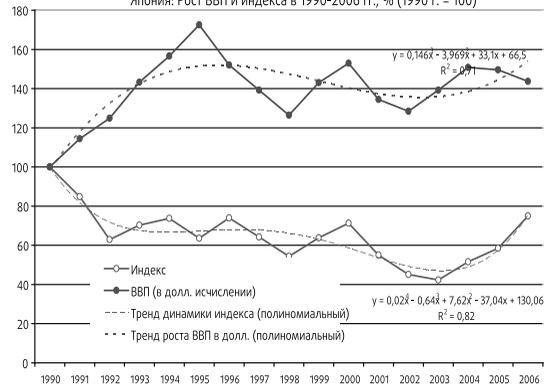
Рис. 15. Темпы роста ВВП и фондовых индексов в отдельных странах



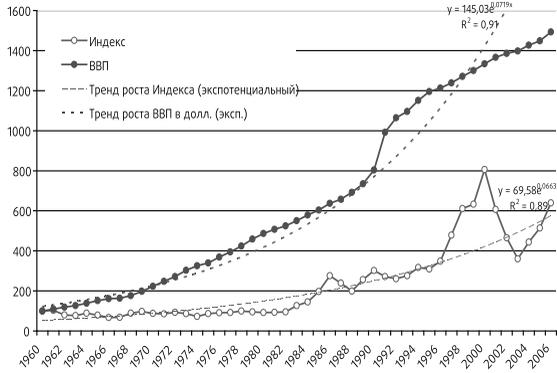
Япония: Рост ВВП и индекса в 1960-2006 гг., % (1960 г. = 100)



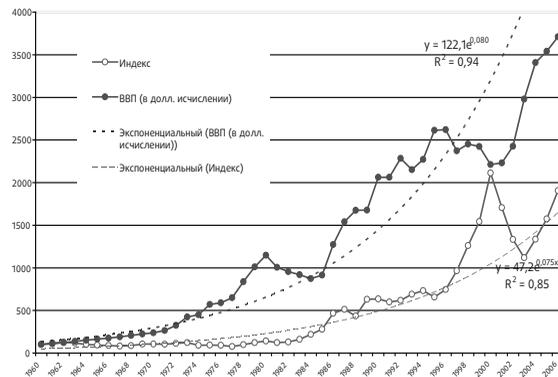
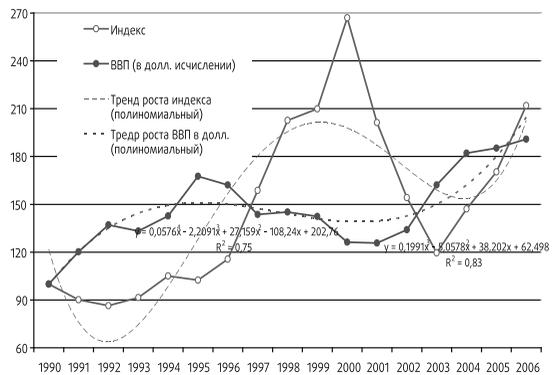
Япония: Рост ВВП и индекса в 1990-2006 гг., % (1990 г. = 100)



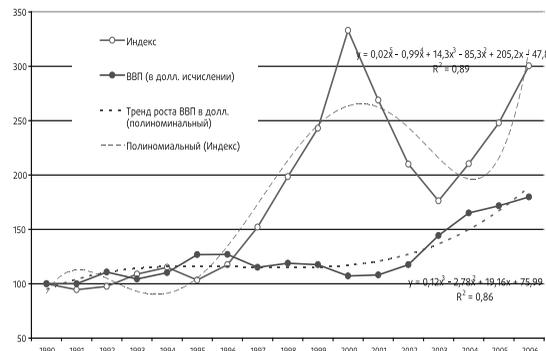
Германия: Рост ВВП и индекса в 1960-2006 гг., % (1960 г. = 100)

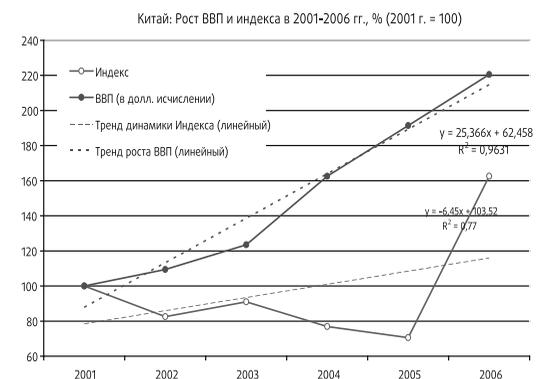
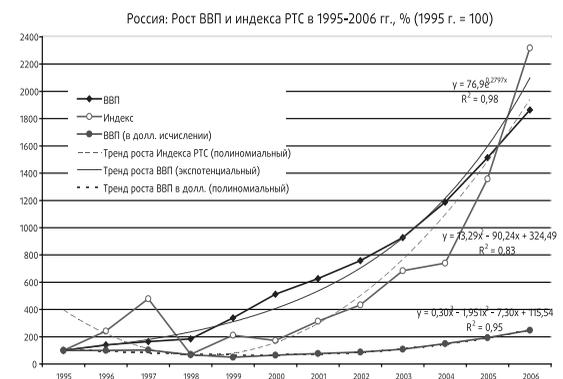
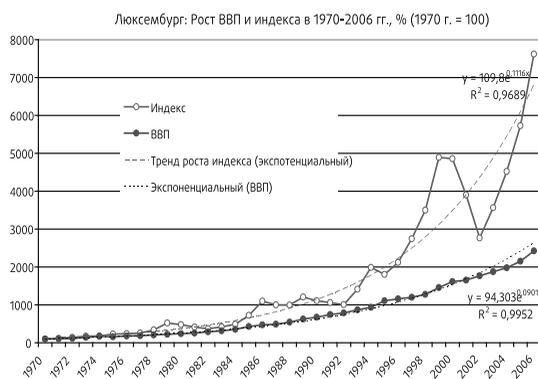
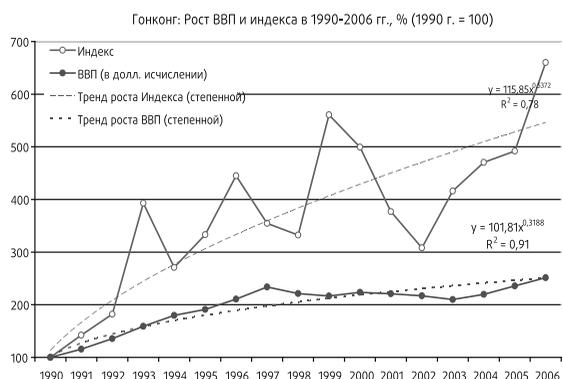
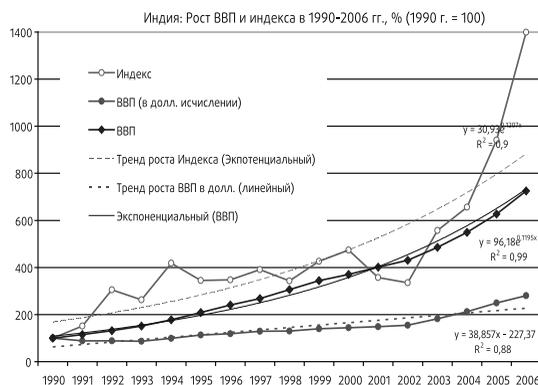
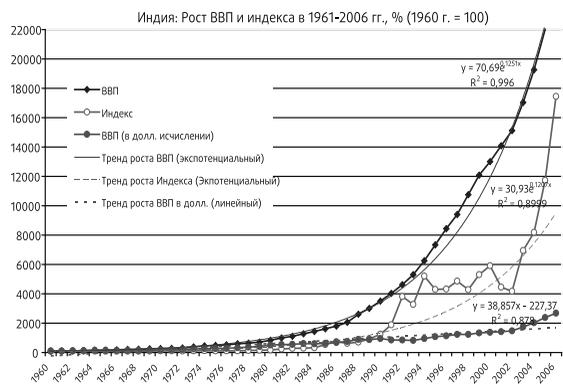


Германия: Рост ВВП и индекса в 1990-2006 гг., % (1990 г. = 100)



Франция: Рост ВВП и индекса в 1990-2006 гг., % (1990 г. = 100)





Источник: рассчитано по базам данных МВФ, ВБ, Всемирной федерации бирж и информационного ресурса www.globalfinancialdata.com

С 1990-х годов соотношение динамики роста ВВП и фондовых индексов претерпело существенное изменение. Для большинства стран с динамично развивающейся экономикой стал характерен опережающий рост фондовых индексов по сравнению с ростом ВВП, что, с одной стороны, свидетельствует об усилении роли фондовых рынков в поддержании экономического роста, с другой — об определенных симптомах перегрева ряда рынков капитала в условиях повышенной денежной ликвидности. Особенно заметны данные явления в странах с формирующимся фондовым рынком — Индии и России. Ярким исключением из данных правил является материковый Китай, где высокие темпы роста ВВП обеспечивались в условиях умеренной динамики внутреннего фондового индекса. Данный феномен объясняется тем, что основным

генератором роста экономики в этой стране за последние годы являлись кредитные ресурсы крупных государственных банков и прямые иностранные инвестиции, а привлечение ресурсов на рынке акций осуществлялось в значительной мере посредством иностранных рынков (в первую очередь Гонконга).

Из приведенных в таблице 7 и на рисунке 15 стран Россия выделяется более ярко выраженным опережением темпов роста фондового индекса (в данном случае использован индекс РТС) над темпами роста ВВП. По данным за период 2001–2006 гг. 1% прироста ВВП России сопровождался 1,85% прироста фондового индекса. Это выше, чем на развитых рынках капиталов, в Китае и Гонконге, но ниже, чем в Индии. По итогам 2006 г. рост индекса в России за 11-летний период впервые после предкризисных 1996–1997 гг. опередил рост номинального ВВП в рублевом выражении.

Информация о динамике ВВП и капитализации по более широкой группе стран с развитыми и развивающимися рынками (40 стран) приведена в Приложении 1.

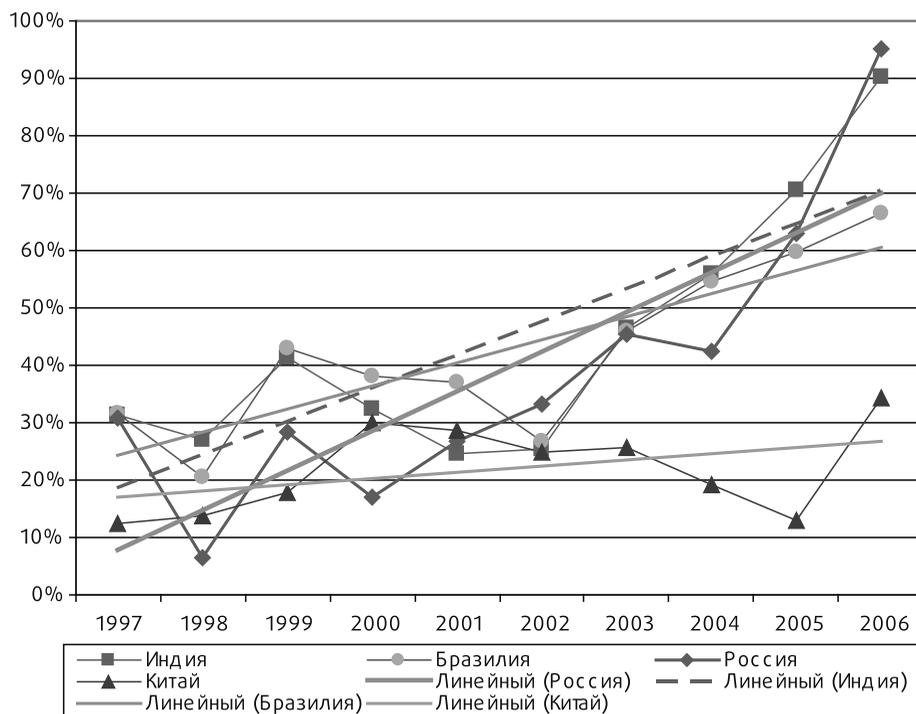
За последние 10 лет 1% прироста ВВП обеспечивался приростом капитализации в среднем по миру в размере 3,2%. При этом по данному критерию страны с развитым рынком капитала не имели каких-либо очевидных преимуществ по сравнению с государствами с формирующимся фондовым рынком. Показатель прироста капитализации на 1% прироста ВВП составил: в США — 2,4%, Канаде — 2,6%, Великобритании — 1,4%, Франции — 3,4%, Германии — 4,1%, Италии — 3,2%, Нидерландах — 1,6%, Испании — 2,0%, Швейцарии — 4,1%, Австралии — 1,0%, Гонконге — 6,0%, Республике Корея — 5,1%. Из развивающихся рынков ценных бумаг данный показатель составлял в Индии — 2,4%, Китае — 2,8%, Бразилии — 2,7%, Чили — 1,1%, Мексике — 1,7%, Чехии — 2,7%, Венгрии — 4,4%, Ирландии — 1,5%, Турции — 3,6%, Южной Африке — 2,1%. На фоне перечисленных стран явно выделяются Аргентина, Румыния и Россия, по рынкам этих стран на 1% прироста ВВП приходилось соответственно 49,3; 11,6 и 9,0% прироста капитализации.

Поскольку между динамикой роста капитализации и фондовых индексов существует тесная связь (коэффициент корреляции между двумя показателями в среднем по странам составляет 0,84), картина соотношения роста ВВП и фондовых индексов мало отличается от рассмотренного выше соотношения капитализации и ВВП. За рассматриваемый период в среднем по миру на 1% прироста ВВП приходится 2,3% прироста индексов. В России данный показатель составляет около 6,3%, уступая лишь данным по Аргентине (62,1%) и Турции (8,6%). По темпам роста капитализации российский рынок акций за прошедшие годы рос в три раза быстрее среднемировых показателей.

Создание «идеального» фондового рынка в России должно предусматривать формирование более тесной долгосрочной связи темпов роста капитализации и ВВП, соответствующей среднемировому уровню, то есть 2–3% годового прироста капитализации на 1% прироста ВВП. Это означает трехкратное сокращение сложившегося на российском фондовом рынке разрыва между темпами роста капитализации и ВВП, когда за прошедшие 10 лет процент роста ВВП обеспечивался 9% роста капитализации.

В течение 1997–2006 гг. соотношение капитализации и ВВП в России росло быстрее, чем в странах, являющихся основными конкурентами России на мировом рынке капиталов, — Бразилии, Индии, Китая. Об этом свидетельствует более высокий угол наклона российского тренда по сравнению с трендами Бразилии, Индии и Китая (см. рис. 16). Данное обстоятельство особенно ценно тем, что более высокая динамика роста роли фондового рынка в экономике России проявляется на данном временном отрезке, несмотря на более глубокое падение российского фондового рынка, зафиксированное в период кризиса 1997–1998 гг.

Рис. 16. Динамика соотношения капитализации и ВВП на развивающихся рынках, 1997–2006 гг.



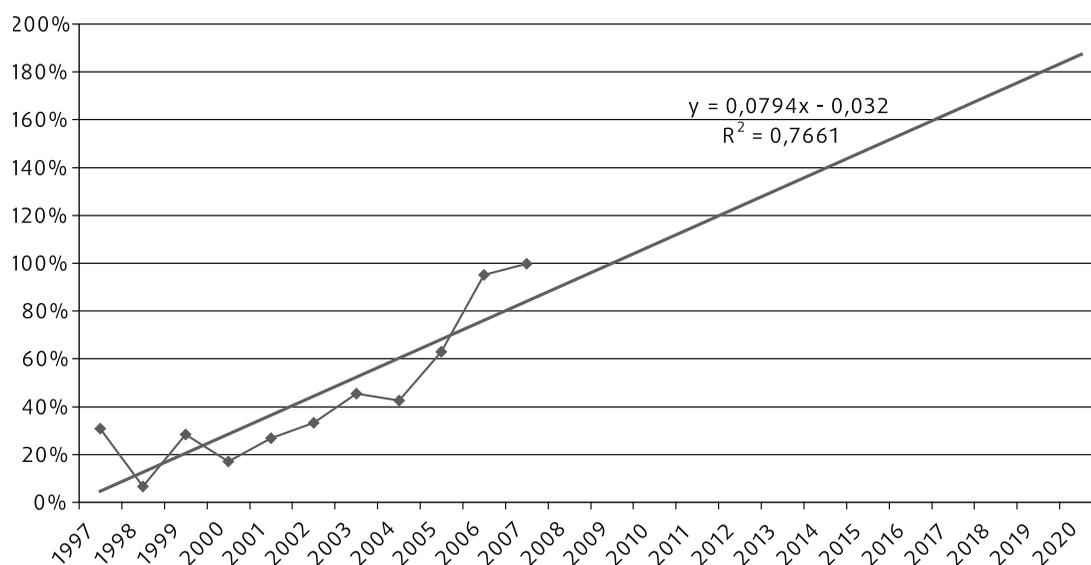
Рассчитано по данным WFE. Данные по России основаны на расчетах ЦРФР.

Линейный тренд российского соотношения капитализации и ВВП обладает достаточно высоким качеством объясняемости (R -квадрат 0,69). Поэтому его можно успешно использовать для инерционного прогнозирования данного соотношения. Инерционное продление тренда данного показателя показывает, что к 2020 году можно ожидать выхода указанного соотношения на уровень 190% (см. рис. 17).

Следует подчеркнуть, что на изменение угла наклона прогнозного тренда исключительно большое влияние оказали результаты 2006 года. Поэтому следует отдельно проанализировать причины той исключительно позитивной динамики рынка, которую мы наблюдали в 2006 году. Они во многом связаны с общим ростом мирового рынка капитала и в этой части не ведут к повышению доли России на мировом рынке, а следовательно, не ведут к достижению целей, сформулированных не в стоимостном выражении, а на качественном уровне. Вместе с тем в 2006–2007 гг. российский рынок значительно усилился в сравнении с подавляющим большинством развивающихся и развитых рынков (а именно об этом говорит значительный рост его доли в мировом фондовом рынке по показателю капитализации), что однозначно свидетельствует о заметном росте его конкурентоспособности.

Более высокое соотношение капитализации и ВВП в странах с развивающимися финансовыми рынками в настоящее время свойственно так называемым «волатильным пузырям». Поэтому для достижения идеальной модели фондового рынка России не требуется дальнейшего ускорения темпов роста соотношения капитализации и ВВП.

Рис. 16. Динамика соотношения капитализации и ВВП в России, инерционный прогноз



Это означает, что цель оптимальной государственной политики на фондовом рынке можно сформулировать также в следующем виде: сохранить существующий в течение последних 11 лет темп опережения роста емкости рынка акций по сравнению с экономикой в целом. Несмотря на кажущуюся простоту решения этой задачи, тем не менее ее выполнение достаточно трудно. Такая цель предполагает сохранить относительную динамику фондового рынка, характерную для начального этапа формирования рыночной экономики в целом и национального рынка капитала, в частности, на более поздних и, соответственно, более зрелых этапах развития экономики и фондового рынка.

1.4. Соотношение объема привлеченного на рынке акций капитала к объему инвестиций в основной капитал

В идеальных условиях фондовый рынок тесно связан с экономическим ростом через «принцип акселератора». Его суть заключается в том, что рост фондового рынка задается ростом объемов производства и ВВП. В то же время рост рыночной стоимости акций и капитализации позволяет компаниям привлекать дополнительные средства в виде эмиссии ценных бумаг и банковских кредитов. Если полученные средства становятся реальными инвестициями, то есть направляются на приобретение основных средств и пополнение оборотного капитала, то это обеспечивает дополнительный рост объемов производства и ВВП.

Обращая внимание на связь объема выпуска и инвестиций, лауреат Нобелевской премии П. Самуэльсон отмечал, что экономисты используют термин «инвестиции» или «реальные инвестиции» по отношению к вложению денег в дополнительные запасы капитала: оборудования, зданий, сооружений, товарно-материальных запасов; при этом инвестиции осуществляются только тогда, когда создается реальный капитал²³. Применительно к фондовому рынку это означает, что если средства, полученные от IPO или размещения долговых инструментов, направляются на рефинансирование долгов, скупку активов у их владельцев или на приобретение финансовых инструментов, это не ведет к росту реального капитала и, соответственно, не оказывает прямого воздействия на объем выпускаемой продукции и оказываемых услуг. Таким образом, результативность влияния фондового рынка на темпы экономического роста зависит не только от того, насколько активно компании выпускают ценные бумаги и проводят IPO, но и от эффективности использования привлеченных ресурсов и их трансформации в реальный капитал. Как уже

отмечалось (см. Введение, стр. 12), в условиях развивающихся финансовых рынков особое значение имеет такая макроэкономическая функция фондового рынка, как трансформация сбережений в инвестиции. Поэтому для современной российской ситуации особенно важна трансформация привлеченных на фондовом рынке инвестиций в реальный капитал (в основной капитал).

В России на внутреннем рынке только в последние годы началось привлечение нового капитала предприятиями посредством размещения акций (ИПО). Поэтому на сегодняшний день ИПО в России пока не играют заметной роли в финансировании инвестиций в основной капитал, равно как и в финансировании финансовых вложений (осуществляемых, как правило, при слияниях и поглощениях). В 2004 году совокупный объем капитала, привлеченного компаниями-эмитентами посредством ИПО на внутреннем рынке, составил 9,5 млрд рублей (331 млн долл.), в 2005 году — 6,1 млрд рублей (223 млн долл.), в 2006 году — 41,9 млрд рублей (1555 млн долл.). Объем нового капитала, полученного российскими корпорациями в результате ИПО, проведенных на внешних рынках, существенно выше: 233 млн долл. в 2004 году, 2,5 млрд долл. в 2005 году, 4,5 млрд долл. в 2006 году²⁴.

С середины 2006 года в результате либерализации регулирования процессов ИПО большинство ИПО российских компаний стали проводиться параллельно на внутреннем и внешнем рынках. В связи с этим четкое разделение привлеченных средств одновременно по двум критериям — по конечному получателю средств (акционеры или компания-эмитент) и по источнику привлечения (внутренний или внешний рынок) стало затруднительным. Поэтому нельзя дать обоснованную оценку объема инвестиций, которая привлечена компаниями-эмитентами в 2007 году в ходе ИПО. Однако, учитывая, что в 2007 году проявилась тенденция резкого увеличения доли компании-эмитента в совокупном объеме капитала, привлекаемого в ходе ИПО, совокупный объем привлечения капитала на внутреннем рынке является достаточно хорошей косвенной оценкой объема средств, привлеченных компанией-эмитентом на внутреннем рынке.

Следует остановиться на ряде замечаний методологического характера, связанных с выбранным порядком оценки объема капитала, привлекаемого в ходе ИПО.

Первое замечание касается разбиения суммарного объема сделок, заключенных в ходе публичного предложения акций инвесторам, в рамках которого объединяются пакеты акций, составляющие дополнительный выпуск акций, и пакеты акций, принадлежащие уже существующим акционерам, которые в ходе такого публичного предложения намереваются их продать. Здесь и далее в настоящем параграфе мы без специальной оговорки не учитываем тот объем капитала, который был получен продающими акционерами в ходе публичных предложений акций российских корпораций на внутреннем и внешнем рынках. Одновременная продажа акций как самой компанией-эмитентом, так и ее акционерами принадлежащих им акций, — распространенная мировая практика структуризации сделок в процессе ИПО. В то же время необходимо отметить, что при проведении ИПО российскими компаниями доля продаж акций продающими акционерами в общем объеме размещения акций бывает слишком велика, а в отдельных случаях то, что называется ИПО, в действительности на 100% состоит из продаж акций существующими акционерами. Поэтому для корректности расчета соотношения объема привлеченного капитала и объема инвестиций в основной капитал в объеме привлеченного капитала мы учитываем только капитал, поступающий в распоряжение компании-эмитента, и не учитываем капитал, поступающий в распоряжение продающих акционеров. Данное правило не распространяется на те случаи, когда акционер продает принадлежащие ему акции на открытом рынке, а затем выкупает на себя объем новой эмиссии. В этом случае мы в качестве привлеченного капитала учитываем объем продажи акций продающим акционером (в части, не превосходящей объем выкупленной им новой эмиссии).

По нашим оценкам, в 2006 году в ходе публичных предложений акций на внутреннем рынке объем продаж акций продающими акционерами составил 118,8 млрд рублей (4,4 млрд долл.). Суммарно объем сделок в ходе публичных предложений акций на внутреннем рынке, продавцами по которым выступали как компании-эмитенты, так и продающие акционеры, в 2006 году составил 160,7 млрд рублей (почти 6 млрд долл.).

Совокупный объем капитала, привлеченного в ходе ИПО на внутреннем рынке эмитентами и их акционерами, составил в 2007 году 452 млрд рублей (17,7 млрд долл.)²⁵. Совокупный объем капитала, привлеченного в ходе ИПО на внешних рынках эмитентами и их акционерами российских компаний, составил: в 2006 году 10,6 млрд долл.; в 2007 году 11,7 млрд долл.²⁶.

Таким образом, совокупный объем капитала, привлеченного в ходе IPO на внутреннем и внешних рынках (как компаниями-эмитентами, так и их акционерами), составил: в 2006 году 16,6 млрд долл.; в 2007 году 29,4 млрд долл.²⁷

Второе замечание касается трактовки публичного предложения. Мы не учитываем ряд размещений акций, осуществленных в рамках ограниченного круга инвесторов, когда эмитент акций и организатор размещения не обращаются к широкой публике. Эта проблема характерна преимущественно для предложений на внутреннем рынке, так как осуществить частное размещение на внешних рынках пока еще весьма затруднительно. Грань между публичным (не по юридической форме, а по экономическому содержанию) и частным (опять-таки по содержанию) размещением весьма тонка, и различные эксперты по разному трактуют те или иные состоявшиеся размещения акций. У российских инвестиционных банков уже появилась тенденция все состоявшиеся с их участием размещения акций относить к IPO, а к размещениям с участием своих конкурентов применять более строгие критерии вычленения публичных и непубличных предложений акций. Обращение к широкой публике связано с необходимостью раскрыть информацию об эмитенте и об условиях размещения его акций. Поэтому прозрачность размещения акций является своеобразной «лакмусовой бумажкой» по-настоящему публичного предложения. В данной работе мы делим все предложения акций на публичные и непубличные в соответствии со своими экспертными оценками, которые в значительной мере зависят от прозрачности того или иного процесса размещения акций.

В 2007 году в массовом порядке появилась новая форма привлечения капитала на рынке акций — продажа стратегическому инвестору посредством открытой подписки. В данном случае имеет место конфликт между юридической формой (открытая подписка, т.е. формально не ограниченное предложение) и экономическим содержанием — продажа всего (или большей части) размещаемого пакета одному (стратегическому) инвестору. Почти все такие случаи пришлось на компании электроэнергетики. Совокупный объем капитала, привлеченного таким образом, составил в 2007 году 8,9 млрд долл.²⁸

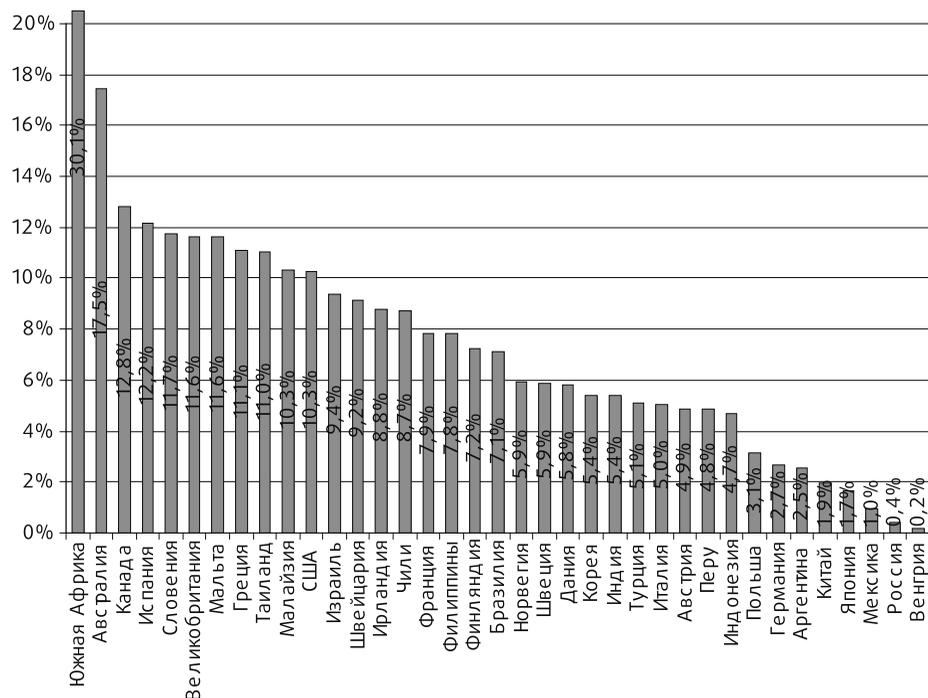
Третье замечание касается учета IPO акций и депозитарных расписок компаний, не являющихся резидентами Российской Федерации, но активы которых, по мнению участников рынка, являются преимущественно или полностью российскими. Мы не учитываем размещения акций таких компаний в общем объеме IPO, так как невозможно корректно определить национальную принадлежность активов, которыми владеет некая компания, являющаяся резидентом определенного государства. Еще более сложная ситуация возникает в том случае, когда в состав активов такой компании входят активы, реально функционирующие в разных национальных юрисдикциях. Поэтому в наших оценках мы такие компании и проводимые ими IPO не учитываем.

Для справки: в 2007 году компаниями, не являющимися резидентами Российской Федерации, но активы которых являются российскими, привлечено 3,3 млрд долл. в ходе IPO, из которых 2,9 млрд долл. поступили в распоряжение самих компаний²⁹.

В 2006 и особенно в 2007 году Россия сделала резкий рывок, приблизившись к среднемировым значениям соотношения объема привлеченного капитала и инвестиций в основной капитал.

Во многих странах мира привлечение капитала на внутреннем фондовом рынке посредством размещения акций играет весьма заметную роль в национальном инвестиционном процессе (см. рис. 18).

Рис. 18. Соотношение объема чистого привлеченного капитала на национальных биржах и валовых инвестиций в основной капитал, средневзвешенное за 1995–2006 гг.



Примечания.

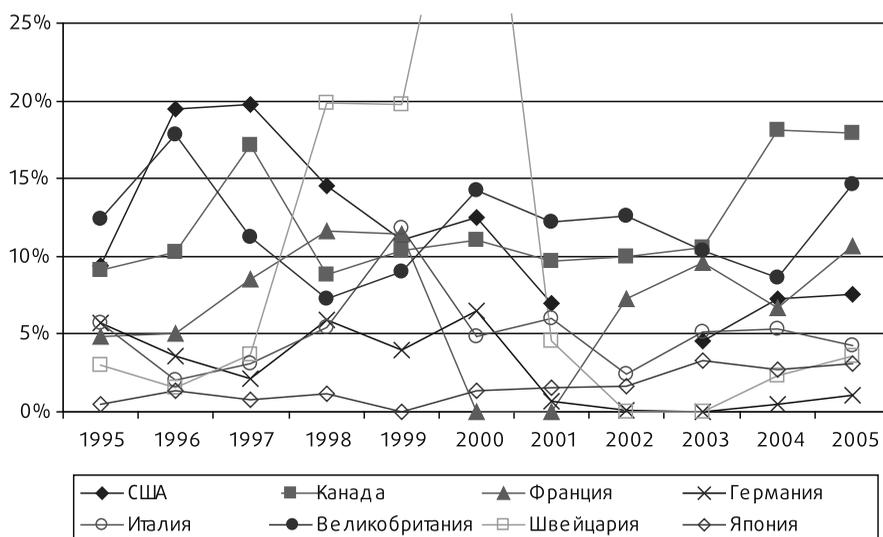
1) По Индии соотношение рассчитано за период 2001–2003 гг. По Китаю — за период 2001–2003 гг. и 2006 г. По Австралии, Канаде, Испании, Великобритании, Мальте, Греции, США, Израилю, Швейцарии, Ирландии, Чили, Франции, Финляндии, Норвегии, Швеции, Дании, Италии, Австрии, Перу, Германии, Японии — за период 1995–2005 гг. По России — за период 2002–2006 гг.

2) При расчете соотношения за 2006 год в качестве оценки валовых инвестиций в основной капитал использованы значения валовых инвестиций в основной и оборотный капитал.

Источник: Мировая федерация бирж. По России данные взяты из статьи А. Яковлев, Ю. Данилов. Российская корпорация на 20-летнем горизонте: структура собственности, роль государства и корпоративное финансирование//Российский журнал менеджмента. 2007. № 1.

Известно, что активность IPO в странах с развитыми финансовыми рынками достаточно жестко зависит от фазы экономического цикла. В отдельные годы соотношение между чистым привлеченным капиталом и валовым финансированием формирования основного капитала в этих странах увеличивается до 20%, а в другие годы падает до 0 (см. рис. 19).

Рис. 19. Соотношение капитала, привлеченного посредством IPO на национальных биржах, и объема инвестиций в основной капитал



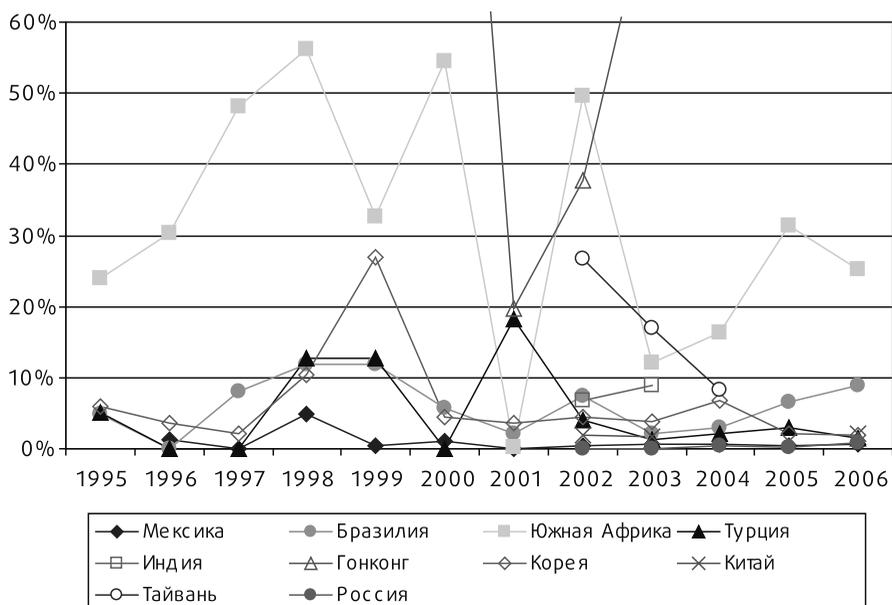
Примечание. Данные за 2006 год по семи из восьми стран не могут быть рассчитаны по причине отсутствия информации о величине объема инвестиций в основной капитал (а также о величине объема валовых инвестиций в основной и оборотный капитал).

Источник: Мировая федерация бирж.

Именно поэтому в дальнейшем анализе мы будем использовать средние значения данного соотношения за ряд лет, в течение которых национальная экономика проходит разные фазы экономического цикла.

На крупнейших развивающихся рынках, как правило, данное соотношение находится на более низком уровне, чем на развитых рынках (см. рис. 20). В то же время существуют исключения из правил, обусловленные особенностями того или иного национального рынка. Так, в Южной Африке данное соотношение находится на традиционно высоком уровне. Причина этого — в традиционно высоком уровне национальной капитализации, чем активно пользуются национальные компании при привлечении внешнего финансирования — в структуре их источников капитала доля долевого финансирования весьма высока. Южная Африка является безусловным мировым лидером не только среди развивающихся, но и развитых рынков по интенсивности процессов IPO и их важности в инвестиционных процессах в экономике. Поэтому опыт Южной Африки в этой области необходимо учитывать при построении идеальной модели фондового рынка в России.

Рис. 20. Динамика соотношения чистого привлеченного капитала посредством IPO на национальных биржах и валовых инвестиций в основной капитал на крупнейших развивающихся рынках



Примечание. При расчете соотношения за 2006 год в качестве оценки валовых инвестиций в основной капитал использованы значения валовых инвестиций в основной и оборотный капитал. Рассчитано по данным WFE. Соотношения 2006 года рассчитаны с использованием данных МВФ.

И высокий уровень национальной капитализации, и высокая активность процессов IPO в Южной Африке в значительной мере обусловлены наличием в этой стране нескольких корпораций, которые можно отнести к транснациональным. Такие корпорации объективно имеют более высокую заинтересованность в привлечении инвестиций за счет всех источников, в том числе за счет размещения новых выпусков акций. Они изначально обладают высоким уровнем прозрачности, стремятся следовать самым высоким мировым стандартам в области корпоративного управления, финансового учета и отчетности, аудита. Кроме того, такие корпорации постоянно заинтересованы в росте своей капитализации. Все это в совокупности ведет к высокой активности таких корпораций на рынке IPO.

Россия в данной области имеет чрезвычайно большой нереализованный потенциал роста (собственно объема IPO и, как следствие, национальной капитализации). Многие российские корпорации в настоящее время уже являются по своей природе транснациональными, либо превращаются в транснациональные корпорации, либо неизбежно будут двигаться в данном направлении в ближайшем будущем. Однако пока еще лишь некоторые из них реализовали проекты IPO³⁰. Многие из российских транснациональных корпораций присутствуют на рынке акций в качестве эмитентов, их акции имеют ликвидный рынок. Но выход на рынок акций в целях привлечения инвестиций стоит на повестке дня лишь ограниченного количества таких компаний. Поэтому масштабный рост объемов IPO в России сможет начаться только после того, как эти корпорации обратят внимание на возможности рынка акций как источника инвестиций, источника дополнительного роста капитализации.

Причин неактивного поведения российских транснациональных корпораций на рынке акций несколько. Главная из них — достаточность финансовых ресурсов, находящихся в их распоряжении в настоящее время, являющаяся следствием благоприятной внешнеэкономической конъюнктуры. В условиях слабой финансовой культуры менеджмента этих корпораций, не рассматривающего другие цели проведения IPO, кроме цели привлечения финансовых ресурсов, рынок IPO для этих корпораций объективно неинтересен. Вторая причина — бюрократизированность процессов принятия решения в этих корпо-

рациях как следствие наличия определенного запаса конкурентоспособности в глобальной конкуренции в условиях благоприятной внешнеэкономической конъюнктуры. Третья причина, становящаяся все более актуальной, — растущая доля государства в капитале транснациональных корпораций, зарегистрированных в России. При решении вопроса о выпуске новых эмиссий акций государство объективно выступает тормозом такого процесса, так как заинтересовано в сохранении контрольного (или иного крупного) пакета и не заинтересовано в финансировании покупки части новой эмиссии.

Между тем реализация проекта IPO могла бы стать для большинства российских корпораций наиболее эффективным способом решения стоящих перед ними проблем развития. Наиболее яркий пример в данном случае, пожалуй, Газпром, столкнувшийся с пределами возможности привлечения долговых ресурсов и, следовательно, объективно заинтересованный в увеличении собственного капитала.

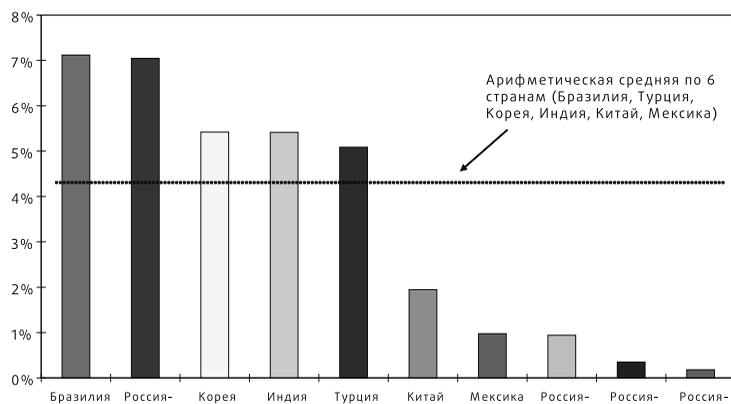
Высокий уровень значений данного показателя в Тайване и Гонконге в определенной мере обусловлен «фактором Китая». Фондовые рынки этих стран, китайских по языку и культуре, активно используют акции компаний материкового Китая и акции их дочерних компаний, зарегистрированных в этих странах. Кроме того, лидерство Гонконга в неменьшей степени обусловлено фактором существования в этой стране крупного финансового центра, концентрация финансовых ресурсов в рамках которого делает IPO наиболее эффективным способом привлечения капитала для местных компаний среди всех форм привлечения внешнего финансирования. Значительную роль в формировании высокого уровня IPO в Гонконге играет регулирование, устанавливающее более высокие, чем в других странах, минимально необходимые уровни доли акций в свободном обращении.

Наблюдаемый в настоящее время опыт успешных размещений акций китайских компаний на бирже Гонконга и их дочерних компаний, зарегистрированных в Гонконге, может дополнительно стимулировать и крупные российские компании к реализации проектов IPO. Этот опыт особенно интересен для двух групп потенциальных российских эмитентов:

- корпораций с крупным или преобладающим участием государства в капитале;
- кредитных организаций.

Однако этот опыт вряд ли будет активно использован в России в ближайшие годы, так как для корпораций первой группы, как отмечалось выше, само участие государства в капитале является тормозом для процессов IPO, а для кредитных организаций существуют значительные барьеры регулятивного характера. Поэтому для большинства российских корпораций может быть более интересен опыт других стран с развивающимися финансовыми рынками, а в качестве ориентира объемов IPO следует использовать показатели оставшихся шести стран с крупными развивающимися рынками. На рис. 21 видно, что Россия в 2007 году сделала впечатляющий рывок по соотношению капитала, привлеченного посредством IPO на внутренних рынках, и валовых инвестиций в основной капитал. Долгое время Россия значительно отставала по данному показателю, по крайней мере, от четырех из шести этих стран, в несколько раз.

Рис. 21. Средневзвешенное соотношение чистого привлеченного капитала и валовых инвестиций в основной капитал за период 1995–2006 гг.



Примечания.

Соотношение по Индии рассчитано по данным за период 1995–2003 гг. По Китаю — за период 2001–2003 гг. и 2006 год.

Соотношение по России за 2007 год приведено с учетом средств, поступивших в процессе IPO в распоряжение акционеров.

При расчете соотношения за 2006 год по Бразилии, Корею, Турцию, Китаю и Мексике в качестве оценки валовых инвестиций в основной капитал использованы значения валовых инвестиций в основной и оборотный капитал.

Рассчитано по данным WFE. Показатели по России рассчитаны по данным Росстата и Центра развития фондового рынка. Соотношения 2006 года по прочим странам рассчитаны с использованием данных МВФ.

Однако для того чтобы на равных конкурировать с другими странами на мировом финансовом рынке, нужно закрепить выход на этот уровень, а затем идти дальше. При создании в России идеальной модели фондового рынка соотношение между объемом привлеченного капитала и объемом инвестиций в основной капитал должно находиться примерно на уровне 11%. Примерно такой же уровень данного соотношения характерен для второй группы лидеров среди развивающихся рынков (Таиланд, Малайзия) и для стран с крупнейшими фондовыми рынками с наиболее активными сегментами IPO (Великобритания, США, Швейцария, Канада).

Объем инвестиций в основной капитал в 2007 году в России составил 6,4 трлн рублей (251 млрд долл.). Следовательно, в ценах 2007 года при существовании идеальной модели фондового рынка в России российские предприятия посредством внутреннего рынка акций могли бы привлекать к 2020 году в среднем за год 27,6 млрд долларов. Перевод данной цифры в текущие цены 2020 затруднен по причине низкого качества прогноза двух важнейших коэффициентов данного перевода — курса рубля к доллару и темпов изменения цен на продукцию инвестиционного назначения³¹.

Расчет целевого значения показателя объема капитала, привлекаемого российскими предприятиями на внутреннем рынке акций посредством публичных размещений акций, может быть осуществлен следующим образом. Мы предполагаем, что до 2020 года сохранится тренд роста соотношения инвестиций в основной капитал и ВВП, характерный для периода 1999–2007 гг. В этом случае указанное соотношение к 2020 году достигнет 23%. Используя прогноз валового внутреннего продукта, который нами ранее был использован при расчете прогнозного значения соотношения капитализации и ВВП 2020 года, мы получаем, что объем капитала, привлекаемого российскими предприятиями на внутреннем рынке акций посредством публичных размещений акций, в 2020 году должен составить 2 трлн рублей. Эта величина в 5,3 раза больше объема инвестиций, привлеченных российскими эмитентами на внутреннем рынке в

2007 году (375 млрд рублей) и в 48 раз больше объема инвестиций, привлеченных российскими эмитентами на внутреннем рынке в 2006 году (42 млрд рублей).

Перевод данной оценки в долларовую дает следующий разброс: при курсе доллара к рублю в размере 21 рубля за доллар целевое значение показателя объема IPO на внутренних рынках в 2020 году в ценах 2020 года, выраженное в долларах, составит 96 млрд долларов. При курсе доллара к рублю в размере 26 рублей за доллар целевое значение показателя объема IPO на внутренних рынках в 2020 году в ценах 2020 года, выраженное в долларах, составит 77 млрд долларов.

Объем IPO в ценах 2007 года на уровне 27,6 млрд долл. — это величина, превосходящая среднегодовой (за период 2001 — 2005 гг.) объем IPO, осуществленный корпорациями на своих национальных рынках, всех стран с развивающимися финансовыми рынками, включая такие страны, как Китай, Индия, Южная Корея, Южная Африка и Гонконг.

Для достижения этого уровня необходимо изменение двух основных факторов, определяющих объем IPO на внутреннем рынке:

- увеличение объема спроса на инструменты фондового рынка, в том числе спроса на первичном рынке;
- снижение транзакционных издержек эмитентов при проведении IPO на внутреннем рынке.

Для существенного изменения этих двух факторов потребуется программа мер, которая будет рассмотрена в третьей части настоящей работы.

1.5. P/E Ratio России и других стран

Показатель P/E Ratio выступает в качестве наиболее активно используемого показателя при проведении анализа инвестиционной привлекательности акций в части выявления наиболее недооцененных акций. На уровне национальных рынков данный показатель соответствует такому макроэкономическому показателю, как соотношение капитализации и чистой прибыли всех национальных публичных компаний, акции которых имеют вторичный рынок.

Вместе с тем он эффективно используется и в качестве интегрального показателя конкурентоспособности национального фондового рынка, так как, являясь показателем оцененности акций национальных корпораций со стороны рынка, учитывает все параметры инвестиционного риска всех видов, характерного для акций национальных компаний.

В 2005 году произошло знаменательное событие: соотношение P/E России (по оценкам Morgan Stanley Capital International) впервые стало выше среднего соотношения по всем развивающимся рынкам. В 2006 году отрыв России от других развивающихся рынков по данному показателю сначала увеличивался, но во второй половине года он устойчиво сокращался и к концу года был практически ликвидирован.

В сравнении с большинством крупных развивающихся рынков Россия уже не выглядит сильно недооцененным рынком, как это было в 2000–2002 гг. Напротив, российские акции, в соответствии с данными Morgan Stanley Capital International, ценятся выше акций многих других стран с крупными развивающимися рынками (см. таблицу 9).

Таблица 9. P/E Ratio России и развивающихся рынков, 1999–2006 гг.

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Россия	-126,43	5,69	5,03	7,33	11,13	8,19	15,78	15,76
Развивающиеся рынки всего мира	27,17	14,85	13,99	13,95	15,03	12,15	14,98	15,69
Развивающиеся рынки Европы и Среднего Востока	37,25	14,05	13,1	16,27	14,65	12,64	17,06	15,2
Гонконг	30,81	7,64	20,47	14,91	20,00	19,9	16,39	19,14
Индия	22,84	15,61	13,84	13,56	18,96	17,65	20,17	22,92
Мексика	14,64	13,78	14,23	14,07	15,7	15,02	17,09	17,34
Китай	14,97	40,6	14,09	12,14	17,11	13,83	12,16	20,96
Бразилия	18,64	12,83	8,49	11,23	10,34	10,8	12,39	12,83
Корея	23,24	8,12	15,23	11,44	13,93	8,24	12,28	11,85

Источник: Morgan Stanley Capital International.

В то же время необходимо отметить, что существуют иные оценки уровней данного соотношения. Первая из них основана на данных фондовых бирж и раскрывается Мировой федерацией бирж. Вторая рассчитывается компанией Standard&Poor's (см. таблицу 10). Эти оценки достаточно близки друг к другу. Они являются в определенной мере альтернативными по отношению к оценкам Morgan Stanley Capital International.

Таблица 10. P/E Ratio России и развивающихся рынков, 2000–2007 гг. (по оценкам Standard&Poor's)

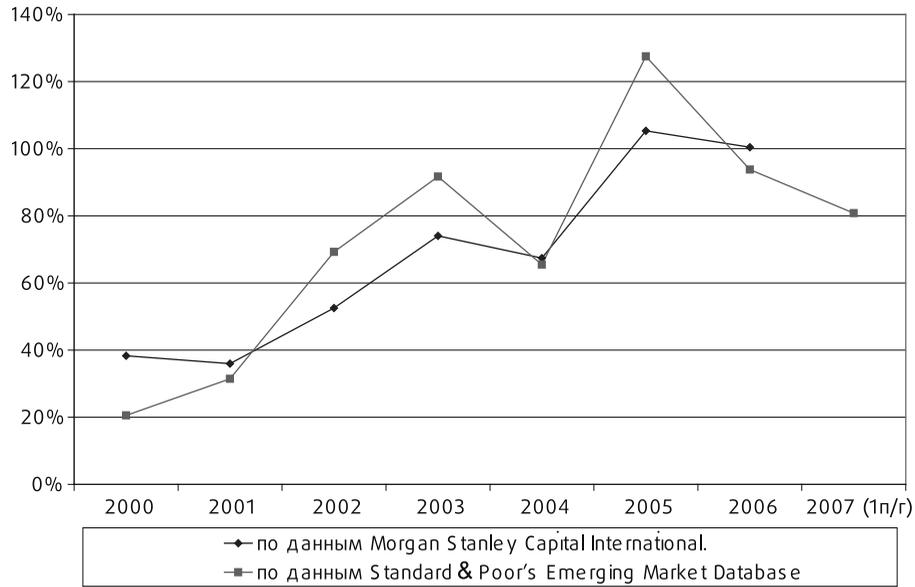
Страна	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Развитые рынки	30,6	20,1	17,6	41,5	21,7	18,6	17,3	Н.д.
США	28,0	23,2	20,3	24,8	22,4	20,1	20,5	Н.д.
Канада	23,6	18,2	23,6	23,5	21,4	22,1	19,9	Н.д.
Италия	29,3	18,5	19,3	127,5	24,2	19,1	15,9	Н.д.
Франция	32,4	18,8	23,3	36,2	24,7	16,3	15,1	Н.д.
Великобритания	23,1	18,7	21,7	27,9	21,3	14,4	14,4	Н.д.
Швейцария	23,3	16,0	21,1	41,9	19,9	19,4	20,7	Н.д.
Япония	72,3	36,8	Н.д.	51,6	29,3	31,7	20,9	Н.д.
Нидерланды	24,6	16,5	16,1	21,8	15,6	13,0	14,1	Н.д.
Бельгия	19,0	14,4	12,6	18,7	16,8	11,6	14,2	Н.д.
Развивающиеся рынки	18,5	21,7	25,9	21,8	18,9	16,8	18,2	19,8
Россия	3,8	5,6	12,4	19,9	10,8	24,1	16,6	16,0
Мексика	13,0	13,7	15,4	17,6	15,9	14,2	18,6	20,2
Турция	15,2	69,5	39,1	15,1	12,7	16,2	17,0	21,3
ЮАР	10,7	11,7	10,1	11,5	16,2	12,8	16,6	18,2
Польша	19,4	6,1	88,6	Н.д.	39,9	11,7	13,9	16,7
Гонконг	24,8	17,0	15,0	18,7	21,7	13,3	16,2	Н.д.
Южная Корея	17,7	28,7	21,6	30,2	13,5	20,8	12,8	15,2
Индия	16,8	12,8	15,0	20,9	18,1	19,4	20,1	20,9
Китай	50,0	22,2	21,6	28,6	19,1	13,9	24,6	34,6
Тайвань	13,9	29,4	20,0	55,7	21,2	21,9	25,6	28,6

Примечание. Данные за 2007 год приведены по состоянию на конец 1-го полугодия.

Источник: Standard&Poor's. Расчет средних значений (по развитым и развивающимся рынкам) произведен по данным Standard&Poor's самостоятельно.

Динамика оценок показателя P/E России по данным Morgan Stanley Capital International и Standard & Poor's приведена на рис. 22.

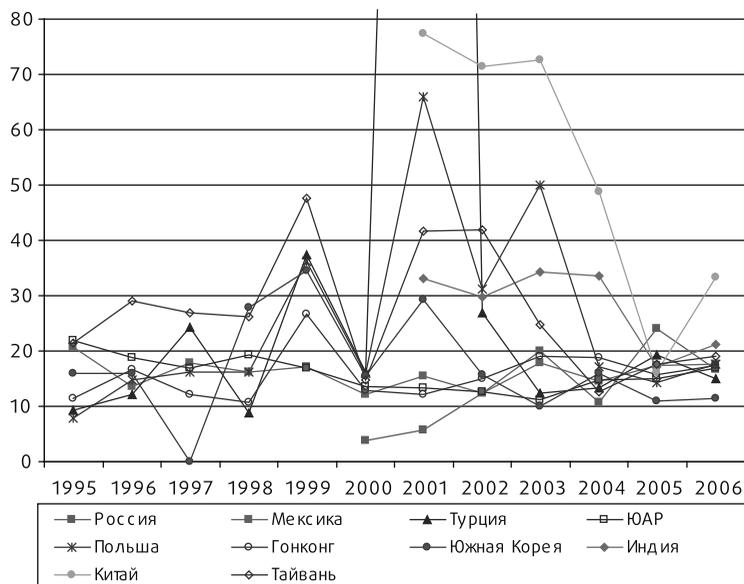
Рис. 22. P/E России относительно P/E всех развивающихся рынков, %



Рассчитано по данным Morgan Stanley Capital International; Standard&Poor's Emerging Market Database.

Определение каких-либо устойчивых ориентиров по соотношению PER крайне затруднено, так как данный показатель является чрезвычайно изменчивым. Среди всех обобщающих индикаторов фондового рынка этот имеет наивысшую вариативность. Данный показатель интенсивно изменяется как во времени, так и по странам. Вместе с тем национальные значения, отклоняясь от некоторого среднего значения, затем стремятся к этому среднему вернуться (см. рис. 23).

Рис. 23. Динамика P/E Ratio на крупнейших развивающихся рынках



Рассчитано по данным Мировой федерации бирж. Оценка по России — Standard&Poor's.

Поэтому для определения ориентиров развития российского фондового рынка по данному показателю целесообразно пользоваться, во-первых, соотношением уровня российского показателя с уровнями аналогичных иностранных показателей и, во-вторых, использовать усредненные значения. Анализ показал, что российский уровень PER устойчиво рос как относительно уровня аналогичного показателя развивающихся рынков, так и относительно уровня аналогичного показателя развитых рынков, в том числе национального рынка, в наибольшей степени отвечающего понятию идеального рынка — рынка США вплоть до 2005 года, по итогам которого российский уровень PER значительно превзошел уровень аналогичных показателей других рынков. Естественной реакцией инвесторов в 2006 году стало устранение данного перекоса, в результате чего уровень российского PER опустился ниже средних уровней PER развитых и развивающихся рынков (см. таблицу 11).

Таблица 11. P/E России в отношении к аналогичным показателям в среднем по развитым и развивающимся рынкам (по данным Standard&Poor's)

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
PER России	3,8	5,6	12,4	19,9	10,8	24,1	16,6
PER развитых рынков	30,6	20,1	17,6	41,5	21,7	18,6	17,3
PER США	28,0	23,2	20,3	24,8	22,4	20,1	20,5
PER развивающихся рынков	18,5	21,7	25,9	21,8	18,9	16,8	18,2
Соотношение PER России и:							
PER развитых рынков	0,12	0,28	0,71	0,48	0,50	1,29	0,96
PER США	0,14	0,24	0,61	0,80	0,48	1,20	0,81
PER развивающихся рынков	0,21	0,26	0,48	0,91	0,57	1,43	0,91

Примечание. Показатель PER развитых рынков рассчитан как средняя арифметическая PER по следующим странам: США, Канада, Великобритания, Франция, Италия, Швейцария, Япония, Голландия, Бельгия. Показатель PER развивающихся рынков рассчитан как средняя арифметическая PER по следующим странам: Гонконг, Индия, Китай, Тайвань, Мексика, Польша, Россия, Турция, Южная Африка, Южная Корея. Рассчитано по данным Standard&Poor's. Расчет средних значений (по развитым и развивающимся рынкам), а также соотношений PER России и этих средних произведен по данным Standard&Poor's самостоятельно.

Определить конкретное оптимальное значение P/E, характеризующее достижение фондовым рынком идеального состояния, невозможно. Как показывает анализ, уровень PER влияет на несколько обобщающих характеристик фондового рынка: на ликвидность, на темпы роста индексов и капитализации. При этом характер взаимовлияния данных параметров противоречив. Так, при прочих равных условиях более высокий уровень P/E может свидетельствовать об относительно высокой ликвидности национального фондового рынка. Наиболее ярким примером в данном случае выступает турецкий рынок акций, традиционно один из самых ликвидных развивающихся рынков (по соотношению оборота и капитализации Турция в период с 1996 по 2005 г. занимала места со второго по четвертое среди развивающихся рынков). В 1997 и 1999 гг. по показателю P/E Турция занимала второе место среди развивающихся рынков, несмотря на то что другие показатели инвестиционной привлекательности турецких эмитентов были значительно ниже.

Однако, с другой стороны, более высокий уровень P/E также может указывать и на последующую негативную (относительно мирового рынка капитала) динамику национальных фондовых индексов и национальной капитализации и, соответственно, на значительное снижение доли национального фондового рынка в мировом рынке капитала. Так, в разгар кризиса 2001–2002 гг. (локальный турецкий кризис, имеющий валютно-долговой характер) показатель P/E Турции превышал уровень 800. В результате к концу 2002 года капитализация Турции упала в три раза по сравнению с уровнем конца 1999 года, в то время как совокупная капитализация 11 крупнейших развивающихся рынков снизилась на 20% за тот же период.

Не менее ярким примером является динамика китайского рынка акций. В течение 2001–2003 гг. показатель P/E рынка акций Китая колебался в пределах от 71 до 78 (самый высокий показатель среди развивающихся рынков в 2002 и 2003 гг.). После этого капитализация Китая в 2004–2005 гг. снизилась на 22%

при росте совокупной капитализации 11 крупнейших развивающихся рынков на 75%. В результате этого показатель P/E рынка акций Китая достиг в 2005 году своей низшей точки — 13,9, что стало сигналом для инвесторов о значительной недооценке китайских акций и одним из важных факторов последующего 13-кратного роста капитализации Китая за 2006–2007 гг.

В определенном смысле подтверждением данного тезиса стало и поведение российского рынка во второй половине 2006 года. Если по итогам первого полугодия показатель P/E России превышал средний показатель P/E по всем развивающимся рынкам на 15,5% (по данным Morgan Stanley Capital International), то во втором полугодии российский рынок показал значительно худшую динамику, чем развивающиеся рынки в целом, и по итогам 2006 года данное превышение было ликвидировано. На наш взгляд, причиной изменения относительной динамики российского фондового рынка во втором полугодии 2006 года в значительной мере стало изменение поведения глобальных инвесторов, отреагировавших на возникновение переоцененности российских акций относительно акций сопоставимых развивающихся рынков.

Напротив, относительно низкое значение P/E может указывать на более высокий последующий темп роста национального фондового рынка (и, соответственно, на повышение доли страны в мировом рынке капитала), но одновременно — и на меньший уровень ликвидности. Таким образом, уровень P/E оказывает противоречивое влияние на другие показатели конкурентоспособности национального фондового рынка. Поэтому определение конкретного числового значения данного показателя конкурентоспособности национального фондового рынка, характеризующего идеальную модель национального фондового рынка, невозможно.

Показатель P/E отражает уровень оценки инвесторами привлекательности национального рынка акций. Значительное отклонение значения данного показателя от среднемировых значений свидетельствует о будущем резком изменении данного показателя в сторону, противоположную отклонению. Поэтому понятию идеального фондового рынка наиболее соответствует высокий уровень стабильности показателя P/E национального рынка относительно среднемировых значений. При этом еще одним признаком идеального рынка является незначительное устойчивое превышение P/E национального рынка над средними значениями по соответствующей группе стран. Именно такое поведение P/E указывает на наличие более высокой долгосрочной инвестиционной привлекательности национального рынка по сравнению с рынками стран-конкурентов.

1.6. Ликвидность рынка акций

Главная характеристика конкурентоспособности фондовой биржи — ликвидность. Конкретным показателем ликвидности могут служить абсолютный объем торговли, относительный объем торговли (соотношение объема торговли и капитализации — для рынка акций; соотношение объема торговли и ВВП), количество сделок, качественные показатели ликвидности (средневзвешенный спрэд, глубина рынка и т.д.). В теоретических работах³² было показано, что ликвидность имеет наиболее устойчивые корреляционные связи и/или регрессионные зависимости с показателями, характеризующими макроэкономическое развитие, уровень защиты интересов инвесторов, уровень развития законодательного регулирования. Наилучшие характеристики связи имеет показатель ликвидности, выраженный в виде соотношения объема торговли, с одной стороны, и капитализации, или ВВП, с другой стороны. Такой показатель обладает высокой прогностической способностью в отношении важнейших показателей макроэкономического развития страны, в первую очередь в отношении показателей экономического роста³³.

Исходя из предположения о том, что ликвидность является главной характеристикой конкурентоспособности фондовой биржи, следует сделать вывод о том, что критерием успешности конкуренции фондовой биржи в мировой конкурентной борьбе фондовых бирж выступает показатель доли в мировом объеме биржевых сделок.

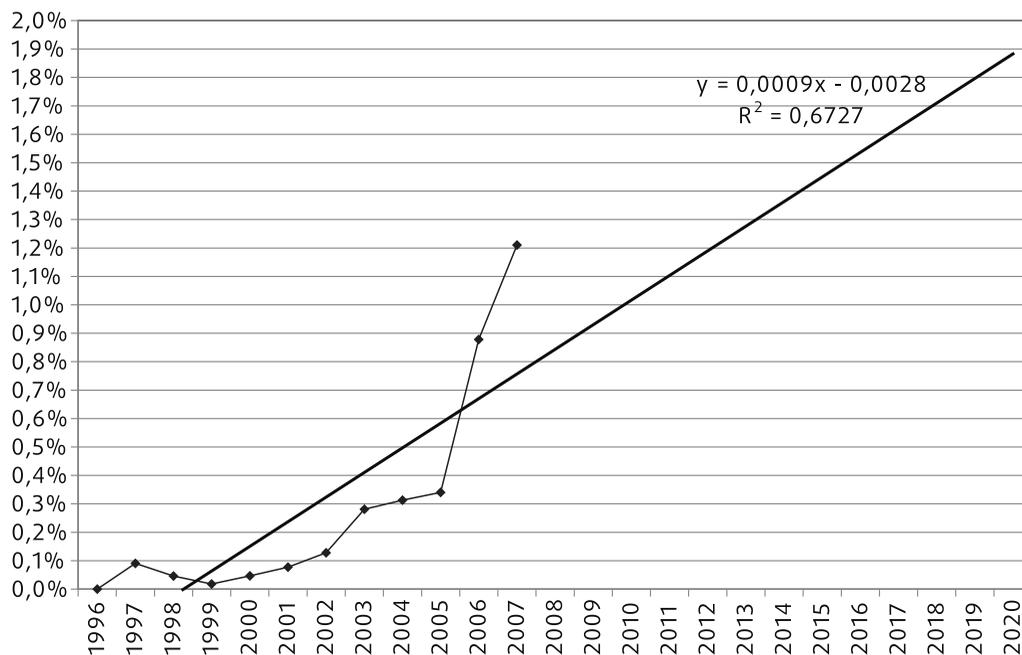
Учитывая, что в современном мире в большинстве стран существует только одна фондовая биржа, данные показатели могут рассматриваться в качестве показателей успешности ведения конкурентной борьбы национальным фондовым рынком в рамках глобального рынка. Абстрагируясь от деталей, можно сказать, что данные показатели характеризуют эффективность конкуренции отдельных стран за капиталы мировых инвесторов, т.е. уровень национальной конкурентоспособности на мировом рынке капитала.

Как уже отмечалось, доля в мировом фондовом рынке по объему биржевой торговли является характеристикой эффективности национального фондового рынка с точки зрения его конкурентоспособности на мировом рынке капиталов. Для корректного сопоставления различных мировых фондовых бирж между собой необходимо выбрать такой инструмент, торговля которым организована на всех участвующих в мировой конкуренции фондовых биржах. Таким инструментом являются акции. Поэтому дальнейший анализ ведется на основе показателей объема биржевой торговли акциями. Доля в мировом фондовом рынке по объему биржевой торговли акциями рассчитывалась применительно к странам. В тех странах, в которых существует одна фондовая биржа, ее показатели принимались в качестве национальных показателей. В странах с несколькими фондовыми биржами объемы торговли акциями на этих биржах суммировались, и полученная сумма принималась в качестве национального показателя.

Доля России в мировом фондовом рынке по данному показателю долгое время была крайне невелика — до 2003 года она составляла менее 0,3%. По итогам 2004 года аналогичный показатель составил 0,32% (при расчете доли России с учетом не только полных членов WFE, но и других фондовых бирж, по которым есть информация, она составила в 2004 году 0,31%), по итогам 2005 года — 0,35% (во внимание принимались только страны с фондовыми биржами, являющимися полными членами Мировой федерации бирж). По итогам 2006 года произошел значительный рывок данного показателя — доля российских бирж (ММВБ и группы РТС) в общем мировом биржевом обороте акций выросла до 0,84% (во внимание принимались только страны с фондовыми биржами, являющимися полными членами Мировой федерации бирж). В 2007 году продолжилось интенсивное увеличение доли России в мировом биржевом обороте акций — она выросла до 1,21%.

Другими словами, в 2006–2007 гг. российский рынок акций обрел принципиально новый уровень ликвидности. В результате этого принципиально изменилась и траектория инерционного прогноза доли России в мировом биржевом обороте акций. Построение прогноза на основе продления сложившегося в 1996–2007 гг. линейного тренда привело к следующим результатам: при условии сохранения существующих тенденций роста доля России в мировом биржевом обороте акций в 2020 году составит около 1,9% (см. рис. 24).

Рис. 24. Доля российских бирж в мировом биржевом обороте акций



Рассчитано на основе данных WFE и ФCFP.

Безусловно, резкое изменение данного показателя в 2006 году привело к значительному снижению устойчивости выявленной тенденции. Однако и в этих условиях эта тенденция остается достаточно устойчивой, о чем свидетельствует коэффициент детерминации, превосходящий 0,6. Еще более оптимистичный вывод дает анализ динамики данного показателя. Доля России растет возрастающими темпами. Особенно впечатляет рост российской доли в мировом биржевом обороте акций, если принять во внимание воспоминание о том, что еще в 1996 году доля России составляла всего 0,0002%.

Как представляется, достижение Россией к 2020 году доли 1,9% в мировом биржевом обороте акций недостаточно для того, чтобы характеризовать фондовый рынок России в 2020 году как идеальный, так как возникает опасность не удержать существующие позиции среди других крупных развивающихся рынков на мировом рынке капитала. Другими словами, такая динамика роста доли России сохраняет опасность проигрыша конкурентам (другим крупным развивающимся рынкам) и в крайнем варианте может привести к утрате Россией внутреннего биржевого рынка акций. Для того чтобы характеризовать рынок акций как соответствующий идеальной модели фондового рынка, требуется более высокая доля мирового оборота акций и, соответственно, более высокая ликвидность.

Вместе с тем тенденция резкого роста ликвидности, сформировавшаяся в 2006 году и сохраняющаяся до сих пор, свидетельствует о наличии мощных резервов роста ликвидности на российском рынке акций. В случае если эти резервы будут задействованы, долгосрочный рост ликвидности внутреннего рынка акций в России может оказаться весьма интенсивным, достаточным для такого повышения доли в мировом биржевом обороте акций, который позволит обеспечить лидирующие позиции России среди развивающихся рынков и, соответственно, характеризовать национальную модель фондового рынка как идеальную.

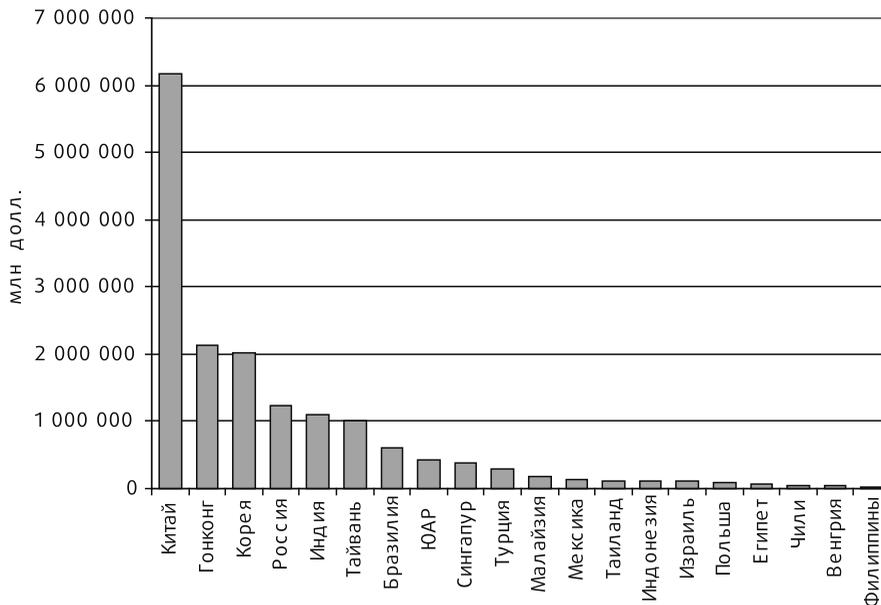
Целевой уровень данного показателя должен быть установлен исходя из удовлетворения следующих трех условий:

1. Россия должна быть одним из лидеров среди стран с развивающимися финансовыми рынками по абсолютному объему биржевой торговли акциями.
2. Россия должна быть абсолютным лидером среди стран с развивающимися финансовыми рынками по соотношению объема биржевых сделок с акциями и капитализации.
3. Россия должна сокращать отставание от крупнейших развитых рынков по соотношению объема биржевых сделок с акциями и капитализации.

Кроме того, для того чтобы обеспечить условия сохранения национального рынка акций в условиях формирования многонациональных финансовых центров, темпы роста объемов торговли акциями на российских биржах должны, по крайней мере, быть не меньше темпов роста объемов торговли акциями на крупнейших развитых рынках.

С точки зрения первого условия (учитывающего показатель абсолютного объема биржевой торговли) Россия значительно приблизилась к лидирующим позициям в области ликвидности рынка акций, но все еще отстает от них. По результатам 2007 года, несмотря на мощный рывок, осуществленный в 2006–2007 гг., она занимает лишь 4-е место среди развивающихся рынков акций (см. рис. 25).

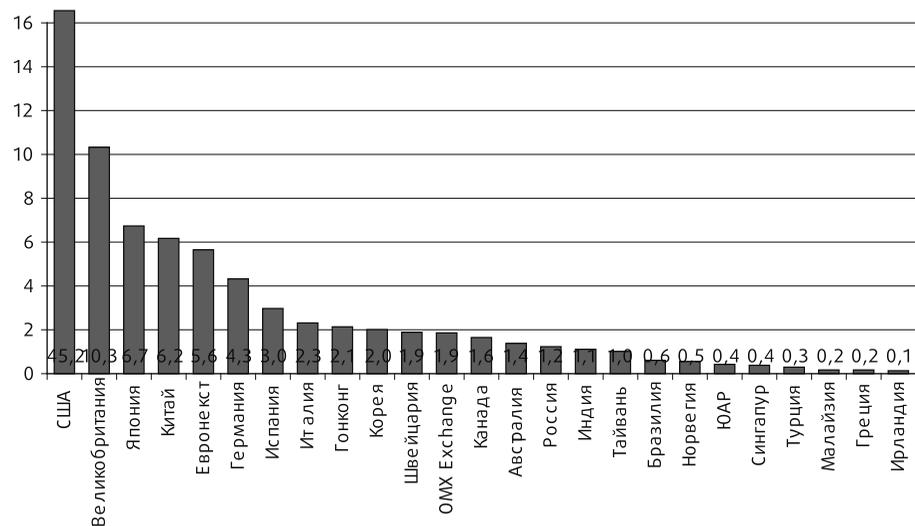
Рис. 25. Крупнейшие развивающиеся рынки по объему биржевой торговли акциями в 2007 году



Примечание. Биржевой оборот акций в России рассчитан как сумма оборотов акций группы ММВБ и группы РТС.
 Рассчитано по данным WFE, ММВБ, РТС.

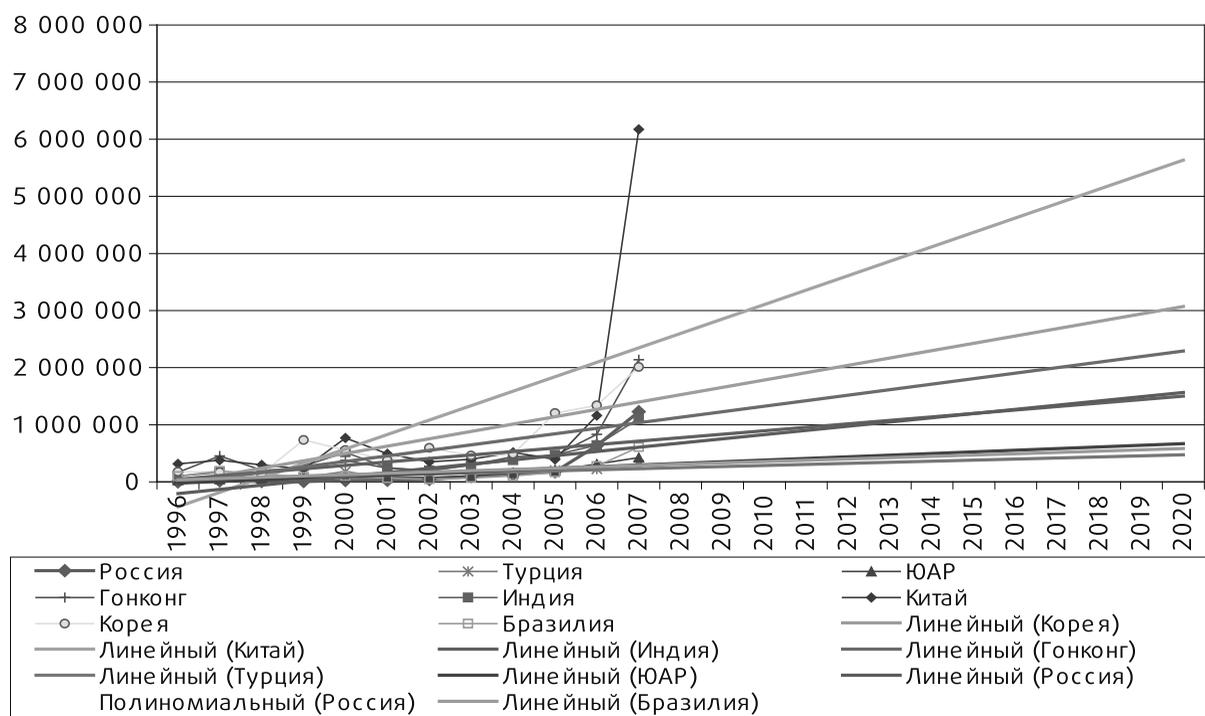
Вместе с тем значение прорыва России в области ликвидности в 2006–2007 гг., несмотря на относительно низкое качество структуры биржевого оборота, трудно переоценить — внутренний российский рынок акций впервые стал сопоставим по объемам сделок с крупнейшими развивающимися рынками. А это значит, что и разрыв с крупнейшими развитыми рынками значительно сократился. По итогам 2007 года отставание от рынков Швейцарии, Италии, Испании составило от 1,5 до 2,4 раза. Отрыв от Германии, занимающей по показателю объема сделок с акциями на внутреннем рынке 5-е место в мире, составил 3,5 раза (см. рис. 26).

Рис. 26. Крупнейшие (по обороту) рынки акций в 2007 году, трлн долл.



Анализ долгосрочных трендов показывает, что угол наклона российского линейного тренда (т.е. долгосрочные темпы роста) незначительно уступает аналогичным показателям Кореи и Гонконга; превосходит аналогичные показатели Индии, Бразилии, Турции и ЮАР; существенно уступает аналогичному показателю Китая. Однако линейный тренд объема биржевой торговли Китая обладает крайне низким уровнем объясняемости (см. рис. 27). Кроме наличия неудовлетворительных статистических характеристик устойчивости данного тренда, существуют также объективные причины, позволяющие рассматривать всплеск торговой активности на китайских биржах 2007 года именно как всплеск, а не переход к принципиально новому тренду динамики ликвидности рынка китайских акций. В целом рост объема сделок с акциями на китайских биржах в 2007 году связан с теми же факторами, которые лежат и в основе резкого роста капитализации Китая и в большинстве своем оказывают разовое воздействие на динамику объема торговли. На наш взгляд, среди всех факторов, приведших к росту объема торговли китайскими акциями, наибольшее значение имеет возврат в 2007 году крупнейших китайских корпораций на национальные биржи после периода торговли на иностранных биржах. Именно этот фактор обеспечил превышение динамики объема торговли над динамикой капитализации в 2007 году. Вместе с тем этот фактор обуславливает выход китайского рынка акций на принципиально новый уровень ликвидности. Поэтому в настоящее время ближайшими конкурентами России в области биржевой ликвидности на рынке акций являются Корея, Гонконг и Китай.

Рис. 27. Объем биржевой торговли акциями в странах с развивающимися финансовыми рынками, млн долл.



Рассчитано по данным WFE, ФКЦБ России, ММВБ, РТС.

Исходя из этого анализа можно провести деление стран с развивающимися финансовыми рынками с точки зрения их конкурентной силы в борьбе за ликвидность. Из всех стран с развивающимися финансовыми рынками наиболее вероятными конкурентами России за капиталы мировых инвесторов с точки зрения ликвидности внутренних биржевых рынков акций являются две группы стран:

- 1) способные увеличить отрыв от России:
 - а) Китай;
 - б) Корея;
 - в) Гонконг;
- 2) способные превзойти Россию по объему торговли акциями в случае снижения долгосрочных темпов роста ликвидности в России:
 - а) Индия;
 - б) Бразилия;
 - в) ЮАР;
 - г) Турция.

Выбор этих стран из общего множества стран с развивающимися финансовыми рынками был проведен исходя из сочетания абсолютного объема торговли акциями и динамики изменения этого показателя.

Очевидно, что лишь продолжения линейного роста объема торговли акциями недостаточно, чтобы обеспечить выполнение первого условия. В качестве рабочей гипотезы предположим, что объема биржевой торговли акциями в 3 трлн долл. в 2020 году (т.е. уровня, сопоставимого с прогнозируемым уровнем Кореи и превосходящего уровни Гонконга и Индии) будет достаточно для того, чтобы обеспечить необходимые конкурентные преимущества России на мировом рынке капитала, что является важнейшим признаком формирования оптимальной модели фондового рынка³⁴.

Переход на полиномиальную траекторию роста объема торговли акциями, которая позволит стать лидером среди развивающихся рынков, потребует учета передового мирового опыта в этой области. Если в части капитализации в качестве очевидного примера для подражания выступает Гонконг, то в части объемов торговли акциями таким примером является Корея. На наш взгляд, следует выделить несколько факторов, обеспечивших устойчивое динамичное наращивание ликвидности рынка акций в Корее.

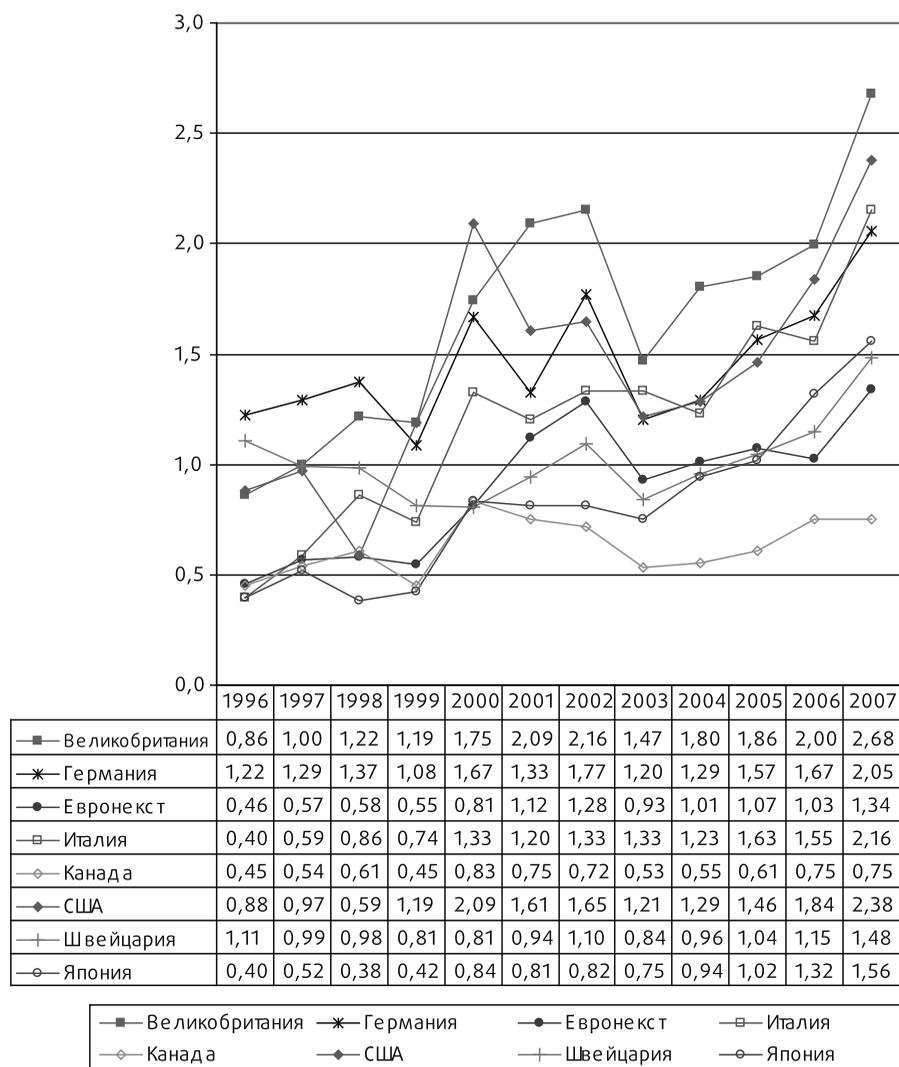
1. Наличие ликвидного, емкого и динамично развивающегося срочного рынка акций, позволяющего эффективно применять технологии хеджирования.
2. Активная государственная политика по широкомасштабному внедрению передовых принципов корпоративного управления на корейских предприятиях.
3. Активное вовлечение средств населения в операции с ценными бумагами, и особенно активное вовлечение населения в участие в акционерном капитале (в 2004 году в Корее в структуре корпоративной собственности население занимало 45,7%³⁵).
4. Наличие крупной (по меркам развивающихся рынков) индустрии коллективных инвестиций (стоимость чистых активов паевых инвестиционных фондов в Корее составляет 26% ВВП).

Выполнение второго условия (учитывающего показатель соотношения объема биржевых сделок с акциями и капитализации) существенно менее вероятно, чем выполнение первого.

Как уже отмечалось, показатель соотношения объема биржевых сделок с акциями и капитализации имеет наиболее тесную взаимосвязь с показателями, характеризующими развитие национальной экономики. С другой стороны, именно данный показатель наиболее чутко улавливает изменения условий международной конкуренции на рынке капиталов. В последние 10 лет хорошо заметна тенденция перемещения торговой активности на развитые рынки, т.е. перераспределение ликвидности в пользу развитых рынков за счет уменьшения доли развивающихся рынков.

Среди восьми крупнейших развитых финансовых рынков за последние 12 лет лишь две страны в отдельные периоды времени — Швейцария (в начале данного периода) и Канада (с 2000 года) — продемонстрировали тенденцию к некоторому снижению соотношения объема торговли акциями и капитализации, в то время как все остальные рынки демонстрируют тенденцию к росту этого соотношения (см. рис. 28).

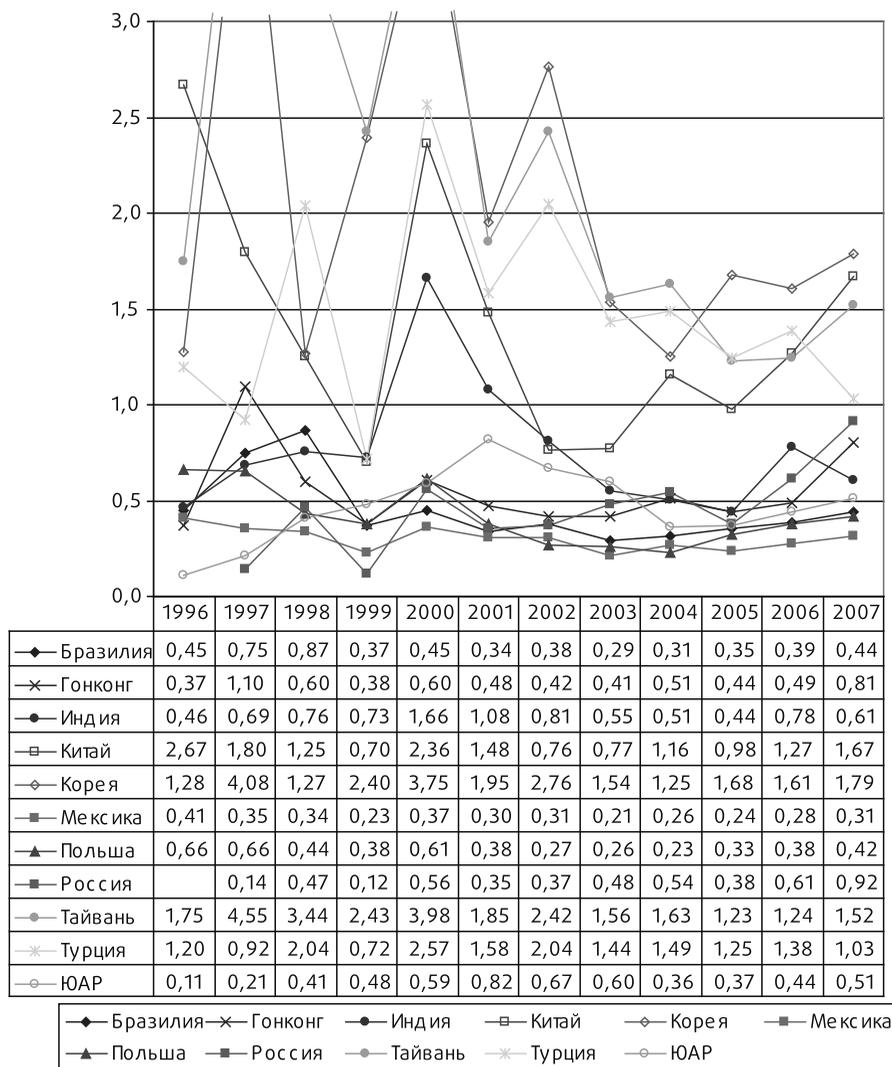
Рис. 28. Соотношение оборота и капитализации на развитых фондовых рынках



Рассчитано по данным Мировой федерации бирж.

Среди стран с развивающимися финансовыми рынками, напротив, большинство рынков характеризуются снижающимся соотношением объема торговли акциями и капитализации. Из 11 крупнейших развивающихся рынков слабовыраженная тенденция к росту указанного соотношения в последние 12 лет была характерна для Южной Африки и России (см. рис. 29).

Рис. 29. Соотношение оборота и капитализации на развивающихся финансовых рынках



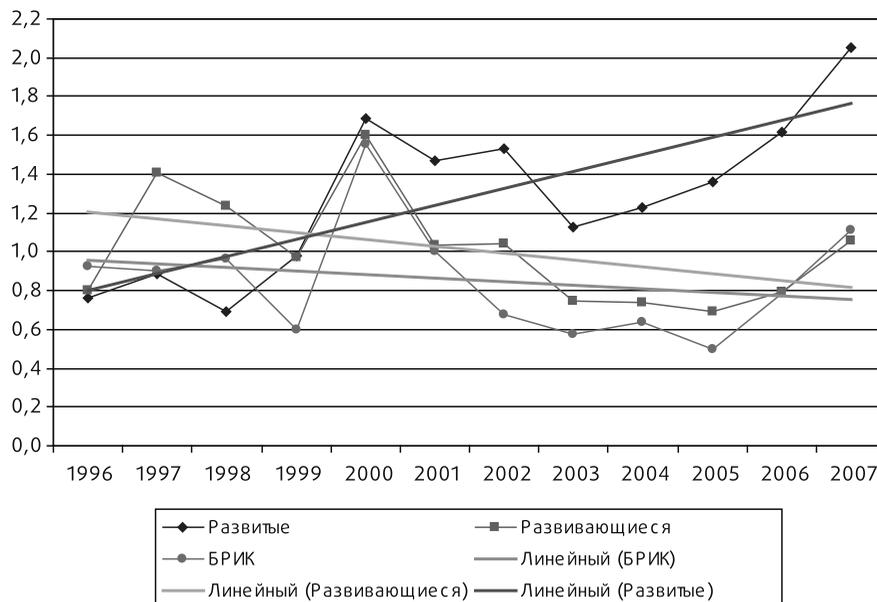
Рассчитано по данным Мировой федерации бирж.

Таким образом, современный этап развития мирового рынка капиталов характеризуется разным поведением указанного соотношения в странах с развитыми и развивающимися финансовыми рынками. На развитых рынках данное соотношение растет, на развивающихся — падает. Об этом свидетельствуют и агрегированные соотношения по группе из 8 развитых рынков и группе из 11 развивающихся рынков³⁶ (см. таблицу 12 и рис. 30). Снижение указанного соотношения характерно, в том числе, для крупнейших стран с развивающимися рынками — стран БРИК (несмотря на то, что в России данное соотношение имеет слабовыраженную тенденцию к росту).

Таблица 12. Соотношение объемов биржевых сделок с акциями и капитализации по группам стран (рынков), 1996 – 2007 гг.

Страны (рынки)	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
развитые	0,76	0,89	0,69	0,98	1,69	1,47	1,53	1,13	1,23	1,36	1,62	2,05
развивающиеся	0,80	1,41	1,23	0,98	1,60	1,04	1,04	0,75	0,74	0,69	0,79	1,06
в том числе БРИК	0,92	0,90	0,97	0,60	1,56	1,00	0,68	0,58	0,64	0,50	0,78	1,11

Рассчитано по данным Мировой федерации бирж (WFE).

Рис. 30. Соотношение оборота и капитализации по группам стран

Рассчитано по данным Мировой федерации бирж.

Возрастающий тренд соотношения объема торговли акциями и капитализации возможен только при условии роста конкурентоспособности национального фондового рынка. В условиях глобализации инвестор может получить доступ к акциям интересующей компании не только на рынке страны ее регистрации, но и в крупных мировых центрах фондовой торговли. Следовательно, создание таких конкурентоспособных условий является движением к формированию в стране развитого фондового рынка. Более того, окончательное закрепление тенденции к росту соотношения оборотов и капитализации возможно только в рамках превращения национального фондового рынка в развитый рынок. Поэтому построение в России идеальной модели фондового рынка означает превращение российского фондового рынка в развитый рынок, по крайней мере, с точки зрения условий совершения сделок.

Соотношение объема торговли акциями и капитализации в России в течение последних 11 лет находится на низком уровне даже относительно многих крупных развивающихся рынков, не говоря уже о развитых рынках. Как представляется, основными причинами отставания России от других крупных развивающихся рынков по показателю соотношения объема торговли акциями и капитализации являются:

1. Низкий уровень free float на рынке акций России.
2. Отсутствие емкого срочного рынка акций, позволяющего эффективно хеджировать позиции на спот-рынке акций.
3. Относительно низкая доля населения, инвестирующего в акции.

4. Недостаточный уровень развития институтов коллективных инвестиций и пенсионных институтов.
5. Раздробленность рынка акций (российские акции обращаются на внутреннем рынке в основном на двух фондовых биржах, перевод акций между которыми требует высоких издержек).
6. Высокий уровень инвестиционного риска, в том числе наличие специфического российского риска — «олигархического риска».
7. Низкая монетизация экономики России относительно большинства других стран с крупными развивающимися рынками.
8. Неконкурентный (по сравнению с большинством стран с развивающимися финансовыми рынками) режим налогообложения доходов от операций с акциями.
9. Небольшое (относительно других крупных развивающихся рынков) количество торгуемых акций с высоколиквидным рынком.

Все эти причины в совокупности приводят к высокому уровню транзакционных издержек операций с российскими акциями, что при прочих равных условиях заставляет инвесторов и обслуживающих их посредников воздерживаться от проведения операций.

Далее подробнее рассмотрим важнейшие из приведенных выше причин относительно низкой ликвидности рынка российских акций.

Низкий уровень free float

Оценки уровня free float на российском рынке акций сильно различаются в зависимости от источника такой оценки. По оценке РТС, 11 акций в списке индекса РТС имеют free float менее 20%, 10 — от 25% до 30%, 16 — от 30 до 40%, четыре — от 50 до 90%. Еще четыре акции (все — привилегированные) имеют 100% акций в свободном обращении. Средневзвешенный (по капитализации) уровень free float по всему списку индекса РТС составляет 28%.

По оценке «Альфа-Банка», в феврале 2007 года доля акций в свободном обращении составляла 26,3% (снижение за год, с февраля 2006 года, на 2,5%).

По данным Standard&Poor's, уровень free float в России еще выше. В соответствии с ними в течение периода с 1996 по 2005 г. он колебался от 35 до 57%, но по итогам 2006 года снизился до минимального уровня за всю историю наблюдений — 31,4% (см. таблицу 13).

Таблица 13. Уровень free float на рынках акций по странам с крупнейшими развивающимися финансовыми рынками

Страна	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Бразилия	43,7%	40,3%	40,9%	47,3%	45,9%	35,2%	37,2%	39,5%	39,3%	43,2%	44,5%
Индия	41,4%	39,6%	47,3%	50,1%	49,4%	46,7%	37,2%	33,4%	32,2%	34,0%	37,4%
Китай	34,1%	24,2%	22,7%	23,7%	24,5%	21,1%	24,4%	23,4%	27,8%	26,1%	21,1%
Мексика	67,8%	69,6%	73,2%	76,9%	73,4%	49,1%	48,5%	51,3%	48,4%	49,7%	46,1%
Польша	68,3%	51,4%	39,8%	39,8%	52,0%	33,2%	32,2%	31,5%	34,3%	35,6%	35,7%
Россия	51,8%	42,7%	36,7%	35,0%	56,8%	51,0%	45,9%	44,0%	47,7%	43,1%	34,7%
Тайвань	55,3%	53,2%	53,2%	61,4%	60,7%	60,9%	55,1%	58,9%	60,2%	64,0%	61,2%
Турция	54,2%	55,2%	50,4%	52,1%	55,1%	41,2%	39,0%	37,5%	24,5%	26,9%	26,4%
ЮАР	35,7%	38,9%	40,3%	42,2%	42,2%	33,6%	40,2%	37,9%	34,1%	35,6%	35,8%
Южная Корея	52,7%	54,6%	50,5%	46,0%	54,1%	60,8%	64,1%	65,0%	59,1%	59,5%	61,2%

Рассчитано по данным Standard&Poor's.

Несмотря на различия в оценке уровня free float, все существующие оценки однозначно свидетельствуют о значительном снижении этого уровня в России начиная с 2001 года. Поэтому следует констатировать, что данный фактор в течение последних 7 лет негативно воздействует на уровень ликвидности российских акций. Учитывая, что в значительной мере снижение уровня free float в России было вызвано деятельностью государства, принципиальная возможность переломить данную тенденцию при проведении соответствующей государственной политики существует.

Следует отметить, что расчет средних национальных показателей free float, осуществляемый Standard&Poor's, основан на наборах акций, включенных в национальные индексы Standard&Poor's.

Учитывая, что эти индексы включают наиболее ликвидные акции с наиболее высокими (как правило) уровнями free float, получающиеся относительно высокие национальные значения следует признать вполне естественными. Можно сказать, что средние национальные показатели free float, рассчитываемые Standard&Poor's, отражают долю свободного рынка наиболее ликвидных акций, национальных «blue chips».

Учитывая, что данные Standard&Poor's по уровню free float существуют по разным странам, именно они были выбраны в качестве основы для проведения сравнительного межстранового анализа влияния уровня free float на ликвидность национальных рынков акций.

Проведенные исследования не выявили какой-либо статистически значимой зависимости ликвидности от уровня free float на развивающихся рынках, рассчитанного по данным Standard&Poor's. Возможно, причина этого состоит в том, что Standard&Poor's использует для расчета данные только тех компаний, которые входят в списки его индексов по национальным рынкам. Очевидно, что такие компании обладают примерно одинаковым уровнем free float, что нивелирует национальные различия. Других систематизированных данных по уровню free float на различных национальных рынках акций нами не обнаружено.

В то же время в теоретическом плане очевидно, что низкий уровень free float на рынке акций России (принимая во внимание оценки РТС и «Альфа-Банка») препятствует формированию идеальной модели фондового рынка. Формальное достижение целевых показателей оборота акций на российском рынке возможно также за счет резкого увеличения волатильности рынка. Но одновременное достижение всех параметров идеальной модели возможно только при условии, что рост оборотов будет достигнут за счет роста доли акций в свободном обращении (а также за счет повышения доли частных инвесторов и других факторов, перечисленных выше и анализируемых ниже).

Отсутствие емкого срочного рынка акций

Устойчивое влияние емкости срочного рынка на ликвидность спот-рынка акций не было выявлено посредством статистического анализа. Вместе с тем связь между емкостью срочного рынка и ликвидностью спот-рынка акций всегда положительна³⁷. В данном случае необходимо также указать на то, что среди различных характеристик размера срочного рынка наибольшее влияние на ликвидность спот-рынка оказывают показатели объема открытых позиций на срочном рынке акций. Однако вместе с тем необходимо отметить, что проведенные исследования не выявили какой-либо устойчивой зависимости между объемом торгов акциями на спот-рынке и объемом сделок с фьючерсами и опционами, базовыми активами которых являются ценные бумаги. В процессе анализа также не было выявлено какого-либо влияния объема сделок на срочном рынке на ликвидность спот-рынка акций.

Низкая доля населения, инвестирующего в акции

Для России характерна низкая (по сравнению с другими странами с развитыми и развивающимися финансовыми рынками) доля населения, инвестирующего в акции. Это обстоятельство сильно сужает инвестиционную базу фондового рынка, способствует сокращению темпа роста количества сделок и тем самым сокращению темпа роста ликвидности. Более подробно данная проблема исследована при анализе роли населения на фондовом рынке, и результаты этого анализа представлены в параграфе 5.1 настоящей части данного доклада. Следует особо подчеркнуть, что в долгосрочном плане повышение доли населения, инвестирующего в акции, является самым значительным резервом роста ликвидности российского рынка акций.

Большое влияние, которое оказывает активность населения на фондовом рынке на ликвидность этого рынка, хорошо видно на примере 2006 года, когда скачок уровня ликвидности российского рынка акций совпал с удвоением количества частных лиц, инвестирующих в акции.

Недостаточный уровень развития институтов коллективных инвестиций и пенсионных институтов

Составными частями проблемы низкой доли сбережений населения в общем объеме инвестиций в ценные бумаги (в том числе в акции) являются проблема недостаточного уровня развития институтов коллективных инвестиций и проблема малого объема пенсионных резервов, направляемых в акции.

Расчеты по 38 крупнейшим фондовым рынкам за период 1993–2006 гг. показывают наличие умеренного уровня корреляции между показателями удельного веса биржевых торгов в ВВП и стоимостью чистых активов инвестиционных фондов, отнесенной к ВВП (см. таблицу 14).

Таблица 14. Корреляция доли СЧА инвестиционных фондов в ВВП в 1993-2006 гг. с показателями:

	Кап./ВВП	БТ/ВВП
Аргентина	0,20	-0,08
Бразилия	0,90	0,35
Канада	0,96	0,89
Чили	0,48	0,44
Мексика	-0,33	-0,64
США	0,87	0,86
Австрия	0,66	0,47
Бельгия	0,71	0,76
Чехия	0,47	0,61
Дания	0,80	0,84
Финляндия	0,31	0,83
Франция	0,78	0,89
Германия (открытые фонды)	0,88	0,82
Греция	0,76	0,69
Венгрия	0,76	0,62
Ирландия	0,55	0,45
Италия	0,93	0,76
Люксембург	0,01	-0,26
Нидерланды	0,89	0,63
Норвегия	0,95	0,92
Польша	0,92	0,75
Португалия	0,79	0,63
Румыния	0,98	0,86
Россия (открытые и интервальные ПИФы)	0,97	0,98
Словакия	0,53	-0,44
Испания	0,59	0,61
Швеция	0,87	0,94
Швейцария	0,94	0,89
Турция	0,36	0,51
Великобритания	0,72	0,85
Австралия	0,89	0,87
Гонконг	0,95	0,83
Индия	0,86	0,23
Япония	0,84	0,58
Корея Республика	0,52	0,42
Новая Зеландия	-0,27	0,60
Филиппины	-0,39	-0,59
Южная Африка	0,78	0,94
Среднее	0,89	0,62

*Условные обозначения. Кап. — капитализация; БТ — объем биржевой торговли акциями.
Рассчитано по данным Investment Company Institute, EFAMA, Всемирной федерации бирж и МВФ.*

Средний уровень корреляции между относительными показателями объемов биржевых торгов и СЧА инвестиционных фондов составил 0,62. При этом по многим странам, включая Россию, уровень корреляции является весьма высоким, достигая на рынке Южной Америки 0,94, Швеции — 0,94, Швейцарии — 0,89, Австралии — 0,87, России — 0,98, Норвегии — 0,92, Канады — 0,89, Дании — 0,84, Гонконга 0,83, Италии — 0,76, Франции — 0,89 и США — 0,86.

Большинство стран с высоким уровнем корреляции СЧА инвестиционных фондов и биржевой ликвидностью можно отнести к странам с наиболее емким и ликвидным финансовым рынком. На основе этого можно сделать вывод о тесной взаимосвязи между развитием финансового рынка в целом и индустрии инвестиционных фондов, в частности.

С одной стороны, эту взаимосвязь можно представить в следующем виде: чем более конкурентоспособным является фондовый рынок в стране, тем более развитой является индустрия инвестиционных фондов. Такие предположения соответствуют выводам аналитиков Международного валютного фонда о том, что емкие и ликвидные финансовые рынки имеют существенное значение для эффективного функционирования открытых инвестиционных фондов³⁸. Поэтому относительно низкий уровень развития институтов коллективных инвестиций крайне негативно отражается на ликвидности российского рынка акций. Возможно, в среднесрочной перспективе увеличение емкости активов институтов коллективных инвестиций может стать одним из наиболее существенных факторов повышения ликвидности российского рынка акций.

С другой стороны, отмеченная взаимосвязь может трактоваться и обратным образом: чем более развита отрасль коллективных инвестиций, тем более емким и ликвидным является рынок. Поскольку именно институты коллективных инвестиций могут создать биржевую ликвидность. Исторические примеры говорят скорее о том, что сначала развивается фондовый рынок, а затем, когда он уже достигает определенной степени развития, начинается активный рост институтов коллективных инвестиций, для которых важно наличие достаточно развитого биржевого рынка. Рост институтов коллективных инвестиций, в свою очередь, стимулирует дальнейшее развитие фондового рынка. Важно лишь “запустить” этот само-возбуждающийся процесс. Такого мнения придерживаются различные зарубежные эксперты³⁹.

Более подробно проблема развития институтов коллективных инвестиций исследована при анализе инвесторов на фондовом рынке, и результаты этого анализа представлены в параграфах 5.2 и 5.3 настоящей части данного доклада.

Относительно небольшое количество торгуемых акций с высоколиквидным рынком

Барьером для роста ликвидности российского рынка акций выступает небольшое (относительно других крупных развивающихся рынков) количество торгуемых акций с высоколиквидным рынком. Это выражается в кардинальном отклонении российского показателя концентрации 10 ведущих компаний в совокупном обороте акций от аналогичных показателей других развивающихся рынков акций. Практически весь оборот (более 92–94% в 2001–2004 гг., 88–91% в 2005–2006 гг.)⁴⁰ приходится на 10 наиболее ликвидных акций (см. таблицу 15).

Таблица 15. Показатель концентрации: доля 10 ведущих компаний в общем обороте акций, %

Страна	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Аргентина	73,1	72,5	76,2	80,9	86,7	76,2
Бразилия	44,2	47,2	48,8	46,1	46,6	42,4
Индия	57,1	49,6	44,2	42,6	30,6	23,7
Индонезия	53,4	65,1	53,5	44,4	53,0	51,6
Китай	11,7	10,9	12,7	13,7	21,0	17,8
Корея	21,9	25,1	24,0	27,8	18,5	20,7
Мексика	71,3	68,7	74,3	68,5	69,1	71,5
Польша	72,9	79,4	71,7	61,8	63,7	51,4
Россия	92,0	91,6	94,4	94,3	90,9	88,1
Саудовская Аравия	55,0	39,2	54,6	49,1	36,8	24,0
Тайвань	27,8	22,2	20,7	24,7	27,2	20,2
Турция	51,8	50,7	56,1	46,2	37,9	41,5
ЮАР	30,5	39,7	38,2	35,8	35,2	35,5
Средняя по группе формирующихся рынков	51,0	50,9	51,5	48,9	47,5	43,4

Источник: Global Stock Markets Factbook, S&P за ряд лет.

Данное обстоятельство серьезно сдерживает рост совокупного объема торговли российскими акциями. Преодоление данного ограничения приведет к появлению ликвидных рынков многих акций и, соответственно, к ускоренному росту общей ликвидности рынка.

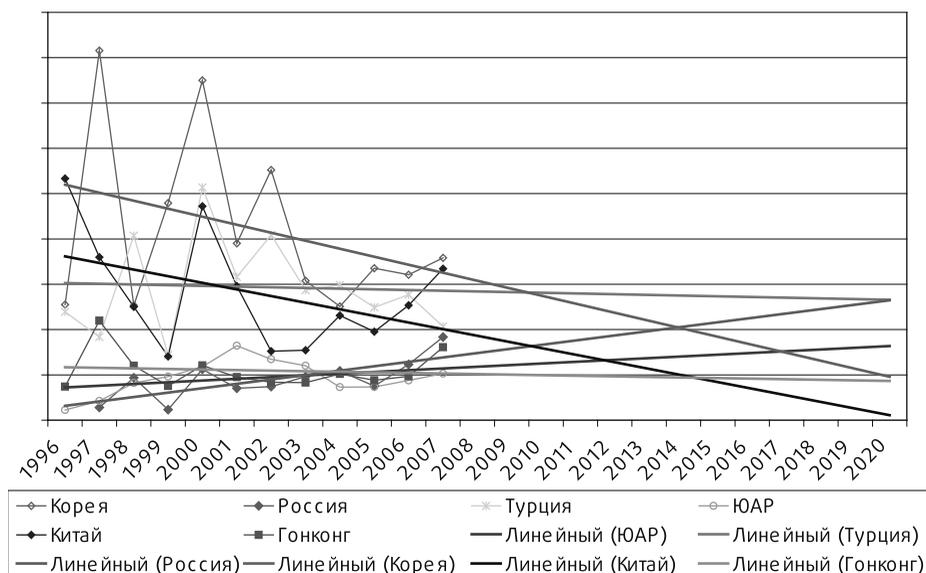
В течение последних двух лет было преодолено еще одно препятствие роста ликвидности российского рынка акций, отмечающееся нами в ранних версиях настоящего доклада. Речь идет о недостаточно высокой доле биржевого рынка в совокупном объеме сделок с российскими акциями. Как представляется, рост биржевых оборотов акций на российских биржах в 2006–2007 годах был в значительной мере обусловлен перетоком операций с акциями на российские биржи.

Значительная часть внебиржевых сделок с российскими акциями, по-видимому, приходилась и приходится на иностранные фондовые биржи⁴¹. Другими словами, многие сделки с российскими акциями, которые по формальным нормативно определенным признакам относятся к внебиржевым сделкам, на самом деле таковыми по своей истинной природе не являются. Поэтому повышение доли российских бирж в совокупном биржевом обороте российских акций (с 47% в 2005 году до 74% в 2007 году — см. часть I настоящего доклада, стр. 5) автоматически привело к снижению доли внебиржевых сделок.

Следует отметить, что наряду с низким уровнем соотношения оборота и капитализации (см. рис. 29) темпы роста данного показателя у России положительные, что среди развивающихся рынков в последнее десятилетие было свойственно лишь двум странам. Более того, среди всех стран с крупными развивающимися финансовыми рынками Россия имеет наиболее высокую динамику данного показателя на протяжении последних 12 лет (уравнение линейного тренда $y = 0,0486x + 0,109$). Долгое время лидировавшая по данному показателю ЮАР после 2006 года переместилась на второе место (уравнение линейного тренда $y = 0,0191 + 0,3414$).

В ближайшей десятилетней перспективе основными конкурентами России среди крупных развивающихся рынков по данному показателю будут рынки Турции и ЮАР. В случае сохранения сложившихся в течение последних 12 лет тенденций изменения соотношения объема торговли акциями и капитализации через 13 лет по данному показателю лидерами среди развивающихся рынков будут Турция и Россия (см. рис. 31).

Рис. 31. Соотношение оборота и капитализации на развивающихся финансовых рынках



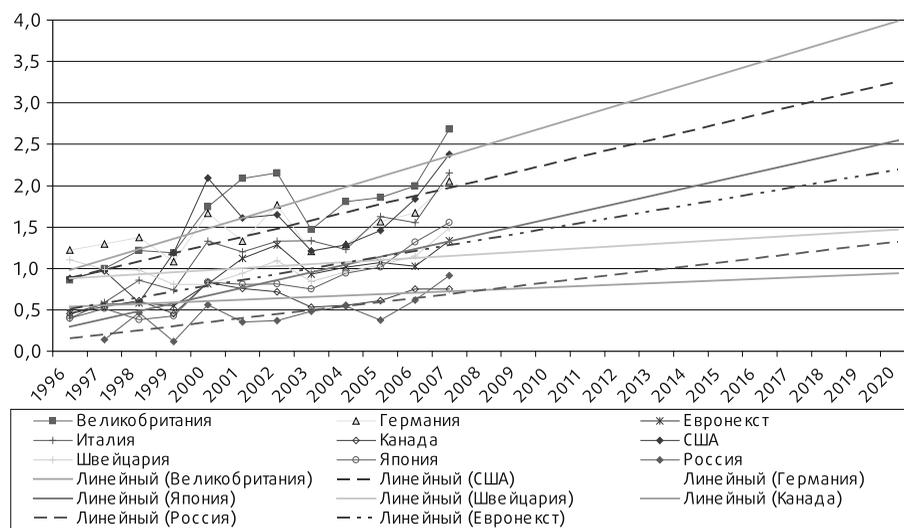
Однако необходимо также учитывать «фактор Китая». Соотношение оборота и капитализации в 2007 году в Китае больше, чем спрогнозированное по инерционной модели значение аналогичного российского показателя 2020 года. Учитывая, что в течение 2002–2007 гг. соотношение оборота и капитализации в Китае росло, необходимо предположить, что именно Китай будет в долгосрочной перспективе важнейшим конкурентом России в борьбе за ликвидность на мировом рынке акций. Поэтому при определении целевого ориентира показателя оборот/капитализация следует учитывать тот уровень, который может быть достигнут китайским рынком акций к 2020 году. Следовательно, выполнение второго условия (достижение абсолютного лидерства стран с развивающимися финансовыми рынками по соотношению объема биржевых сделок с акциями и капитализации) предполагает, что биржевой оборот российских акций в 2020 году составит 9,2–9,5 трлн долл. Такой уровень предполагает значительное опережение темпов роста, характерных для динамики объемов торговли акциями в России в течение последних 11 лет.

Реализация этого же предположения требуется и для выполнения третьего условия (сокращение отставания от крупнейших развитых рынков по соотношению объема биржевых сделок с акциями и капитализации).

При сохранении существующих тенденций Россия не только будет значительно отставать от большинства развитых финансовых рынков, но от ряда из них (США, Великобритания, Япония) это отставание будет существенно увеличиваться (см. рис. 31а).

Такую ситуацию следует признать неудовлетворительной, так как она будет способствовать оттоку операций из России на зарубежные рынки, снижению конкурентоспособности российского фондового рынка на глобальном рынке капиталов и, в конечном счете, — утрате Россией ликвидности на внутреннем рынке.

Рис. 31а. Соотношение оборота и капитализации на развитых фондовых рынках и России



Самые высокие темпы роста соотношения объема биржевых сделок с акциями и капитализации сложились в последние 13 лет в Великобритании, несколько ниже — в США и Японии. Россия по темпам роста указанного показателя уступает также бирже Euronext и практически соответствует Германии. Выйти на траекторию данного соотношения Великобритании невозможно. Увеличение темпов роста данного соотношения до темпов роста США и Японии означает, что в 2020 году соотношение оборотов акций и капитализации в России должно составить 1,9. Достижение этого уровня следует признать реалистичным.

Достижение этого уровня обеспечит необходимое минимальное сближение с крупнейшими развитыми рынками. В случае выполнения данного условия Россия по динамике соотношения оборота и капи-

тализации будет отставать от Великобритании, иметь темпы роста данного показателя, соответствующие темпам роста США и Японии, и опережать все другие развитые рынки. Такую ситуацию можно считать сближением с темпами роста крупнейших развитых рынков.

Выполнение третьего условия потребует выхода показателя объема биржевой торговли акциями в 2020 году на уровень 10,3–10,6 трлн долл.

Таким образом, из трех вышеприведенных условий наиболее жестким является третье условие. Тем не менее выполнение именно этого условия позволит говорить о наличии всех необходимых признаков идеальной модели фондового рынка в России. Поэтому в качестве целевого значения показателя абсолютного объема торговли акциями на фондовых биржах России следует принять уровень 10,3–10,6 трлн долл. в 2020 году.

Этот уровень в 8,4–8,6 раза выше рекордного уровня 2007 года. Выход на такой высокий уровень предполагает значительное опережение темпов роста, характерных для динамики объемов торговли акциями в России в течение последних 12 лет. Поэтому для этого требуется реализация активной политики по кардинальному увеличению ликвидности внутреннего рынка акций. Вместе с тем необходимо отметить, что такое кардинальное увеличение ликвидности вполне реально: для этого требуется поддерживать в течение 12 лет темпы роста объемов биржевой торговли акциями, несколько ниже, чем те, которые были характерны, например, для 2004 и 2005 годов, которые были существенно ниже темпов роста 2006 и 2007 годов.

Результаты последних двух лет (2006–2007 гг.) показывают, что с началом заметного качественного улучшения структуры инвесторов (что выражается прежде всего в значительном росте числа физических лиц, инвестирующих в акции) возможен качественный рывок в изменении показателя объема торговли. С учетом данных 2006–2007 гг. достижение заявленного целевого уровня уже не кажется утопией.

1.7. Выводы анализа передового опыта по развитию рынков акций

1.7.1. Влияние на количественный рост и устойчивость динамики капитализации, на ее соотношение с ВВП

С точки зрения количественного роста, его интенсивности и устойчивости наиболее близким к идеальному состоянию следует признать рынок акций Гонконга. Как уже отмечалось в части II настоящей работы, за последние 10 лет Россия по динамике роста национальной капитализации превосходит все страны с развивающимися финансовыми рынками, кроме Гонконга. При этом размер капитализации Гонконга относительно мало пострадал от «азиатского» кризиса, т.е. гонконгский рынок акций обладал высокой устойчивостью.

Поэтому необходимо более детально рассмотреть те факторы, прежде всего в части институциональной инфраструктуры рынка, за счет которых Гонконг может обеспечивать столь высокие и устойчивые темпы роста своей капитализации.

Гонконг по многим параметрам принципиально не похож на Россию, и у России нет значительного количества тех конкурентных преимуществ, которые есть у Гонконга и которые основаны на специфическом географическом положении Гонконга и его положении в мировой финансовой системе. Но вместе с тем необходимо учитывать те факторы и конкурентные преимущества, которые реализованы в Гонконге и могут быть использованы в России. В этом, собственно, и заключается эффективное использование зарубежного опыта — умение взять все то, что будет наращивать конкурентные преимущества в конкретно взятой стране.

Кроме того, многие конкурентные преимущества, которые сейчас не могут присутствовать в России, но присутствуют в Гонконге, могут быть сформированы в результате многолетних усилий, в результате реализации целенаправленной политики. Одним из таких преимуществ является формирование в Гонконге регионального финансового центра. В настоящее время создание в России регионального или мирового финансового центра невозможно. Однако сегодня возможно создать все необходимые предпосылки для того, чтобы формирование регионального финансового центра в России стало возможно в 10-летней пер-

спективе. Для этого требуется реализовать ряд мероприятий в области регулирования, но вместе с тем необходимо и формирование принципиально иного инвестиционного имиджа страны.

Рынок акций Гонконга имеет следующие преимущества перед другими развивающимися рынками, являющимися его конкурентами на мировом рынке капиталов:

- он существует в рамках крупного регионального финансового центра (сформировавшегося в результате наличия политики «открытой экономики»⁴² в сочетании с высоким уровнем юридической культуры), экспортирующего финансовые услуги в окружающие страны, что создает, с одной стороны, дополнительный спрос на местной бирже, а с другой стороны, способствует значительному приросту национальной капитализации за счет активного присутствия финансовых институтов в листинге Гонконгской биржи (их доля в национальной капитализации Гонконга составляет 29%⁴³);
- тесная связь с экономикой КНР, практическими результатами которой в области фондового рынка являются, во-первых, большое количество торгуемых компаний с активами, расположенными в КНР, и, во-вторых, большое количество торгуемых компаний с большой долей капитала из КНР⁴⁴;
- устойчивый рост количества обращающихся на бирже акций компаний-резидентов⁴⁵;
- активное использование долевого финансирования гонконгскими компаниями, в результате чего IPO является для них основным источником финансирования инвестиций в основной капитал (соотношение объема привлеченного посредством IPO капитала и объема инвестиций в основной капитал в Гонконге традиционно самое высокое в мире)⁴⁶;
- высокий уровень защиты интересов инвесторов;
- стабильность национальной валюты;
- эффективность инфраструктуры фондового рынка Гонконга;
- высокий уровень информационного обеспечения инвесторов;
- высокая доля населения, инвестирующего в акции компаний Гонконга;
- чрезвычайно высокий объем средств, аккумулированных в инвестиционных фондах, управляемых гонконгскими финансовыми организациями;
- специализация инвестиционных фондов Гонконга на инвестициях в акции (доля фондов акций составляет (на конец 2001 года) 70% всех активов фондов, являющихся членами Ассоциации инвестиционных фондов Гонконга, еще 9% приходится на смешанные фонды⁴⁷), что обеспечивает более высокий спрос на акции за счет относительно более низкого спроса на другие инструменты.

По оценкам Ernst&Young, экономика Гонконга отличается в высшей степени рыночным характером и основана на принципах политики свободного рынка, низкого налогообложения и невмешательства государства. Гонконг — важный международный финансово-торговый центр, где сконцентрировано самое большое в Азиатско-Тихоокеанском регионе количество головных офисов компаний. В 80-х годах в экономике Гонконга произошли структурные изменения, ставшие результатом переноса производства на предприятия материкового Китая и выхода на первый план сектора услуг при поддержке эффективной правовой системы, действующей на этой территории.

Высокий уровень защиты интересов инвесторов складывается из следующих предпосылок: высокого качества юридической системы Гонконга, основанной на англо-саксонском праве; широких полномочий регулятора; активной реализации Программы защиты инвесторов⁴⁸ и ряда других. Составной частью этой защиты является, в частности, установление высокого уровня минимально допустимого размера пакета акций, который должен находиться во владении широкого круга лиц, не аффилированных с менеджерами и мажоритарными собственниками. В соответствии с Правилами листинга Гонконга минимальный уровень акций в публичном владении установлен в 25%, а в отдельных случаях — 50%⁴⁹, что способствует формированию на рынке Гонконга высокой доли акций в свободном обращении (free float). Как представляется, данный механизм является чрезвычайно актуальным для российского фондового рынка, отличающегося низким уровнем доли акций в свободном обращении.

Следует отметить, что относительно более жесткий режим защиты интересов инвесторов в Гонконге ведет не просто к концентрации финансовых ресурсов (что, естественно, способствует постоянному рос-

ту курсов местных ценных бумаг), но к концентрации на гонконгском рынке, прежде всего, более консервативных инвесторов, для которых особенно важен этот аспект национального режима регулирования фондового рынка. Именно для этой группы инвесторов (большинство из которых крупные) ограничение минимального уровня free float компаний, акции которых могут торговаться на бирже, имеет особое значение. По нашему мнению, именно это в значительной степени способствует высокой устойчивости роста капитализации Гонконга. Ведь в противном случае (в случае низкого уровня free float) высокий уровень капитализации при прочих равных условиях генерирует повышенную волатильность рынка и, соответственно, провоцирует значительное падение рынка в течение кризисных периодов.

Вопросы защиты интересов инвесторов находятся в центре внимания регуляторов и других стран с развивающимися рынками, стремящихся к превращению в финансовые центры. Так, по данным Erst&Young, в Корее закон о ценных бумагах и биржах требует от зарегистрированных на бирже корпораций таким образом формировать советы директоров, чтобы в их состав были включены независимые члены, составляющие значительную часть совета директоров, а также создавать комитеты по аудиту.

Следует особо подчеркнуть, что активный рост количества обращающихся акций компаний-резидентов на бирже Гонконга в условиях эффективной и достаточно жесткой системы защиты интересов инвесторов (в том числе в части ограничения допуска на биржу компаний с низким уровнем free float⁵⁰) с высокой положительной корреляцией ведет к росту национальной капитализации. Это является полной противоположностью той ситуации, которая характерна для многих других стран с развивающимися финансовыми рынками. Другими словами, в условиях устойчивости национального рынка акций формируется его дополнительное преимущество, заключающееся в возможности безболезненно «переваривать» большое количество новых компаний с отсутствующей рыночной историей.

В создании устойчивости динамики рынка акций Гонконга большую роль играет население. Именно мелкие частные инвесторы в значительной мере формируют необходимый «якорь», благодаря которому в кризисные периоды капитализация Гонконга удерживается от значительного падения. В Гонконге 24,4% взрослого населения являются инвесторами в акции на Гонконгской бирже. При этом лишь 2,2% взрослого населения инвестируют в акции на биржах КНР и еще 2,5% — на прочих иностранных рынках, несмотря на то, что не существует значительных барьеров для таких инвестиций⁵¹. Это указывает на высокую оценку населением инвестиционной привлекательности внутреннего рынка. Факторы, предопределяющие активное участие населения в инвестициях в акции в Гонконге, будут подробно рассмотрены в пункте 5.2 настоящей части доклада.

Резкий рост капитализации Китая в 2006–2007 гг. в значительной мере был связан с реформой китайского рынка акций, предполагающей значительное расширение спроса и предложения. С одной стороны, значительно либерализован режим доступа на китайский рынок иностранных инвесторов, и увеличен приток средств населения. С другой стороны, проведена реформа в области акций, не обращающихся на рынке, отменены ограничения на публичные размещения акций и снижено налоговое бремя на финансовых посредников.

Опираясь на опыт Гонконга и учитывая опыт других стран с развивающимися фондовыми рынками, следует сделать вывод о том, что важнейшим фактором количественного роста национальной капитализации является выход новых компаний на фондовый рынок. Такой выход может быть осуществлен в двух основных формах: выход в целях привлечения нового капитала (проведение IPO); выход в целях придания ликвидности и/или получения оценки со стороны рынка уже существующим акциям. Это становится результатом изменения структуры целей корпоративного развития за счет появления такой цели, как получение оценки рынком стоимости бизнеса и такой цели, как привлечение новых инвесторов и дополнительных финансовых ресурсов для решения тех или иных задач корпоративного развития.

Особую важность для роста и качественного улучшения национальной капитализации имеет выход компаний на рынок посредством IPO. Факторы, предопределяющие активность процессов IPO, будут более подробно проанализированы далее, в пункте 1.7.3 настоящей части доклада.

Здесь же рассмотрим более подробно возможности количественного увеличения и качественного улучшения национальной капитализации за счет еще одного фактора, влияющего на рост капитализации и непосредственно связанного с фактором выхода новых компаний на рынок акций.

Как уже отмечалось (п. 1.1 настоящей части доклада), потенциальным конкурентным преимуществом России может стать наличие большого количества крупных корпораций, которые в ходе своего разви-

тия неизбежно (в случае успешности такого развития) перерастут в транснациональные корпорации, для которых публичная форма функционирования наиболее естественна. В то же время необходимо подчеркнуть, что это конкурентное преимущество является именно потенциальным в плане роста национальной российской капитализации, так как в ходе многочисленных слияний и поглощений, сопровождающих процесс формирования транснациональных корпораций, страной базирования штаб-квартиры будущей транснациональной корпорации может быть выбрана иная страна, чем Россия. Для того чтобы будущие транснациональные корпорации, вырастающие из крупных российских корпораций, выбирали в качестве страны базирования Россию (увеличивая национальную российскую капитализацию), необходимо, чтобы условия ведения предпринимательской деятельности для таких корпораций были в России более привлекательны, чем в других странах. Другими словами, для этого требуется, чтобы инвестиционный и предпринимательский климат в России соответствовал лучшим мировым стандартам.

Рассмотрим вопрос резервов роста национальной капитализации за счет выхода новых корпораций на фондовый рынок. В Российской Федерации в настоящее время насчитывается более 2,6 млн хозяйственных обществ, в том числе более 58 тысяч открытых акционерных обществ⁵². Теоретически все акционерные общества могут быть представлены на фондовом рынке. Однако в реальности лишь небольшая часть формально открытых акционерных обществ ведет себя в качестве таковых. Подавляющее большинство открытых акционерных обществ организовались в период масштабной приватизации, в ходе которой основной организационно-правовой формой, в которую преобразовывались ранее государственные предприятия, была форма открытого акционерного общества. Поэтому в реальности ближайшим резервом роста национальной капитализации за счет фактора увеличения количества представленных на фондовом рынке компаний является относительно небольшое количество предприятий, которые видят в форме открытого акционерного общества преимущества, которые позволят им в будущем привлекать инвестиции на финансовом рынке, в том числе на рынке акций. При этом, как показывает практика, преобразование в открытое акционерное общество в целях получения дополнительных преимуществ в части привлечения инвестиций, может осуществляться из любой формы хозяйственного товарищества.

Рассмотрим, за счет каких факторов ряд стран с развивающимися финансовыми рынками опережают Россию по соотношению капитализации и ВВП. Как уже отмечалось, лидерство Гонконга в значительной мере обусловлено природой фондового рынка Гонконга как регионального финансового центра, в том числе концентрацией в нем множества финансовых организаций и активного проведения IPO. Кроме того, на лидерство Гонконга оказывает влияние соседство экономики КНР. Аналогичные причины лежат и в высоком уровне данного соотношения Сингапура — его национальный рынок (также претендующий на роль регионального финансового центра) используется компаниями ряда соседних стран (в том числе и КНР) для создания дочерних предприятий и вывода их акций на местную биржу. Обе страны (Гонконг и Сингапур) отличаются также большим количеством компаний, акции которых допущены к торгам на национальных биржах.

Лидерство Южной Африки в значительной мере связано с наличием в этой стране штаб-квартир крупных транснациональных компаний⁵³ (так, из 10 крупнейших мировых ТНК, занимающихся добычей золота, три зарегистрированы в Южной Африке и имеют листинг на Йоханнесбургской бирже). Кроме того, в Южной Африке достаточно сильно развита индустрия коллективных инвестиций.

В основе высокого уровня соотношения капитализации и ВВП, характерного для Чили, лежит активное вовлечение пенсионных резервов в инвестиции на национальном рынке акций, а также достаточно большая распыленность корпоративной собственности.

Высокий уровень соотношения капитализации и ВВП, характерного для Малайзии, связан в первую очередь с большим количеством компаний, акции которых допущены к торговле на национальной бирже, а также с достаточно большим уровнем распыленности корпоративной собственности.

Высокий уровень соотношения капитализации и ВВП для вышеперечисленных стран (Гонконг, Южная Африка, Сингапур, Малайзия, Чили) в значительной части обусловлен также относительно небольшим размером экономики этих стран. Крупнейшей экономикой среди них по показателю ВВП является экономика Южной Африки (213 млрд долл. в 2004 году). Для более крупных экономик с развивающимися финансовыми рынками (Россия, Корея, Индия, Бразилия) характерен иной диапазон значений показателя соотношения капитализации и ВВП — от 50 до 60%.

Для Кореи важнейшими факторами роста указанного соотношения выступают наличие большого количества транснациональных корпораций, высокая доля институтов коллективных инвестиций и активное вовлечение населения в операции с акциями и в долгосрочное владение акциями. Вместе с тем высокий уровень концентрации корпоративной собственности, относительно большая роль банковского сектора и наличие многочисленных экзотических структур на финансовом рынке оказывают серьезное понижающее воздействие на уровень данного соотношения.

Для Индии наиболее значимым повышающим фактором является большое количество компаний, акции которых допущены к торгам на местных фондовых биржах. Кроме того, еще одним важным повышающим фактором является распыленность корпоративной собственности. Существенным фактором роста количества компаний, акции которых допущены к торгам на местных фондовых биржах, и, соответственно, капитализации выступает законодательное требование к индийским компаниям проводить листинг своих акций на национальных биржах до регистрации этих акций на иностранных биржах.

Для Бразилии важнейшим повышающим фактором является высокий уровень развития институтов коллективных инвестиций.

Как показывает опыт самой России, для обеспечения устойчивого опережающего роста капитализации требуется исключить возможность повторения в России кризисов, подобных кризису 1997–1998 гг. Именно этот фактор — фактор кризиса — может в долгосрочной перспективе наиболее негативно отразиться на динамике национальной капитализации. Поэтому важнейшим фактором обеспечения устойчивости роста капитализации России является обеспечение достаточного уровня иммунитета внутреннего рынка акций к внешним кризисным факторам, сформировавшимся на мировом рынке капитала, либо на других секторах финансового рынка России.

Сохранение устойчивых темпов роста капитализации в условиях развития кризисных явлений на мировом рынке капитала требует соблюдения еще ряда условий, обеспечивающих устойчивость национального фондового рынка по отношению к негативным внешним шокам. Эти внешние шоки применительно к России могут быть подразделены на две группы: шоки мирового рынка капиталов и шоки мировых рынков сырья. Для обеспечения устойчивого роста капитализации России необходимо обеспечить как устойчивость к шокам мирового рынка капиталов, так и устойчивость к шокам мировых рынков сырья.

Устойчивость к шокам мирового рынка капиталов предполагает в первую очередь наличие в России большого спроса на ценные бумаги со стороны внутренних инвесторов. Основным источником спроса со стороны внутренних инвесторов в большинстве стран мира являются сбережения населения.

Устойчивость к шокам со стороны мировых рынков сырья предполагает диверсификацию отраслевой структуры экономики и диверсификацию отраслевой структуры капитализации. И та, и другая диверсификация, как показала российская практика последних лет, наиболее эффективно достигается за счет активизации процессов IPO.

Еще одним важным фактором устойчивого роста национальной капитализации является динамичное и эффективное развитие национальной экономики в целом. Так как такое развитие в современной экономической ситуации возможно только на основе ускоренного роста объема инвестиций и, соответственно, быстрого обновления основного капитала, то необходимым условием выступает наличие благоприятного инвестиционного климата в стране.

Суммируя вышесказанное, можно указать на следующие факторы, наиболее сильно влияющие в долгосрочной перспективе на повышение уровня национальной капитализации и, соответственно, соотношения капитализации и ВВП стран с развивающимися финансовыми рынками при любых прочих условиях:

- наличие в экономике страны большого количества транснациональных корпораций, являющихся резидентами данной страны и представленных на национальных биржах;
- наличие развитой индустрии коллективных инвестиций (в том числе управляющих пенсионными резервами);
- функционирование национального фондового рынка в качестве регионального финансового центра;
- большая доля инвестиций физических лиц, осуществляемых через брокеров, в общем объеме инвестиционного спроса на акции национальных компаний;

- устойчивость национального рынка акций к внешним шокам, в первую очередь высокий иммунитет национального рынка по отношению к кризисным явлениям на других развивающихся рынках и на мировом рынке капитала в целом⁵⁴;
- активные процессы привлечения капитала на рынке акций (IPO);
- динамичное и эффективное развитие национальной экономики на основе благоприятного инвестиционного климата;
- высокий уровень распыленности корпоративной собственности (высокая доля миноритарных акционеров в структуре акционерного капитала).

Факторами, понижающими соотношение капитализации и ВВП, являются:

- большая роль коммерческих банков в функционировании рынка акций;
- наличие на финансовом рынке большого количества экзотических⁵⁵ страховых и пенсионных институтов.

Неоднозначное воздействие на соотношение капитализации и ВВП оказывает количество торгуемых акций на национальных биржах. Во многих странах данный фактор оказывает позитивное воздействие на соотношение капитализации и ВВП, но в еще большем количестве случаев он оказывает отрицательное воздействие на капитализацию, и, как следствие, на ее соотношение с ВВП. Позитивное воздействие данный фактор оказывает только в странах с достаточно жесткими требованиями к торгуемым акциям и/или к акциям, входящим в котировальные листы. Поэтому данный фактор может оказывать позитивное воздействие на соотношение капитализации и ВВП только при условии наличия оптимальных (с точки зрения жесткости допуска) правил допуска акций к торгам на фондовых биржах и критериев листинга.

Данный тезис нуждается в дополнительном пояснении.

В периоды роста мирового фондового рынка большое количество торгуемых акций придает дополнительное ускорение динамике национальной капитализации, но в периоды стабилизации мирового фондового рынка способствует снижению соотношения капитализации и ВВП, а в условиях снижения мирового фондового рынка ведет к ускорению падения национальной капитализации. Другими словами, большое количество акций, допущенных к торговле на национальных фондовых биржах, способствует росту волатильности этого рынка и повышению риска инвестирования в акции данной страны.

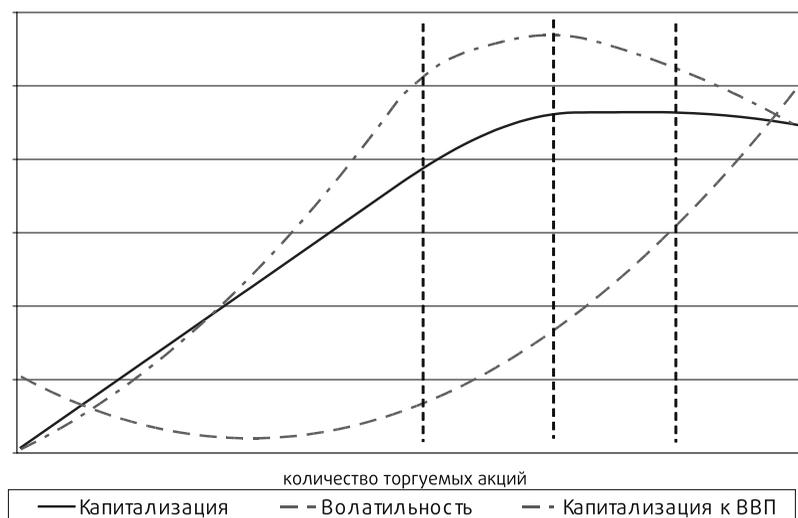
В ряде стран с развивающимися финансовыми рынками размер капитализации имеет отрицательную корреляцию с количеством акций, допущенных к торговле. Далее рассмотрим механизм влияния фактора количества торгуемых акций на долгосрочную динамику соотношения капитализации и ВВП.

В качестве рабочей гипотезы, опирающейся на проведенный корреляционный анализ, можно предположить, что зависимость капитализации от количества торгуемых акций имеет сложную природу. Ее можно описать в рамках абстрактной модели, обобщающей закономерности изменения капитализации, количества торгуемых акций, волатильности и соотношения капитализации и ВВП ряда стран с развивающимися финансовыми рынками.

Уровень капитализации растет по мере роста количества торгуемых акций до границы некоторого диапазона, за пределами которого рост количества торгуемых акций приводит к замедлению темпов роста национальной капитализации, а растущий уровень волатильности начинает превосходить уровень, свойственный для рынков с относительно небольшим количеством торгуемых акций. После достижения следующего качественного уровня насыщения рынка торгуемыми акциями рост капитализации прекращается (т.е. дальнейшее увеличение количества торгуемых акций уже не приводит к росту капитализации), а затем уровень капитализации начинает снижаться по мере роста количества торгуемых акций (т.е. возникает обратная зависимость капитализации от количества торгуемых акций).

При этом в случае интенсивного роста капитализации ее отношение к ВВП в рамках первого диапазона растет по траектории, близкой к экспоненте. Затем, по мере сокращения темпов роста капитализации (в рамках второго диапазона), активно снижаются и темпы роста указанного соотношения, а при стабилизации национальной капитализации (в рамках третьего диапазона) его отношение к ВВП начинает снижаться. При снижении капитализации (в рамках четвертого диапазона) происходит ускорение снижения соотношения капитализации и ВВП (см. рис. 32).

Рис. 32. Влияние количества торгуемых акций на капитализацию рынка, на волатильность рынка и на соотношение капитализации к ВВП



Таким образом, с определенного момента избыточный рост количества акций, допущенных к торговле на национальных фондовых биржах, приводит к сокращению соотношения капитализации и ВВП.

В свою очередь, количество акций, торгуемых на национальных биржах, в значительной мере зависит от жесткости критериев листинга и от жесткости правил допуска акций к торгам на фондовой бирже. В разных странах жесткость этих критериев и правил значительно различается. Исходя из того, что максимизация и минимизация количества торгуемых акций не приводят к максимизации роли фондового рынка в национальной экономике, следует сделать вывод о том, что бессмысленны как максимально жесткие, так и максимально либеральные правила допуска акций к торгам на фондовых биржах.

Учитывая противоречивый характер воздействия большого количества компаний в списке акций, допущенных к торговле на фондовых биржах, следует определить возможность нахождения оптимального их количества с точки зрения одновременного соответствия двум критериям:

- максимизации соотношения капитализации и ВВП;
- минимизации волатильности рынка.

Другими словами, необходима оптимизация критериев допуска, основанная на максимизации роли фондового рынка в экономике при ограничении волатильности рынка. Такая оптимизация — отдельная большая задача, выходящая за рамки настоящего исследования. В первом приближении оптимальная жесткость достигается тогда, когда критерии допуска не препятствуют появлению на бирже максимального количества акций надежных эмитентов, качество которых обуславливает высокую устойчивость рынка, но одновременно делают невозможным торговлю теми акциями, которые в периоды кризиса подвержены большим колебаниям вследствие низкого уровня устойчивости эмитентов к кризисным явлениям либо вследствие невозможности получить достоверную оценку риска инвестиций в такие акции (например, в результате недостаточной прозрачности эмитента либо в результате недостаточно оперативного раскрытия информации).

Вместе с тем следует отметить, что оценка оптимальности критериев листинга фондовых бирж используется американской пенсионной программой CalPERS при определении перечня стран, в акции которых разрешены инвестиции пенсионных резервов. Качество критериев листинга российских фондовых бирж оценивается достаточно высоко по сравнению с аналогичными критериями, используемыми биржами на других развивающихся рынках (8 баллов из 9 возможных). Единственным недостатком является отсутствие практики требования российскими фондовыми биржами от эмитентов так называемой «ре-

гулярной» информации, т.е. требования раскрытия информации на постоянной основе. Под режимом раскрытия информации на постоянной основе понимается раскрытие эмитентами информации чаще, чем раз в три месяца.

Современная практика установления критериев листинга на фондовых биржах развивающихся рынков отличается чрезвычайно большим разнообразием. При наличии достаточно узкого круга стандартных критериев листинга (срок существования, минимальный размер корпорации, наличие прибыли, количество акционеров или доля акций в свободном обращении) перечень остальных критериев и жесткость предельных показателей этих критериев широко различаются по странам. При этом повышенная жесткость критериев листинга на биржах развивающихся рынков далеко не всегда означает высокую эффективность этих критериев. По оценке компании Wilshire Consulting, проводившей оценку оптимальности критериев листинга по заказу CalPERS, наиболее эффективными критериями листинга на развивающихся рынках являются критерии листинга Тайваня и Филиппин, на биржах которых количество допущенных к торговле акций достаточно велико (по отношению к национальной капитализации). Напротив, наихудшими критериями листинга признаны критерии листинга в Колумбии и Перу, на биржи которых допущено относительно мало акций национальных компаний.

На рост соотношения капитализации и ВВП России наиболее сильное влияние в настоящее время оказывает большое количество крупных транснациональных компаний, зарегистрированных в России. В структуре российской капитализации корпорации, которые могут быть отнесены к транснациональным, занимают 68% всей национальной капитализации. Кроме того, еще около 6% национальной капитализации приходится на монополистов национального уровня. Таким образом, современное достаточно высокое соотношение капитализации и ВВП в России связано в основном с большим количеством крупных корпораций, акции которых торгуются на российских биржах. Более того, именно появление на рынке новых акций крупных корпораций позволило удвоить национальную капитализацию России в 2006 году. Все другие факторы, которые оказывают влияние на уровень данного соотношения, характеризуются либо нейтральным, либо в той или иной мере понижающим воздействием: в России высок уровень концентрации корпоративной собственности; крайне низка доля институтов коллективных инвестиций и частных инвесторов; относительно невелико общее количество компаний, акции которых допущены к торгам на фондовых биржах.

Необходимо также остановиться на вопросе о влиянии уровня монетизации экономики на размер капитализации фондового рынка. Многие авторитетные эксперты⁵⁶ прямо указывают на наличие такой положительной связи и даже прогнозируют динамику фондовых индексов исходя из уровня монетизации, формируя целевые значения индексов, опираясь на предположение о существовании функциональной зависимости фондовой динамики от монетизации экономики. Вместе с тем, как представляется, интенсивность воздействия монетизации на динамику фондовых рынков и, соответственно, на капитализацию в значительной мере зависит от структуры инвесторов на том или ином национальном рынке акций. Поэтому такая зависимость (между монетизацией экономики и капитализацией рынка акций) постулируется нами в настоящее время в качестве рабочей гипотезы, нуждающейся в уточнении на основе статистических данных стран с развивающимися финансовыми рынками.

1.7.2. Ликвидность рынка акций

С точки зрения ликвидности рынка акций лидерами среди стран с развивающимися финансовыми рынками является Корея (как по абсолютному объему сделок с акциями на национальном биржевом рынке, так и по соотношению объема сделок с акциями и капитализацией).

Как уже отмечалось, существует несколько факторов, обеспечивших устойчивое динамичное наращивание ликвидности рынка акций в Корее: наличие ликвидного и емкого срочного рынка акций, внедрение передовых принципов корпоративного управления, активное вовлечение населения в операции с ценными бумагами, наличие крупной индустрии коллективных инвестиций.

Закономерности изменения ликвидности прочих развивающихся рынков акций позволяют выделить и ряд других факторов, влияющих на ликвидность. Так, большое значение имеет доля акций в свободном

обращении. Чем она выше, тем выше, при прочих равных условиях, объем сделок с акциями. Наиболее заметно влияние free float на ликвидность в условиях значительного снижения free float — в этом случае ликвидность соответствующего национального рынка неизбежно падает. Наиболее ярким примером в данном случае является Турция — после снижения free float резко снизилась и ликвидность турецкого рынка, ранее одного из самых ликвидных (по соотношению объема торгов и капитализации).

Также особую роль играет объем инвестиционного спроса. Чем он выше, тем, при прочих равных условиях, выше уровень ликвидности рынка. Совокупный объем инвестиционного спроса формируют различные группы инвесторов, наиболее значимыми среди которых являются иностранные инвесторы, население и институты коллективных инвестиций (в том числе пенсионные институты).

Для иностранных инвесторов особое значение имеет открытость национального фондового рынка, т.е. наличие или отсутствие значимых барьеров для иностранных инвесторов, включая наличие или отсутствие ограничений на покупку (и/или владение) нерезидентами акций национальных компаний, а также режим налогообложения доходов от операций с акциями. Если уровень налогов избыточен, иностранные инвесторы переводят операции с акциями национальных компаний на другие рынки (в первую очередь в офшорные зоны), снижая тем самым ликвидность внутреннего рынка акций. Если налоги незначительны, то это ведет к концентрации операций с акциями на внутреннем рынке (именно благодаря нулевой ставке налога на прирост капитала рынок акций Тайваня отличается высокой ликвидностью).

Среди внутренних инвесторов особенно важны для роста ликвидности рынка институты коллективных инвестиций и некоторые группы инвестирующего населения (активно торгующее население). Различные страны существенно различаются по соотношению активно торгующих мелких частных инвесторов и общего числа инвестирующего населения. По-видимому, на поведение населения существенное влияние оказывают национальные особенности. Пенсионные институты, менее склонные к активным операциям, в меньшей степени способствуют росту ликвидности рынка.

Следует отметить, что далеко не все факторы, способствующие росту ликвидности рынка акций, могут быть признаны позитивно воздействующими на приближение фондового рынка к идеальному состоянию. Так, одним из важнейших факторов, определяющих ликвидность рынка акций, является совокупный объем спроса со стороны инвесторов, который складывается из спроса разных категорий инвесторов. Отдельных инвесторов привлекает высокий уровень риска национальной экономики и высокая волатильность рынка акций, обеспечивающие повышенный потенциал прибыли и убытков. Однако эти факторы препятствуют достижению других параметров идеальной модели. Так, высокий уровень риска не способствует ни устойчивости роста национальной капитализации, ни развитию процессов IPO, ни развитию рынка корпоративных облигаций.

Формальное достижение целевых показателей оборота акций на российском рынке также возможно за счет различных факторов, в том числе за счет увеличения волатильности рынка. Но одновременное достижение всех параметров идеальной модели возможно только при условии, что рост оборотов будет достигнут за счет других факторов (для условий России — в первую очередь за счет роста доли акций в свободном обращении и повышения доли частных инвесторов и институтов коллективных инвестиций).

Аналогичное замечание относится и к степени жесткости правил допуска акций к торговле и к котировке. Действительно, уровень ликвидности в определенной степени может управляться с помощью изменения критериев листинга. При этом повышение уровня ликвидности возможно как вследствие ослабления или отмены отдельных требований к акциям, так и вследствие ужесточения отдельных требований листинга. При ослаблении требований к акциям, допускаемым к торговле, рост объемов торговли может проявляться как простое следствие расширения числа торгуемых бумаг. Однако в этом случае рост соотношения между объемом торговли и капитализацией маловероятен. Напротив, наличие в числе критериев допуска тех или иных условий к ликвидности акции ведет к росту данного соотношения. Также к росту данного соотношения ведет наличие в числе критериев допуска требования относительно минимальной доли акций в свободном обращении.

Следует особо подчеркнуть, что на общий уровень ликвидности рынка акций влияет количество акций, имеющих высоколиквидный рынок. В качестве рабочей гипотезы можно предположить, что одним из факторов, способствующих росту количества высоколиквидных акций, является IPO. Однако эта гипотеза еще требует экспериментального подтверждения на реальных статистических данных.

Уровень конкурентоспособности инфраструктуры национального фондового рынка складывается из эффективности национальных фондовых бирж и эффективности расчетно-учетной системы. Эффективность фондовых бирж предполагает:

- обеспечение справедливого ценообразования;
- наличие возможностей для эффективного привлечения ресурсов для развития (в первую очередь за счет проведения IPO);
- обеспечение эффективного допуска максимального количества инвесторов к операциям с акциями посредством брокерских услуг членов биржи и обеспечение высоких стандартов качества этих услуг.

Эффективность учетно-расчетной системы предполагает:

- полностью автоматизированную систему исполнения сделок;
- минимальный срок проведения расчетов;
- достижение минимального авансирования капитала при обеспечении максимальной гарантии исполнения сделок;
- минимальные затраты на осуществление учета прав на ценные бумаги и расчеты по ценным бумагам;
- консолидированность учетно-расчетной инфраструктуры, основанную на наличии центрального депозитария.

Для того чтобы обеспечить возрастающий тренд соотношения объема торговли акциями и капитализации, стране с развивающимся фондовым рынком нужно создать такие условия для совершения сделок с акциями компаний-резидентов, которые были бы конкурентоспособны по сравнению с условиями совершения сделок на развитых рынках. В условиях глобализации инвестор может получить доступ к акциям интересующей компании не только на рынке страны ее регистрации, но и в крупных мировых центрах фондовой торговли. Следовательно, создание таких конкурентоспособных условий является движением к формированию в стране развитого фондового рынка. Более того, окончательное закрепление тенденции к росту соотношения оборотов и капитализации возможно только в рамках превращения национального фондового рынка в развитый рынок. Поэтому построение в России идеальной модели фондового рынка означает требование превращения российского фондового рынка в развитый рынок, по крайней мере, с точки зрения условий совершения сделок.

1.7.3. Привлечение нового капитала на рынке акций (IPO)

Лидером среди развивающихся рынков по соотношению объема IPO на внутреннем рынке и объема инвестиций в основной капитал является Южная Африка. Причины этого в следующем. Во-первых, национальные компании при привлечении внешнего финансирования активно пользуются традиционно высоким уровнем национальной капитализации, во многих случаях предпочитая доленое финансирование долговому. Во-вторых, высокая активность процессов IPO в Южной Африке в значительной мере обусловлена наличием в этой стране нескольких корпораций, которые можно отнести к транснациональным, что обеспечивает высокий уровень спроса на инвестиционные ресурсы, которые можно привлечь с помощью IPO.

Лидерство Гонконга и Тайваня в определенной мере обусловлено «фактором Китая», поэтому их опыт в этой области вряд ли будет полезен для российских условий. Вместе с тем лидерство Гонконга также обусловлено еще двумя факторами:

- существованием крупного финансового центра, концентрация финансовых ресурсов в рамках которого делает IPO наиболее эффективным способом привлечения капитала для местных компаний среди всех форм привлечения внешнего финансирования, а открытость рынка способствует переносу на этот рынок IPO некоторыми китайскими компаниями;
- наличием эффективного регулирования, устанавливающего более высокие, чем в других странах, минимально необходимые уровни доли акций в свободном обращении, а также обеспечивающего высокий уровень защиты прав инвесторов.

Выше мы говорили об опыте лидеров с точки зрения роли IPO в инвестиционных процессах в экономике. Необходимо также остановиться на лидерах с точки зрения абсолютных значений и с точки зрения роли IPO непосредственно на рынке акций. В данной «номинации» два других четко выраженных лидера — Китай и Индия. Несмотря на то что по соотношению объема IPO и объема инвестиций в основной капитал Китай и Индия отстают от многих стран с развивающимися финансовыми рынками, по абсолютному объему IPO на внутреннем рынке китайские и индийские компании постоянно входят в число лидеров. Индия традиционно входит также в число лидеров по соотношению объема IPO и капитализации.

Среди особенностей Китая необходимо указать на наличие жесткого запрета на участие коммерческих банков в операциях на фондовом рынке, установленном законодательно в 1995 году. Можно сказать, что сегодня Китай — единственная страна с существованием аналога акта Гласса-Стигла в его практической изначальной форме. Способствуют росту объемов IPO в Китае и установленные относительно недавно внутренние нормативы, в соответствии с которыми IPO объемом менее 10 млрд долл. США рекомендуется проводить на фондовом рынке континентального Китая.

Государственная политика в Китае в целом (за исключением отдельных периодов перегрева рынка) нацелена на стимулирование IPO. По данным Ernst&Young, основные направления этой политики стимулирования состоят в следующем:

- государственные фонды;
- снижение / отмена административных сборов;
- возмещение налогов;
- поддержка банковского кредитования ключевыми предприятиями.

Рост объемов IPO в Индии в последние два года сопровождался увеличением доли внутреннего рынка в размещениях акций. По мнению Ernst&Young, это является следствием роста пулов местного капитала, доступного для инвестиций в Индии, и роста активов размещаемых глобальными управляющими компаниями в Индии. Способствует росту объемов IPO на индийском рынке и эффективное использование механизма размещения ценных бумаг среди квалифицированных инвесторов (Qualified Institutional Purchases), внедренного в практику индийского рынка в мае 2006 года. Существенным фактором роста объема внутренних IPO в Индии выступает законодательное требование к индийским компаниям проводить листинг своих акций на национальных биржах до регистрации этих акций на иностранных биржах.

Как уже отмечалось, интенсивность процессов IPO зависит и от нахождения экономики в той или иной точке экономического цикла. На развитых рынках максимизация объема привлечения нового капитала приходится обычно на период завершения роста экономики. В условиях развивающихся рынков эта закономерность выражена менее четко. Поэтому следует также указать на динамику экономики, как один из факторов, определяющий интенсивность процессов IPO.

2. Рынок корпоративных облигаций

2.1. Стоимость корпоративных облигаций в обращении

По своим масштабам рынок долговых инструментов (главным образом облигаций) превосходит рынок акций. Если капитализация крупнейших мировых рынков акций в 2006 г. составила, по данным Standard&Poor's, 54,2 трлн долл., то задолженность по ценным бумагам на ту же дату – 69,4 трлн долл.

В 90-е годы темпы роста задолженности по ценным бумагам, хотя и уступали темпам роста капитализации акций, были также более высокими, чем темпы роста ВВП. За 1990–2006 гг. размеры общей мировой задолженности по ценным бумагам относительно ВВП выросли с 73 до 143% (см. таблицу 16). Рост происходил за счет заметного повышения эмиссионной активности не только государства, но и частного сектора. Размеры всей частной задолженности относительно мирового ВВП выросли за тот же период с 34 до 89%.

95% задолженности приходится на облигации (долгосрочные, среднесрочные и краткосрочные), небольшая часть — на депозитные сертификаты и коммерческие бумаги (инструменты денежного рынка), доля которых, однако, не превышает в целом 5% (лишь в США она выше — 9%).

Как и в случае с рынком акций, подавляющая часть всей задолженности по ценным бумагам (примерно 97% в 1990 и 91,5% по итогам первого полугодия 2007 г.) приходится на развитые страны.

Доля России на этом сегменте рынка незначительна – она составляет примерно 0,3% (см. таблицу 17).

В конце 90-х годов 41–44% всей мировой задолженности по ценным бумагам внутреннего долга приходилось на частных эмитентов и, соответственно, 56–59% — на государственных. В текущем десятилетии происходило ускоренное накопление долга частным сектором, и к концу 2006 года доля частного сектора в задолженности по внутренним ценным бумагам повысилась до 52,6%. За этими общими цифрами, однако, скрываются заметные различия для отдельных рынков, особенно для формирующихся. В некоторых странах главным эмитентом выступает частный сектор (США, Великобритания, Корея, Малайзия), в других доля государства превышает 70% (Япония, Бельгия, Бразилия, Индия, Венгрия), доходя иногда до 100% (Турция, Польша). В России большая часть внутренней задолженности по облигациям приходится на государственный сектор (а до 1999 г. практически полностью). Вместе с тем с 1999 г. в России успешно развивается рынок внутренних рублевых корпоративных облигаций, составляющий уже примерно 30% внутреннего долгового рынка.

Если рассматривать в совокупности внутренние и внешние долговые ценные бумаги, то доля частного сектора в совокупной мировой задолженности окажется еще больше – по состоянию на конец 3-го квартала 2007 года доля частных эмитентов достигла 62,9%.

Рассмотрим более детально закономерности развития внутренних рынков корпоративных облигаций.

Корпоративные облигации в большинстве стран с развитыми финансовыми рынками играют заметную роль в экономике. Ряд стран с развивающимися финансовыми рынками также имеют более или менее емкий рынок корпоративных облигаций. Обобщающие данные о стоимости корпоративных облигаций (как нефинансовых предприятий, так и финансовых организаций) в обращении в разных странах мира приведены в таблице 18.

Таблица 16. Объем мировых рынков долговых ценных бумаг (общий объем задолженности государственных и частных национальных эмитентов на конец года, включая внутреннюю и внешнюю задолженность, млрд долл.).

Страна	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007 (3 кв.)
Австралия	305	285	345	494	614	662	856	1 146
Великобритания	1565	1577	1823	2230	2445	2535	3296	3 782
Германия	2082	2575	3193	4025	4558	4107	4837	5 335
Италия	1345	1620	2027	2602	3055	2892	3505	4 038
Испания	363	543	766	1104	1452	1625	2315	2 943
Канада	777	779	810	981	1055	1259	1337	1 556
США	16118	17601	19016	20835	22541	24574	27248	29 240
Франция	1332	1517	1930	2593	3065	2854	3494	4 098
Япония	6432	6007	6621	8087	9163	8645	8724	9 055
Все развитые	33 373	35 071	39 582	46 872	53 014	51 655	58 867	65 188
Аргентина	154	123	103	111	114	131	138	143
Бразилия	356	375	287	388	462	658	807	1 017
Индия	140	134	160	201	246	290	346	468
Индонезия				75	68	68	95	110
Китай	276	421	394	460	508	928	1213	1 565
Корея	351	342	436	510	642	931	1111	1 232
Мексика	127	153	199	222	258	360	402	424
Польша	37	52	66	86	121	139	170	189
Россия*	70	68	78	88	109	118	170	243
Турция	69	107	116	167	201	221	225	267
ЮАР	65	47	66	95	123	128	135	153
Все формирующиеся	2300	2667	3069	3764	4274	4862	6246	6 235
Весь мир**	35 673	38 121	43 020	51 114	58 003	60 498	69 405	77 279
В процентах к ВВП	114	122	133	141	143	135	143	нд
Частные эмитенты	16 514	23 590	26 121	30 485	34 341	36 275	43 044	48 592
В процентах к ВВП	53	76	81	84	84	81	89	нд

Таблица 17. Доля отдельных стран в мировой задолженности по ценным бумагам, %

Страна	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007 (3 кв.)
Австралия	0,9	0,7	0,8	1	1,1	1,1	1,2	1,5
Великобритания	4,4	4,1	4,2	4,4	4,2	4,2	4,7	4,9
Германия	5,8	6,8	7,4	7,9	7,9	6,8	7,0	6,9
Италия	3,8	4,2	4,7	5,1	5,3	4,8	5,1	5,2
Испания	1	1,4	1,8	2,2	2,5	2,7	3,3	3,8
Канада	2,2	2	1,9	1,9	1,8	2,1	1,9	2,0
США	45,2	46,2	44,2	40,8	38,9	40,6	39,3	37,8
Франция	3,7	4	4,5	5,1	5,3	4,7	5,0	5,3
Япония	18	15,8	15,4	15,8	15,8	14,3	12,6	11,7
Все развитые	93,6	92	92	91,7	91,4	85,4	84,8	84,4
Аргентина	0,4	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
Бразилия	1	1	0,7	0,8	0,8	1,1	1,2	1,3
Индия	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,5	0,5	0,6
Индонезия	0	0	0	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Китай	0,8	1,1	0,9	0,9	0,9	1,5	1,7	2,0
Корея	1	0,9	1	1	1,1	1,5	1,6	1,6
Мексика	0,4	0,4	0,5	0,4	0,4	0,6	0,6	0,5
Польша	0,1	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
Россия*	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,3
Турция	0,2	0,3	0,3	0,3	0,3	0,4	0,3	0,3
ЮАР	0,2	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
Все формирующиеся	6,4	7	7,1	7,4	7,4	8,0	9,0	8,1
Весь мир**	100	100	100	100	100	100	100	100

Источники и примечания к таблицам 16 и 17.

Рассчитано по данным: BIS Quarterly Review. Statistical Annex за разные годы (www.bis.org). Источники по России — Министерство финансов (www.minfin.ru), информационное агентство CBONDS (www.cbonds.ru).

* Вексельная задолженность не учитывалась.

**Включая бумаги международных организаций (ЕБРР, Мировой банк и пр.), не выделенных отдельной строкой.

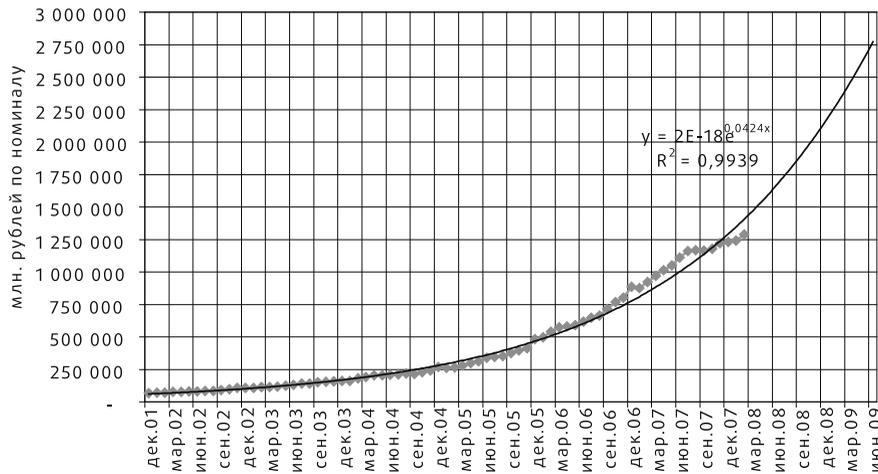
Таблица 18. Стоимость корпоративных облигаций в обращении, млрд долл.

Страна	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007 (3 кв.)
Австралия	53,7	70,1	70,7	80,4	115,8	102,8	107,4	137,5	215,2	263,5	279,8	362,9	532,1
Аргентина	5,9	8,1	12,2	14,1	14,0	14,0	12,8	13,4	12,4	14,8	15,8	16,3	14,4
Бельгия	154,0	142,9	116,8	120,9	106,3	100,1	91,5	110,9	130,8	142,0	112,1	124,0	147,4
Бразилия	81,2	79,1	80,3	104,5	55,3	49,6	50,1	41,2	53,3	76,3	113,2	172,1	241,4
Великобритания	151,8	211,0	236,0	270,1	298,7	261,8	258,8	290,4	316,3	366,6	323,2	402,5	453,2
Германия	1 336,4	1 293,2	1 185,1	1 358,1	1 199,3	1 119,4	898,8	965,2	1 068,6	1 033,9	839,7	1 025,0	1 145,8
Гонконг	16,2	21,8	28,0	27,2	29,5	28,8	28,9	30,2	29,4	30,7	32,2	33,1	33,6
Дания	179,6	175,7	165,5	190,8	162,5	159,8	171,3	221,5	282,0	347,2	342,9	409,5	408,7
Индия	4,9	3,3	2,9	2,3	2,1	2,0	1,9	2,1	2,7	4,2	11,1	20,8	38,3
Испания	81,7	73,1	62,6	70,6	93,7	77,4	92,3	142,3	258,3	422,4	516,2	793,8	1040,2
Италия	365,7	420,2	354,5	368,3	352,6	357,2	401,6	544,0	720,9	864,3	840,1	1 038,0	1195,9
Канада	65,0	59,8	86,7	107,2	144,2	158,3	158,7	160,6	192,8	201,3	214,3	370,2	416,8
Китай	27,4	34,8	49,0	71,1	86,2	100,1	114,3	134,3	153,0	195,9	265,0	397,9	486,7
Малайзия	30,0	42,9	37,6	39,2	41,4	46,4	50,7	50,3	58,3	63,3	71,9	87,0	88,7
Мексика	6,2	7,9	8,5	9,0	10,3	14,2	16,1	14,0	16,9	102,7	130,9	139,9	144,6
Нидерланды	123,1	119,4	125,3	143,6	166,9	184,2	202,1	247,7	329,3	392,7	415,7	484,9	569,6
Россия	-	-	-	-	0,4	1,4	2,2	3,4	5,4	9,6	16,7	33,6	50,2
Сингапур	9,7	9,9	10,6	12,0	15,0	16,9	20,7	20,5	21,2	22,0	21,6	23,2	25,7
США	6 207,2	6 809,4	7 445,1	8 500,4	9 465,0	10 205,7	10 862,0	11 508,0	12 294,6	13 299,1	14 385,8	16 085,2	17 418,7
Таиланд	13,4	17,6	10,1	12,5	15,1	14,2	17,4	17,9	27,4	22,2	25,3	36,8	40,8
Тайвань	45,3	63,9	69,1	90,3	81,5	76,8	69,7	72,2	83,7	97,7	95,1	0,0	0,0
Франция	752,1	690,5	602,1	572,8	505,6	529,7	526,7	635,5	807,4	928,4	804,8	1 035,2	1 275,6
Швейцария	163,4	130,1	115,6	122,4	104,1	104,5	98,5	121,9	126,0	132,3	102,3	112,0	119,9
Швеция	136,7	142,5	118,6	119,3	113,5	91,9	78,9	102,6	137,1	152,0	149,3	195,7	227,5
ЮАР	19,3	15,6	15,7	13,6	12,8	11,6	8,5	12,6	18,8	26,3	25,2	39,6	46,0
Южная Корея	192,2	201,7	108,7	196,5	203,7	206,8	226,9	298,0	331,7	431,6	462,9	550,1	642,6
Япония	2 169,0	2 062,0	1 864,2	2 022,3	2 339,5	2 083,8	1 848,3	1 828,8	1 986,9	2 021,2	1 766,0	1 653,4	1 672,6

Источник: BIS Quarterly Review. Statistical Annex за разные годы (www.bis.org). Оценка по России – ЦРФР.

Российский рынок корпоративных облигаций, в отличие от рынка акций, находится в самом начале своего развития. Высокие темпы роста емкости этого рынка в значительной мере обусловлены так называемым фактором «нулевой базы», т.е. они закономерны именно для этапа начального развития рынка. Вместе тем устойчивость этих темпов говорит о том, что в настоящее время рынок корпоративных облигаций в России растет почти по оптимальной траектории. Рост имеет ярко выраженный экспоненциальный характер (см. рис. 33), свидетельствующий об успешности развития рынка на современном этапе.

Рис. 33. Стоимость корпоративных облигаций в обращении на организованном рынке



Источник: Центр развития фондового рынка.

В экономике более высокие темпы роста редко отличаются аналогичной устойчивостью, поэтому следует признать, что в настоящее время динамика развития рынка корпоративных облигаций в России близка к оптимальной (идеальной). Вопрос состоит в том, насколько высок и устойчив будет рост этого рынка в будущем. Для ответа на этот вопрос необходимо выяснить, во-первых, когда и на каком уровне закончится этап стартового (начального) роста рынка корпоративных облигаций в России, и, во-вторых, каков будет (должен быть) характер этого роста в последующие этапы развития рынка.

Мы предполагаем, что в целом дальнейшее развитие рынка корпоративных облигаций в России будет в целом соответствовать общемировым тенденциям развития аналогичных рынков.

Внутренние рынки корпоративных облигаций являются в большинстве развитых стран крупным сегментом финансового рынка, сопоставимым с рынками акций. Рынки корпоративных облигаций США и Италии даже превышают размер национальной капитализации.

Вместе с тем следует отметить, что в развитых странах рынок корпоративных облигаций не обязательно имеет большую емкость. Ряд стран с крупными развитыми финансовыми рынками – Великобритания, Канада, Швеция, Швейцария – имеют достаточно небольшой (по меркам развитых рынков) рынок корпоративных облигаций, не превышающий 1/3 национальной капитализации, или даже 1/10 (Швейцария). Греция, по сути дела, вообще не имеет сколь-нибудь заметного внутреннего рынка корпоративных облигаций (стоимость корпоративных облигаций в обращении не превосходит 1% национальной капитализации). Это означает, что крупный рынок корпоративных облигаций далеко не всегда существует в странах с развитым финансовым рынком в целом. Вместе с тем национальная модель фондового рынка в США, которая может быть названа наиболее приближенной к идеальной модели фондового рынка, предполагает наличие как высококапитализированного рынка акций, так и очень крупного рынка корпоративных облигаций.

Такие значительные различия в емкости внутренних рынков корпоративных облигаций в странах с развитыми финансовыми рынками, на наш взгляд, обусловлены следующими факторами:

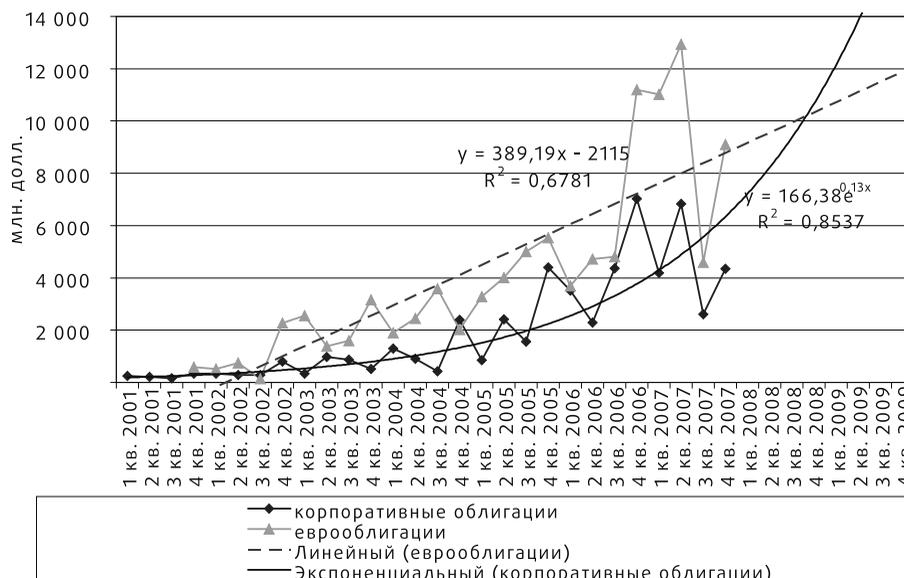
- роль долевого и долгового финансирования в общем объеме капитала, привлекаемого национальными компаниями на рынке капитала;
- соотношение между объемами внутреннего долгового финансирования и внешнего долгового финансирования;
- соотношение между различными формами долгового финансирования (банковское кредитование; выпуск облигационных займов; вексельное финансирование; иные формы долгового финансирования).

Применительно к России анализ воздействия этих факторов на емкость национального рынка корпоративных облигаций привел к следующим выводам.

В настоящее время роль долгового финансирования в России многократно превосходит объем долевого финансирования, чему соответствуют значительно более высокие темпы роста стоимости корпоративных облигаций в обращении по сравнению с темпами роста национальной капитализации. Вместе с тем в будущем следует ожидать существенного усиления роли долевого финансирования, что будет способствовать замедлению темпов роста стоимости корпоративных облигаций в России. Это связано как с созреванием общих предпосылок активизации процессов IPO в России, так и с постепенным сужением возможностей дальнейшего роста долговой нагрузки для большинства российских предприятий. Данный процесс уже начался в 2007 году, и есть все основания предполагать, что он будет усиливаться в среднесрочной перспективе.

Более половины объема облигационных заимствований российских компаний приходится на рынок еврооблигаций, вместе с тем доля внутреннего рынка корпоративных облигаций в общем объеме привлекаемых посредством выпуска облигаций ресурсов неуклонно растет последние годы. При этом рост объема размещаемых российскими компаниями еврооблигаций имеет устойчивый линейный характер, а рост объема размещаемых внутренних корпоративных облигаций – еще более устойчивый экспоненциальный характер (см. рис. 34).

Рис. 34.



Источник: Центр развития фондового рынка.

Анализ соотношения между емкостью внутренних и внешних рынков корпоративных облигаций привел к выводу о том, что среднее арифметическое значение данного соотношения по странам с развитыми финансовыми рынками примерно равно среднему арифметическому значению данного соотношения по странам с развивающимися финансовыми рынками. Данное обстоятельство заставляет предположить наличие общих (для развитых и развивающихся рынков) факторов формирования такого соотношения. По-видимому, Россия также будет стремиться к некоторому среднему уровню соотношения между емкостью внутреннего рынка корпоративных облигаций и емкостью внешнего рынка корпоративных облигаций. В течение последних лет указанное соотношение колебалось в пределах 1,7–1,8. По состоянию на конец 2005 года средневзвешенное (по стоимости облигаций в обращении) по 48 странам соотношение между емкостью внутренних и внешних рынков корпоративных облигаций составляет 1,82. Аналогичное

соотношение по 36 странам (за вычетом стран с наиболее значительными – более чем в три раза – отклонениями данного соотношения) составляет $1,7^{57}$.

Учитывая данное обстоятельство, можно предположить, что при достижении этого уровня рост емкости внутреннего рынка корпоративных облигаций замедлится, и экспоненциальный тренд постепенно сменится линейным трендом. Для того, чтобы определить, в какой момент это произойдет, необходимо решить следующее уравнение:

$$166,38 * e^{(0,13 * X)} / (389,2 * X - 2115) = 1,75$$

Где X – число кварталов начиная с 1-го квартала 2001 года.

Решение этого уравнения указывает на третий–четвертый кварталы 2009 года. Это означает, что с точки зрения данного фактора в течение ближайших 1,5 лет следует ожидать сохранения темпов роста стоимости внутренних корпоративных облигаций в обращении на достаточно высоком уровне, после чего они начнут снижаться, и динамика стоимости корпоративных облигаций в обращении будет соответствовать линейному тренду.

Точно оценить соотношение между всеми существующими в настоящее время в России формами долгового финансирования не представляется возможным, так как по ряду секторов долгового рынка отсутствуют необходимые надежные данные. Вместе с тем можно сопоставить емкость рынка корпоративных облигаций с емкостью кредитного рынка, а также с объемом выпущенных кредитными организациями векселей.

Сопоставление емкости рынка корпоративных облигаций и стоимостного объема выпущенных коммерческими банками векселей приведено на рисунке 35.

Рис. 35. Емкость внутренних долговых рынков России



Рассчитано по данным Банка России и Центра развития фондового рынка.

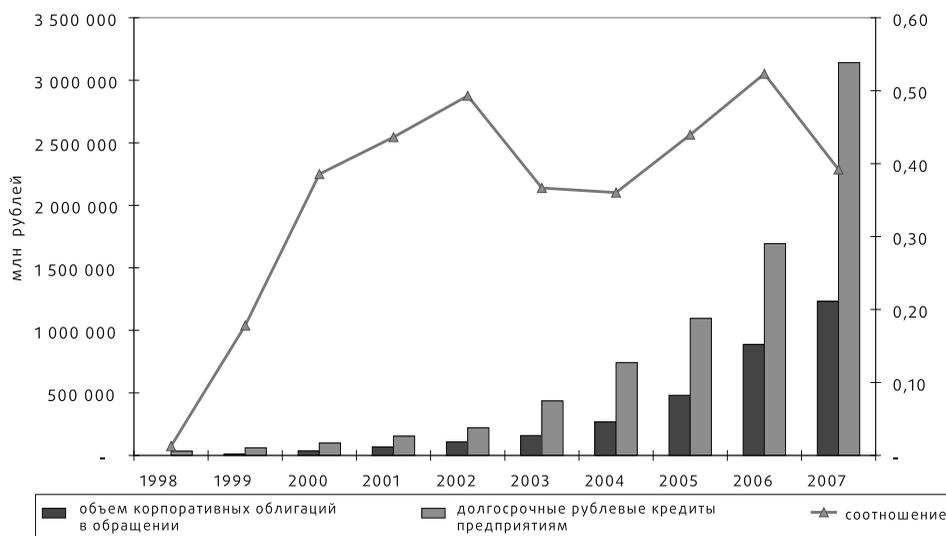
Емкость рынка корпоративных облигаций в течение последних полутора лет устойчиво превзошла совокупную емкость рынка банковских векселей. Учитывая сложившиеся достаточно устойчивые тренды роста этих секторов, можно предположить, что при любом сценарии уже в течение ближайшего года рынок корпоративных облигаций превзойдет рынок банковских векселей более, чем в два раза. Это означает,

что вексельный рынок в ближайшем будущем не окажет заметного влияния на формирование динамики рынка корпоративных облигаций.

Необходимо также учитывать различие временных структур рынков корпоративных облигаций и векселей. Если практически все корпоративные облигации выпускаются на срок 3 года и более и лишь небольшая часть – на срок 2 года, то в структуре выпущенных банками векселей по состоянию на 1 января 2008 года лишь около 44% приходится на векселя сроком более 1 года. Поэтому в контексте анализа фондового рынка рынок банковских векселей уже сегодня играет существенно менее заметную роль в долговом финансировании инвестиционных проектов, чем рынок корпоративных облигаций: объем рынка долгосрочных банковских векселей почти в три раза меньше объема рынка корпоративных облигаций, представленного исключительно долгосрочными инструментами.

Сопоставление емкости рынка корпоративных облигаций и кредитного рынка было проведено с использованием показателя объема задолженности предприятий по долгосрочным (на срок более 1 года) кредитам, выданным коммерческими банками в рублях. Именно такой показатель в наибольшей степени соответствует показателю стоимости корпоративных облигаций в обращении, так как корпоративные облигации на внутреннем рынке выпускаются на срок более одного года и выражаются в рублях. Результаты такого сопоставления приведены на рисунке 36.

Рис. 36. Соотношение объема корпоративных облигаций в обращении и объема долгосрочных (на срок свыше 1 года) рублевых кредитов предприятиям



Источник: Центр развития фондового рынка.

Возобновление роста анализируемого соотношения в 2005 году, на наш взгляд, связано с частичным исчерпанием возможностей банков для активного роста объема кредитования российских предприятий со стороны коммерческих банков, связанным с относительным дефицитом капитализации российской банковской системы. Снижение анализируемого соотношения в 2007 году связано с двумя факторами: во-первых, с возникновением дефицита ликвидности на мировом рынке, более жестко воздействовавшим на рынок корпоративных облигаций, чем на рынок банковского кредитования (по причине активных действий на последнем сегменте Банка России); во-вторых, с частичным преодолением дефицита собственного капитала в российской банковской системе за счет IPO двух крупнейших российских банков.

Так как дефицит капитала во всей банковской системе не может быть преодолен в течение короткого промежутка времени, этот фактор будет оказывать постоянное воздействие на структуру долгового фи-

нансирования в среднесрочном периоде. Ограниченность возможностей банковского сектора по кредитованию юридических лиц объективно способствует повышению спроса на заемный капитал со стороны реального сектора и финансовых организаций и, соответственно, более быстрому развитию тех форм долгового финансирования, которые не испытывают ограничений, свойственных кредитному сектору.

Наиболее быстрое развитие в данных условиях получит именно рынок корпоративных облигаций. Дополнительный импульс его развитию придаст создание необходимых законодательных основ для развития процессов секьюритизации финансовых активов, в том числе задолженности перед банками. Развитие секьюритизации значительно смягчит ограничение, связанное с относительным дефицитом капитала в российской банковской системе, обеспечив необходимое сочленение банковского сектора и небанковского финансового рынка. Секьюритизация объективно сгладит различие между банковским и небанковским секторами финансового рынка, однако окончательно снять ограничения на кредитование со стороны банков не сможет.

Окончательное снятие ограничений на расширение кредитования будет происходить по мере роста капитализации банковской системы. Однако заметный рост капитализации банков возможен только при условии массовых процессов IPO, осуществляемых коммерческими банками. Массовость банковским IPO, в свою очередь, может придать только либерализация условий выпуска и размещения банковских акций, приведение стандартов банковских IPO в соответствие со стандартами IPO для других эмитентов. По-видимому, ожидать этого следует лишь через несколько лет. Но после либерализации IPO банков следует ожидать достаточно резкого роста их количества и стоимостного объема, что приведет к резкому расширению возможностей кредитования. Поэтому через 3–4 года рост доли корпоративных облигаций в финансировании реального сектора, по-видимому, прекратится или, по крайней мере, замедлится.

Таким образом, анализ всех трех факторов привел к одинаковым выводам относительно дальнейших темпов роста российского рынка корпоративных облигаций. Скорее всего, в ближайшие 1,5–2 года рост емкости этого рынка продолжится в соответствии со сложившимся экспоненциальным трендом, после чего темпы роста замедлятся, и экспоненциальный тренд сменится линейным трендом либо экспоненциальным с меньшей крутизной. Периодом смены тренда станет 2009 год. Однако вместе с тем необходимо отметить, что Россия вследствие наличия более ликвидного, чем в большинстве других стран с развивающимися финансовыми рынками, биржевого рынка корпоративных облигаций (подробнее анализ влияния этого фактора рассматривается далее), может иметь более продолжительный период роста емкости рынка в соответствии с существующим экспоненциальным трендом. Поэтому в данном случае вышеприведенная оценка времени смены тренда является, скорее, не средней (исходя из среднего для национальных рынков корпоративных облигаций соотношения между емкостью внутреннего и внешнего рынков), а близкой к минимальной оценке. В соответствии с таким сценарием (см. таблицу 19) стоимость корпоративных облигаций в обращении в начале 2009 года достигнет уровня 2 трлн рублей (по отношению к прогнозируемому объему ВВП 2008 года – 5,6%).

Таблица 19. Прогнозные параметры роста стоимости корпоративных облигаций в обращении

Показатели	Конец 2006		Конец 2007		Конец 2008	Июнь 2009
	факт	модель	факт	модель		
Стоимость корпоративных облигаций в обращении, млрд рублей	886	760	1231	1250	2050	2600
-//-, в сравнении с ВВП, %	3,3%	2,8%	3,7%	4,0%	5,6%	
Курс рубля к доллару (рублей за доллар)	26,33	26,33	24,54	24,54	23,2	22,6
Стоимость корпоративных облигаций в обращении, млрд долларов	33,6	28,9	50,2	50,9	88,4	115,0
Чистые эмиссии, млрд рублей	404	260	345	490	800	550
Прирост по отношению к концу предыдущего года, %	84%	58%	39%	64%	64%	27%

Примечание.

Отставание прогнозного (модельного) значения от реального (фактического) в 2006 году объясняется постоянным отклонением реального значения показателя стоимости корпоративных облигаций в обращении с конца 2005 года по конец 2006 года и далее до сентября 2007 года относительно трендового значения в большую сторону. Модельные (прогнозные) значения получены в результате продления существующего (рассчитанного по месячным данным 2001–2006 гг.) экспоненциального тренда до июня 2009 года.

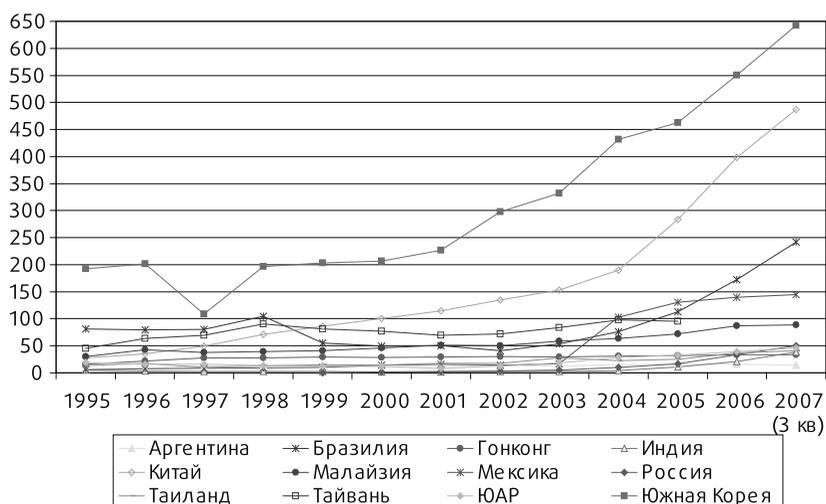
Далее, после середины 2009 года, рост рынка корпоративных облигаций с большой вероятностью будет проходить с постепенно снижающимися темпами роста, в соответствии с линейным трендом (либо с постоянными, но более низкими темпами роста в соответствии с экспоненциальным трендом с меньшей крутизной). Значения показателей стоимости корпоративных облигаций в обращении и соотношения стоимости корпоративных облигаций в обращении и ВВП в последующий период будут зависеть от угла наклона прямой (либо от крутизны экспоненциальной кривой), описывающей тренд, который сформируется в 2009–2010 годах. Характеристики именно этого тренда будут определять характер развития рынка корпоративных облигаций в России, в том числе в части его соответствия параметрам идеальной модели фондового рынка.

Мы предполагаем, что для соответствия параметрам идеальной модели фондового рынка емкость рынка корпоративных облигаций в России должна соответствовать аналогичным показателям крупнейших развивающихся рынков.

Как и на развитых рынках, на развивающихся рынках более крупным сегментом национального фондового рынка является рынок акций. В определенном смысле исключение составляет Корея, в которой стоимость корпоративных облигаций в обращении примерно соответствует 2/3 национальной капитализации. Большинство других стран с крупными развивающимися рынками имеют национальные рынки корпоративных облигаций, существенно меньшие, чем национальные рынки акций. Размер развивающихся рынков корпоративных облигаций значительно варьируется от страны к стране. Рынок корпоративных облигаций в Турции и Польше не сложился, поэтому эти страны, ранее принимавшиеся нами во внимание при анализе развивающихся рынков по другим показателям, далее в анализе рынков корпоративных облигаций учитываться не будут.

Крупнейшим рынком корпоративных облигаций среди стран с развивающимися финансовыми рынками обладает Южная Корея. Россия по стоимости корпоративных облигаций в обращении занимает по итогам 3-го квартала 2007 года 6-е место среди стран с развивающимися финансовыми рынками, уступая, кроме Кореи, также Китаю, Бразилии, Мексике и Малайзии (см. рис. 37).

Рис. 37. Стоимость корпоративных облигаций в обращении на развивающихся рынках, млрд долл.

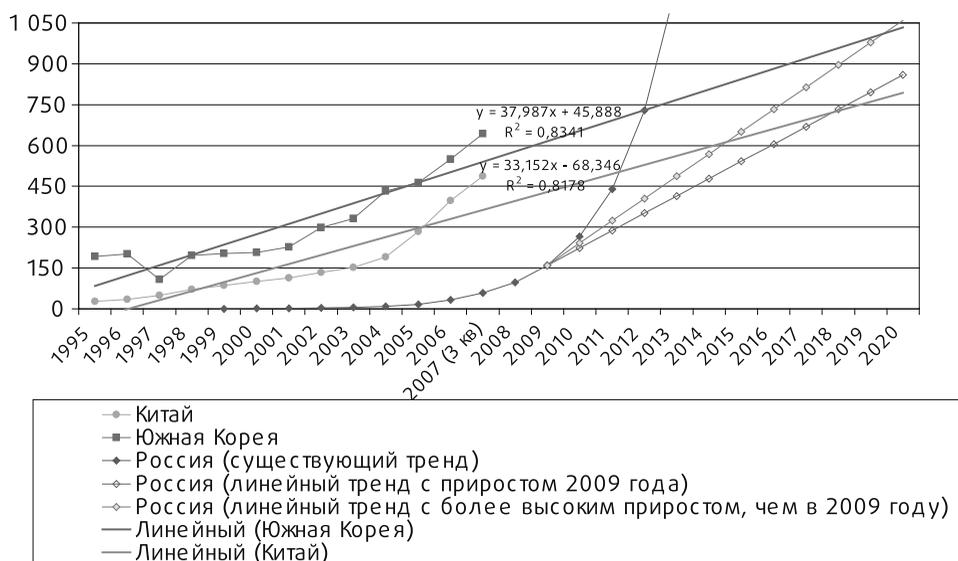


Рассчитано по данным BIS и ЦРФР.

Корея и Китай, самые крупные развивающиеся рынки корпоративных облигаций, отличаются и высокими темпами роста емкости национальных рынков корпоративных облигаций в последние годы. Если предположить, что у этих стран сохранятся линейные тренды роста стоимости корпоративных облигаций

в обращении, а российский рынок корпоративных облигаций будет продолжать расти по существующему экспоненциальному тренду до 2009 года, то для того чтобы к 2020 году российский рынок корпоративных облигаций был сопоставим с корейским и китайским рынками, требуются достаточно высокие темпы роста в рамках линейного тренда, который сформируется после 2009 года. Максимально высокие темпы роста в рамках линейных трендов после 2009 года могут обеспечить выход стоимости корпоративных облигаций в обращении в России к 2020 году на уровень 850–1100 млрд долл. (см. рис. 38). Этот уровень и следует рассматривать в качестве ориентира, в качестве параметра идеальной модели фондового рынка.

Рис. 38. Прогноз динамики стоимости корпоративных облигаций в обращении на развивающихся рынках, млрд долл.



Рассчитано по данным BIS и Cbonds. Расчет прогнозных значений до 2009 года показателя для России осуществлен на основе экспоненциального тренда.

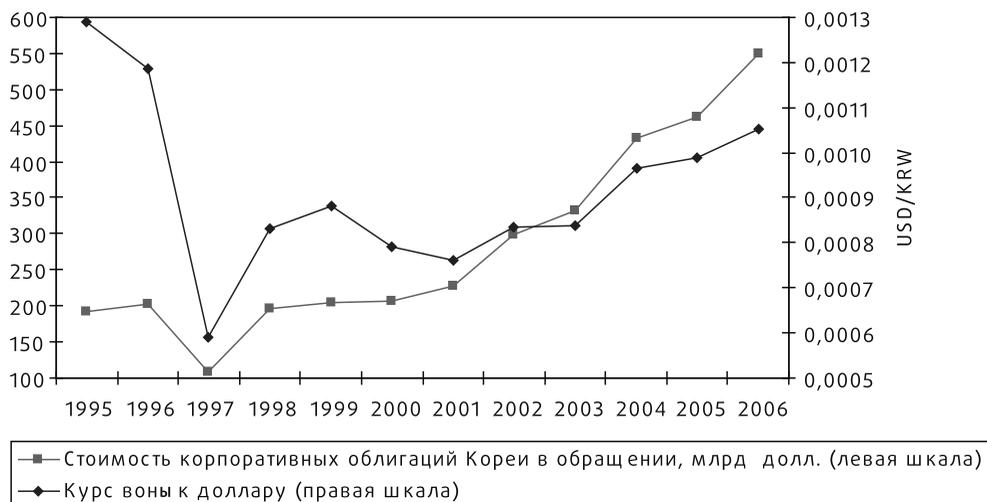
Данный уровень в 16–20 раз больше существующего (на 1 марта 2008 года) уровня. Это означает чрезвычайно высокий долгосрочный темп роста емкости российского рынка корпоративных облигаций, для достижения которого потребуется максимально активная политика, использующая весь передовой зарубежный опыт в области развития рынков корпоративных облигаций и существующие преимущества российского рынка.

Следует также учитывать резкое увеличение динамики емкости внутренних рынков корпоративных облигаций в Бразилии и Индии, вышедших в 2004–2007 гг. на экспоненциальный тренд.

Из мирового опыта необходимо в первую очередь активно использовать опыт наиболее успешно развивающихся рынков корпоративных облигаций – корейского и китайского. Для учета всех позитивных черт этих рынков требуется отдельное исследование. В то же время в качестве гипотезы можно указать на следующие потенциальные конкурентные преимущества данных рынков:

- стабильность национальных валют, обеспечивающая высокий спрос на долговые инструменты, выраженные в этих валютах, со стороны иностранных инвесторов (см. рис. 39);

Рис. 39. Зависимость емкости рынка корпоративных облигаций от динамики национальной валюты (на примере Кореи)



Рассчитано по данным BIS и WFE.

- активное участие государства в стимулировании развития долгового финансирования (особенно в Корее), в том числе активное использование института поручительств (гарантий) государства, выдаваемых по обязательствам частных заемщиков в тех случаях, когда они реализуют общественно значимые инвестиционные проекты, а также сознательное ограничение роста государственного долга в целях избегания эффекта вытеснения;
- в целом высокий уровень возврата средств, инвестируемых в долговые инструменты, обеспечиваемый высоким уровнем защиты интересов инвесторов и кредиторов, а также высоким уровнем требований к финансовому состоянию эмитентов корпоративных облигаций;
- высокий уровень потребности в инвестициях, связанный с высокими темпами роста экономики (в Китае), либо большим объемом реализуемых долгосрочных инвестиционных проектов (в Китае и Корее);
- активное использование рынка корпоративных облигаций финансовыми организациями (прежде всего небанковскими) в целях формирования долгосрочных пассивов (в Китае);
- достаточно активные процессы IPO (в Китае), способствующие активному росту собственного капитала китайских компаний и тем самым расширяющие возможности привлечения ими долгового финансирования.

Следует отметить, что корейский и китайский рынки корпоративных заимствований отличаются резко выраженным доминированием объема внутренних рынков корпоративных облигаций над объемом внешних рынков корпоративных облигаций. В Китае соотношение между стоимостью в обращении корпоративных облигаций на внутреннем рынке и стоимостью в обращении корпоративных еврооблигаций превышает 12. В Корее аналогичное соотношение составляет 5,6. Переход России к идеальной модели фондового рынка, как мы предполагали ранее, может осуществляться при среднемировом уровне данного соотношения. Возможное достижение уровней данного соотношения, характерных для стран-лидеров, следует отнести за пределы ближайшего десятилетнего периода.

Безусловно, формированию такого выбивающегося из общего ряда уровня данного соотношения в Китае способствовало наличие большого количества формальных и неформальных барьеров на пути китайских компаний на рынок еврооблигаций. Кроме того, формированию такого соотношения способствует отмеченная выше стабильность национальных валют. Возможно, существуют какие-то дополнительные факторы, способствующие формированию таких высоких соотношений, не характерных для большинства других стран. Тем не менее это означает, что в России также потребуется создать условия, обеспечивающие опережающий рост емкости внутреннего рынка корпоративных облигаций по сравне-

нию с ростом объема заимствований российских компаний на рынке еврооблигаций. Одно из таких условий (укрепление национальной валюты) устойчиво существует в течение последних пяти лет.

Опыт Кореи и Китая по развитию национального рынка корпоративных облигаций, по нашему мнению, принципиально применим и в условиях России.

Необходимо отдельно рассмотреть вопрос о влиянии форм организации рынка корпоративных облигаций на его емкость и динамику. Дело в том, что в большинстве стран мира сделки с корпоративными облигациями происходят на внебиржевом рынке, и лишь в относительно небольшом количестве стран существует достаточно ликвидный биржевой рынок корпоративных облигаций. Из стран с развитыми финансовыми рынками ликвидный биржевой рынок есть только в Испании (соотношение объема биржевой торговли корпоративными облигациями и стоимостью корпоративных облигаций в обращении 144% в 2006 году). Кроме того, аналогичное соотношение для биржи OMX (объединяющей рынки Швеции, Финляндии, Дании и Прибалтийских государств) по итогам 2006 года сформировалось на уровне 190%. Все остальные страны с развитыми финансовыми рынками характеризуются преимущественно внебиржевой формой организации рынка корпоративных облигаций.

Среди стран с развивающимися финансовыми рынками большее количество стран имеют в той или иной степени ликвидный биржевой рынок корпоративных облигаций. Для поиска влияния биржевого характера рынка корпоративных облигаций на его параметры приведем следующую таблицу.

Таблица 20. Некоторые характеристики наиболее ликвидных биржевых рынков корпоративных облигаций в странах с развивающимися финансовыми рынками

Страна	Ликвидность, 2005 год (*)	Характер роста (**)	Темп роста за период 2000 – 2005 гг.	Роль в экономике, 2005 год (***)
Колумбия	7884%	Линейный	700%	0,6%
Чили (****)	543%	Экспоненциальный	174%	20,6%
Россия	412%	Экспоненциальный	936%	2,2%
Тайвань	83%	Линейный	124%	Н.д.
Индия	30%	Линейный	555%	1,4%
Чехия	25%	Экспоненциальный	182%	6,5%
Венгрия	23%	Экспоненциальный	430%	3,9%

(*) Ликвидность измеряется соотношением объема биржевой торговли корпоративных облигаций за год и стоимости в обращении корпоративных облигаций на конец года.

(**) В качестве характеристики роста выбирается тренд роста стоимости в обращении с наиболее высокими параметрами устойчивости регрессионной связи.

(***) Роль в экономике измеряется соотношением стоимости корпоративных облигаций в обращении и ВВП.

(****) Раздельных данных по торговле корпоративными и государственными облигациями на биржах Чили не существует. В качестве объема торговли корпоративными облигациями на фондовых биржах Чили принят совокупный объем сделок со всеми облигациями.

Примечание. Все данные по 2007 году доступны только для России. Все данные по итогам 2006 года доступны только для России, Индии и Чехии. Поэтому для более полной сопоставимости данных в таблице использованы данные 2005 года, доступные по всем странам.

Рассчитано по данным: Мировая федерация бирж, Мировой банк, Банк международных расчетов, Росстат, Cbonds.

Используя информацию таблицы 20, можно сделать следующие предположения. Наличие более или менее ликвидного биржевого рынка корпоративных облигаций обеспечивает в большинстве случаев экспоненциальный характер роста емкости рынка корпоративных облигаций. Кроме приведенных в таблице стран, больше не существует примеров, когда экспоненциальный тренд роста стоимости корпоративных облигаций в обращении был бы более устойчив, чем линейный тренд. То есть все страны с менее ликвидными биржевыми рынками корпоративных облигаций отличаются линейным характером роста емкости рынка. Другими словами, можно предположить, что биржевой характер организации рынка корпоративных об-

лигаций в странах с развивающимися финансовыми рынками обеспечивает (по крайней мере, на ранних стадиях развития рынка корпоративных облигаций) постоянные темпы роста его емкости, которые не снижаются с ростом рынка. При этом на уровень темпов роста рынка биржевой характер организации торговли практически не влияет, т.е. стартовое значение динамики рынка корпоративных облигаций задается совсем другими экзогенными параметрами.

Механизм передачи воздействия может быть сформулирован в виде следующей рабочей гипотезы. Биржевая организация рынка корпоративных облигаций обеспечивает более высокую ликвидность этого рынка, за счет чего на него выходят все новые и новые компании в качестве реципиентов инвестиций. Кроме того, компании, однажды выпустившие облигации на биржевом рынке, получают максимально эффективный механизм рефинансирования займов, а также наиболее эффективный механизм управления своим долгом⁵⁸ (что в совокупности обеспечивает саморасширение рынка облигационных заимствований каждого отдельного эмитента).

Таким образом, биржевой характер организации рынка корпоративных облигаций обеспечивает сохранение стартовых темпов роста емкости этого рынка⁵⁹, а в отдельных случаях наиболее ликвидных рынков (как, например, российский рынок корпоративных облигаций), и возрастание темпов роста стоимости корпоративных облигаций. Биржевой характер рынка корпоративных облигаций в России является ярко выраженным позитивным фактором его развития, способным обеспечить существенно более высокие темпы роста его емкости, чем в других странах, в долгосрочной перспективе.

В качестве практических выводов из результатов реализации биржевого характера организации рынка корпоративных облигаций следует указать на необходимость:

- сохранения биржевого рынка корпоративных облигаций;
- стимулирования сохранения и увеличения ликвидности этого рынка.

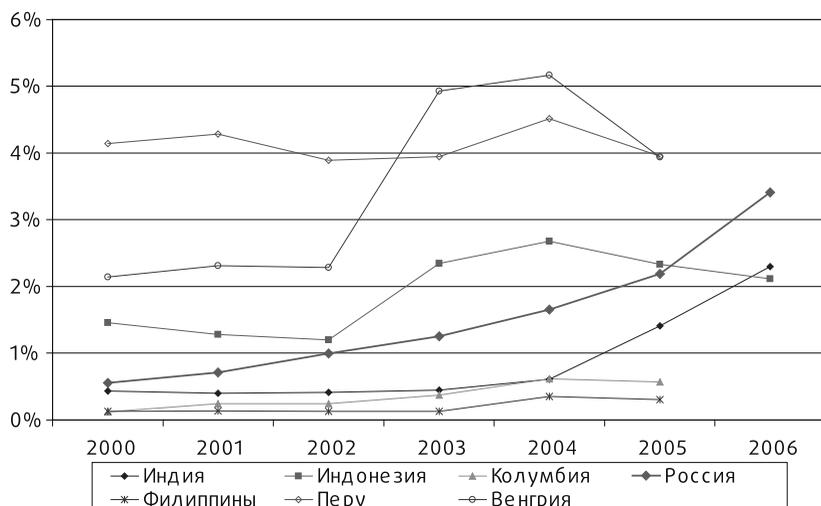
Все это не означает запрета на развитие внебиржевой торговли корпоративными облигациями, активность которой может лишь усиливать положительный эффект от наличия ликвидного биржевого рынка. Напротив, наличие емкого биржевого рынка способствует формированию необходимых рыночных индикаторов, опираясь на которые инвестиционные банки могут формировать эффективное предложение облигаций клиентов на внебиржевом рынке для непубличного обращения. В настоящее время в России началось формирование внебиржевого рынка корпоративных облигаций, прежде всего непубличных выпусков, который может стать эффективным дополнением к биржевому сегменту этого рынка.

2.2. Соотношение стоимости корпоративных облигаций в обращении и валового внутреннего продукта

В странах с развивающимися финансовыми рынками данное соотношение находится в чрезвычайно широком диапазоне. Можно выделить несколько групп развивающихся рынков корпоративных облигаций, с точки зрения значения данного соотношения:

- страны с соотношением, характерным для наиболее крупных развитых долговых рынков – Корея (рост с 40% в 2000 году до 62% в 2006 году) и Малайзия (58% в 2006 году);
- страны с уровнем соотношения, характерным для ряда развитых рынков с преобладанием в структуре финансового рынка долевого финансирования – Бразилия, Гонконг, Китай, Мексика, Сингапур, Таиланд, Чили, Южная Африка (от 15 до 21%);
- страны со средним (для стран с развивающимися рынками) уровнем данного соотношения – Аргентина, Чехия (от 6 до 9%);
- страны с низким уровнем данного соотношения⁶⁰ (менее 5%), в состав которых входит и Россия (см. рис. 40).

Рис. 40. Стоимость корпоративных облигаций в обращении к ВВП, мелкие и средние развивающиеся рынки

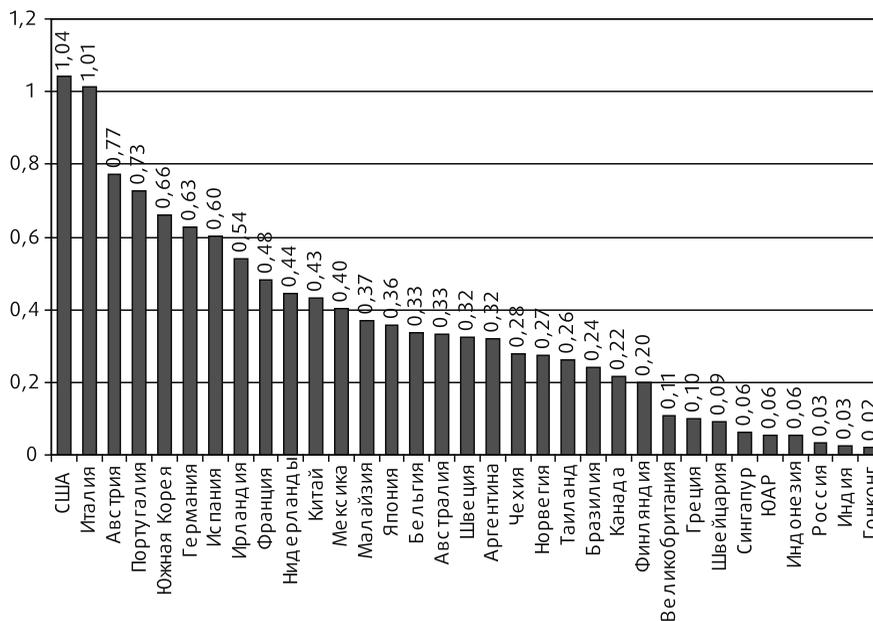


Рассчитано по данным Банка международных расчетов, Мирового банка и ЦРФР.

При этом для большинства стран с низким уровнем данного соотношения характерны высокие темпы роста стоимости корпоративных облигаций в обращении, а также высокие темпы роста указанного соотношения (см. таблицу 20 на стр. 131). Другими словами, для большинства стран с низкой ролью рынка корпоративных облигаций в экономике характерно достаточно быстрое повышение этой роли в процессе развития рынка. Поэтому высокие темпы роста рынка корпоративных облигаций в России не являются каким-то исключительным явлением.

Российский фондовый рынок отличается значительным превышением емкости рынка акций над емкостью рынка корпоративных облигаций (см. рис. 41). С определенными натяжками данное обстоятельство можно квалифицировать как признак наличия в России такого типа финансового рынка, который тяготеет к преобладанию долевого финансирования. Это означает, что для России наиболее приемлемы те методы регулирования, которые свойственны для стран с преобладанием долевого финансирования.

Рис. 41. Соотношение стоимости корпоративных облигаций в обращении и капитализации, раз (2006 год)



Примечание. По 2007 году данные о стоимости корпоративных облигаций в обращении доступны только по состоянию на 3-й квартал, что не позволяет корректно сопоставить стоимость корпоративных облигаций и капитализацию.

Рассчитано по данным BIS, WFE, Центра развития фондового рынка.

Исходя из ориентиров роста стоимости российских корпоративных облигаций в обращении, рассчитанных в пункте 2.1 (см. стр. 119), соотношение этого показателя и ВВП к 2020 году составит 28–33%. Это означает, что соотношение стоимости корпоративных облигаций в обращении и ВВП в России не достигнет в обозримом будущем значений, свойственных для развитых рынков, а также для ряда крупных развивающихся рынков (Южной Кореи, Малайзии). Вместе с тем данное соотношение в России достигнет и превзойдет уровень Гонконга, Китая, Бразилии и большинства других стран с развивающимися финансовыми рынками, в том числе господствующей ролью долгового финансирования. Учитывая, что параметры идеальной модели выбираются как максимальные из множества возможных значений, следует признать, что данные значения показателей роли рынка корпоративных облигаций в экономике описывают идеальную модель в части рынка корпоративных облигаций.

Это означает, что в российской экономике в примерно десятилетней перспективе сохранится соотношение долевого и долгового рынка корпоративных ценных бумаг, отклоняющееся от среднемировых значений в сторону более высокой доли долевого рынка (рынка акций). Соотношение между стоимостью корпоративных облигаций в обращении и капитализацией несколько вырастет (примерно до 0,16–0,2), но будет отличаться от аналогичных соотношений в большинстве стран мира. Вместе с тем такой уровень соотношения выше, чем в Великобритании и Швейцарии, и сопоставим с уровнем данного соотношения в таких странах, как Канада и Чили, фондовые рынки которых достаточно эффективны. Поэтому такое отклонение не может считаться признаком неидеальности модели фондового рынка.

Это также означает, что, как и в случае с соотношением капитализации и ВВП, имеет место нетривиальная оптимизация данного соотношения. С одной стороны, высокие темпы роста соотношения стоимости корпоративных облигаций и ВВП указывают на увеличение возможностей для российских предприятий в части долгового финансирования. С другой стороны, этот темп ограничен избыточным ростом риска: на уровне экономики – риска, связанного с избыточной долговой нагрузкой предприятий, и, соответственно, риском массовых банкротств российских предприятий; на уровне рынка корпоративных облигаций – риска, связанного с высокой нормой дефолтов эмитентов корпоративных облигаций.

Так как в основе данных рисков лежит такой фундаментальный фактор, как избыточная долговая нагрузка российских предприятий, то следует признать, что причиной существования данного ограничения в 10-летней перспективе является относительный дефицит собственного капитала у российских предприятий. Поэтому сохранение высокой доли рынка акций в структуре рынка корпоративных ценных бумаг будет связано, в том числе, и с необходимостью, с которой сталкиваются российские предприятия, наращивать собственный капитал, прежде всего за счет выпуска новых эмиссий акций.

В теоретическом плане признаком идеальности модели фондового рынка в части рынка корпоративных облигаций будет выступать задача линейного программирования⁶¹, в которой функциями максимизации будут выступать объем средств, поступающих в реальный сектор экономики от выпуска предприятиями корпоративных облигаций, и совокупная стоимость корпоративных облигаций в обращении, а ограничивающим условием – некоторый постоянный приемлемый уровень нормы дефолтов.

2.3. Выводы анализа передового опыта по развитию рынков акций корпоративных облигаций

Лидерами среди стран с развивающимися финансовыми рынками по стоимости корпоративных облигаций в обращении являются Корея и Китай. При анализе опыта этих стран был сделан вывод о том, что важнейшими факторами, определяющими уровень емкости рынка корпоративных облигаций в обращении, и, соответственно, его роль в экономике, являются:

- сила национальной валюты;
- активность практики выдачи государственных поручительств (гарантий) по корпоративным облигациям⁶²;
- ограничение роста суверенного долга⁶³;
- эффективность защиты интересов инвесторов, в том числе в части предупреждения дефолтов;
- широта структуры эмитентов корпоративных облигаций и структуры видов корпоративных облигаций;
- активность процессов IPO, влияющая на размер собственного капитала предприятий и, соответственно, на уровень долговой нагрузки.

Существенным фактором, позитивно влияющим на динамику емкости рынка корпоративных облигаций является биржевой характер организации рынка корпоративных облигаций.

Необходимым условием высокой емкости рынка корпоративных облигаций является также наличие большого спроса на данные инструменты, формируемого различными группами инвесторов, среди которых ведущую роль играют инвестиционные фонды и коммерческие банки.

Эксперты в качестве факторов ускоренного развития рынка корпоративных облигаций называют также экономическую (макроэкономическую) стабильность и наличие крупных компаний⁶⁴. Среди разнообразных проявлений макроэкономической стабильности необходимо выделить низкую инфляцию, уровень которой стабилен в среднесрочной перспективе и поддается достаточно точному прогнозированию. Именно при этом условии долговые рынки могут эффективно развиваться, в том числе рынок корпоративных облигаций.

Кроме того, на уровне рабочей гипотезы можно предположить наличие зависимости между емкостью рынка корпоративных облигаций и экономическим ростом. Однако эта гипотеза нуждается в более детальном анализе.

Сильная национальная валюта играет ведущую роль в привлечении инвестиций, в том числе иностранных, в долговые инструменты, номинированные в данной валюте. По сути дела, укрепление национальной валюты относительно мировых валют создает дополнительный доход инвестора, ориентирующегося в своих расчетах на другую валюту. Поэтому укрепление национальной валюты создает дополнительный поток ресурсов, инвестируемых в долговые инструменты, в том числе в корпоративные облигации в данной валюте. Значительное расширение спроса создает дополнительные возможности роста емкости рынка корпоративных облигаций, так как на его фоне увеличение предложения облигаций осуществляется без роста процентной ставки (при прочих равных условиях). Поэтому на рынок привлекаются все новые

и новые эмитенты, а уже присутствующие эмитенты получают возможность заместить ранее выпущенные облигации новыми выпусками без ухудшения условий заимствования, следовательно — без необходимости сокращать долг.

Современная российская ситуация также характеризуется ростом национальной валюты, и это в определенной мере является фактором интенсивного роста рынка корпоративных облигаций в России.

Существенное влияние на емкость рынка корпоративных облигаций способна оказать долговая политика государства. В ее рамках следует выделить две составляющие, наиболее активно влияющие на емкость рынков корпоративных облигаций – политика по ограничению роста государственного (суверенного) долга и политика гарантирования государством частных заимствований.

Сокращение роста объемов суверенного долга ведет к снижению эффекта вытеснения⁶⁵, т.е. снижению угнетающего воздействия рынка государственного долга на рынок частных заимствований. В условиях рациональной государственной долговой политики сокращению в первую очередь подвергаются те государственные займы, которые направлены на финансирование общественно значимых инвестиционных и социальных проектов, в первую очередь инфраструктурного характера.

В современном мире наблюдается практика замены прямого государственного финансирования данных проектов частным финансированием под государственные гарантии. Активно используемая практика предоставления государственных поручительств (гарантий) по корпоративным облигациям, выпускаемым в целях финансирования общественно значимых проектов, может стать весьма сильным фактором, увеличивающим емкость рынка корпоративных облигаций. Вместе с тем использование такой практики должно быть четко ограничено нормативными рамками, исключающими возможность формирования опасности государственного дефолта в результате избыточного предоставления гарантий.

В современных российских условиях не существует сколько-нибудь заметного эффекта вытеснения, что благоприятно сказывается на рынке корпоративных облигаций. Вместе с тем практика предоставления государственных гарантий по корпоративным облигациям в России не получила пока достаточно широкого распространения, что указывает на потенциальный резерв роста корпоративных облигаций в России. Однако в этой связи необходимо подчеркнуть, что в условиях существования отрицательных реальных процентных ставок активизация применения механизма государственных гарантий по корпоративным облигациям нецелесообразна, так как это будет способствовать росту риска дефолта на рынке корпоративных облигаций. После выхода реальных процентных ставок в положительную область данный механизм может стать эффективным способом увеличения емкости рынка корпоративных облигаций.

Эффективность защиты интересов инвесторов на рынке корпоративных облигаций складывается из следующих составных частей:

- высокий уровень защиты прав кредиторов;
- четко определенный порядок действий в случае дефолта, обеспечивающий быструю и эффективную защиту имущественных интересов владельцев облигаций;
- жесткие требования к финансовому состоянию эмитента облигаций, выходящего на рынок;
- развитая национальная система рейтинговых оценок кредитного качества облигаций (оценок кредитного риска), включающая подсистему постоянного мониторинга финансового состояния эмитентов корпоративных облигаций;
- практика формирования эмитентами корпоративных облигаций фондов погашения.

В России в настоящее время практически отсутствует эффективная система защиты интересов инвесторов на рынке корпоративных облигаций, что в случае серии дефолтов может привести к снижению емкости рынка корпоративных облигаций.

Определенный резерв роста рынок корпоративных облигаций получает за счет его активного использования в качестве источника долгосрочных финансовых ресурсов эмитентами самых различных отраслей народного хозяйства. В России отраслевая структура эмитентов корпоративных облигаций достаточно широка, однако в ней существует явный недостаток небанковских финансовых организаций, прежде всего страховых компаний, ипотечных оригинаторов, лизинговых компаний. Это является определенным резервом роста российского рынка корпоративных облигаций.

Важную роль в росте рынка корпоративных облигаций играет рынок IPO. Активность процессов IPO создает необходимую экономическую основу для кредитной экспансии частных предприятий, особенно в

условиях системы жесткой защиты прав инвесторов, устанавливающей жесткие требования к финансовым коэффициентам эмитентов корпоративных облигаций. Активное привлечение капитала в ходе IPO увеличивает собственный капитал корпораций и одновременно расширяет их потенциал заимствований, в том числе посредством выпуска корпоративных облигаций. Многие российские компании уже столкнулись с пределами дальнейшего эффективного наращивания долга, поэтому недостаточная активность процессов IPO в России сдерживает рост рынка корпоративных облигаций.

3. Рынок иностранных ценных бумаг как сегмент национального фондового рынка

Доля иностранных ценных бумаг, обращающихся на национальном фондовом рынке, является важным показателем зрелости национального рынка, его привлекательности для иностранных эмитентов. Развитые и развивающиеся рынки наиболее заметно различаются именно по этому показателю. Если на развитых рынках он в среднем колебался в последние годы вокруг 10%, то на развивающихся рынках долгое время оставался ниже 1%, и лишь активное привлечение иностранных ценных бумаг на Мексиканской бирже в последние годы вывело этот показатель на уровень 2% (см. таблицу 21).

Таблица 21. Доля иностранных компаний в общем количестве компаний, включенных в списки фондовых бирж.

	1996	1997	1998	1999	2000	2001
Развитые рынки	17,2 %	20,1%	23,2%	12,3%	12,5%	10,8%
Развивающиеся рынки	0,43%	0,45%	0,40%	0,37%	0,37%	0,38%
	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Развитые рынки	10,6%	10,6%	10,1%	9,3%	8,97%	10,81%
Развивающиеся рынки	0,37%	0,95%	1,87%	1,83%	2,07%	2,45%

Примечание. Доля иностранных ценных бумаг на развитых рынках рассчитана по биржам США, Канады, Великобритании, Японии, Швейцарии, а также биржи Euronext.

Доля иностранных ценных бумаг на развивающихся рынках рассчитана по биржам Бразилии, Гонконга, Индии, Китая, Кореи, Мексики, Польши, России, Тайваня, Турции, Южной Африки.

Источник: WFE.

Поэтому признаком достижения российским фондовым рынком высокого уровня конкурентоспособности, при котором модель фондового рынка можно охарактеризовать как идеальную, следовало бы считать достижение доли ценных бумаг иностранных компаний в общем числе компаний, ценные бумаги которых торгуются на фондовых биржах России, уровня 10%.

Но учитывая растущую глобализацию мирового рынка капитала, можно предположить, что в ближайшем будущем количество ценных бумаг, торгуемых на иностранных (по отношению к стране регистрации эмитента ценных бумаг) фондовых биржах, вырастет. При этом темпы роста количества торгуемых иностранных ценных бумаг будут опережать темпы роста количества торгуемых ценных бумаг отечественных эмитентов, по крайней мере, в рамках динамично развивающихся финансовых центров, притягивающих капиталы и инструменты в зоне своего влияния. Поэтому мы предполагаем, что необходимо не только достичь сегодняшнего уровня присутствия иностранных ценных бумаг на развитых рынках, но и превзойти его, чтобы быть сопоставимым с будущим уровнем проникновения иностранных ценных бумаг в финансовых центрах мира. Поэтому в качестве целевого показателя необходимо установить количество иностранных ценных бумаг в общем числе компаний, ценные бумаги которых торгуются на фондовых биржах России, в размере 12%.

Для этого необходима реализация комплекса мер, в первую очередь законодательного характера. Повышение доли иностранных ценных бумаг в списках ценных бумаг, допущенных к торговле на российских фондовых биржах, является составной частью более широкого процесса превращения российского фондового рынка в международный финансовый центр.

С точки зрения открытости национального финансового рынка и его роли в обслуживании национальных и мировых финансовых потоков можно выделить три формы модели рынка (формы финансового центра):

- национальный финансовый центр;
- глобальный международный финансовый центр;
- региональный международный финансовый центр.

Кроме того, можно выделить переходные формы, сочетающие признаки национального и регионального или регионального и глобального финансовых центров. Для того чтобы модель фондового рынка России могла быть охарактеризована в качестве идеальной модели, необходимым условием является ее соответствие признакам, по крайней мере, регионального финансового центра. Поэтому создание в рамках российского фондового рынка регионального финансового центра следует определить в качестве одной из задач по созданию идеальной модели фондового рынка в России.

Необходимо отметить, что в таблице 21 в качестве иностранных учитываются только те ценные бумаги, которые выпущены эмитентом, иностранным по отношению к стране регистрации фондовой бирже. Однако в современном мире существует еще одна форма доступа иностранных эмитентов к инвестиционным ресурсам того или иного национального рынка – ценные бумаги, зарегистрированные в стране регистрации фондовой биржи, представляющие собой депозитарные расписки и иные аналогичные документы на ценные бумаги иностранных эмитентов. Кроме самого крупного в мире сегмента рынка депозитарных расписок – Американских (ADR) и Глобальных депозитарных расписок (GDR), к сегодняшнему дню сформировались многочисленные национальные рынки депозитарных расписок, в том числе в странах с развивающимися финансовыми рынками. Наиболее известными среди таких рынков являются рынки Бразильских депозитарных расписок (BDR) и Индийских депозитарных расписок (IDR).

Допуск иностранных ценных бумаг и выпуск депозитарных расписок на иностранные ценные бумаги являются двумя отчасти альтернативными формами присутствия на национальном фондовом рынке иностранных эмитентов. Выбор одной из этих форм или одновременное сосуществование обеих возможностей проникновения иностранных эмитентов на национальный рынок зависит от ряда факторов, среди которых следует выделить уровень транзакционных издержек, свойственный для этих форм; особенности национального регулирования в области рынка ценных бумаг, налогообложения и иностранных инвестиций; уровня риска на национальном рынке; уровня развития инфраструктуры национального рынка; особенности инвестиционных предпочтений национальных инвесторов.

Для формирования в России регионального финансового центра необходимо развивать обе формы доступа иностранных ценных бумаг на национальный рынок. Сосуществование двух альтернативных механизмов доступа дает возможность иностранным эмитентам выбрать наиболее эффективный для них способ доступа на российский фондовый рынок и тем самым существенно расширяет перечень эмитентов, ценные бумаги которых будут доступны для российских инвесторов.

Стремление иностранных эмитентов к продвижению своих ценных бумаг на фондовый рынок России в значительной мере будет зависеть от благоприятного инвестиционного климата в стране, а также от ряда других факторов, способствующих увеличению спроса на ценные бумаги. Среди таких факторов необходимо выделить макроэкономические (уровень доходов населения и уровень монетизации экономики), а также характеристики национального фондового рынка (количество инвесторов на национальном рынке и конкурентоспособность инфраструктуры).

Повышение доли иностранных ценных бумаг в списках ценных бумаг, допущенных к торговле на российских фондовых биржах, является также эффективным способом повышения совокупной емкости и ликвидности национального фондового рынка путем восполнения дефицита внутренних инструментов для инвестирования. Наряду с превращением российского фондового рынка в международный финансовый центр восполнение дефицита ценных бумаг для внутренних инвесторов является необходимым условием выживания национального фондового рынка в глобальной конкуренции на мировом рынке капитала XXI века.

4. Срочный рынок ценных бумаг

Понятие идеального рынка предполагает наличие развитого срочного рынка ценных бумаг, на котором хеджеры имеют возможности ограничить свой риск по основной инвестиции, а спекулянты – увеличить финансовый рычаг и тем самым повысить потенциальный финансовый результат (получение прибыли или убытка).

Важнейшим показателем емкости срочного рынка ценных бумаг является показатель объема открытых позиций. Его экономический смысл – характеризовать общий объем обязательств, которые несут участники срочного рынка в текущий момент времени, что в определенном смысле отражает размер финансовых ресурсов, потенциально инвестированных участниками рынка. Поэтому данный показатель соразмерен аналогичным показателям емкости других сегментов фондового рынка – капитализации как характеристики емкости рынка акций и стоимости корпоративных облигаций в обращении как характеристики емкости рынка корпоративных облигаций.

Конкретной формой выражения объема открытых позиций могут быть стоимостная форма (стоимость открытых позиций, выражаемая в денежных единицах) либо количество срочных контрактов, по которым существуют обязательства. Более распространенная форма выражения объема открытых позиций – в количестве контрактов — серьезно затрудняет сопоставление с другими показателями емкости фондового рынка, выражаемыми в стоимостной форме.

Ликвидный срочный биржевой рынок ценных бумаг существует далеко не во всех странах, в том числе не во всех странах с развитым финансовым рынком. Наличие срочного биржевого рынка является признаком достаточно крупного национального рынка. Срочный рынок ценных бумаг возникает только в тех странах, в которых уровень абсолютной ликвидности базисных активов позволяет создать рынок производных инструментов. Поэтому те биржи, на которых формируются срочные рынки ценных бумаг, становятся центрами притяжения для базисных активов из стран, в которых ликвидность недостаточна для создания самостоятельного срочного биржевого рынка. По сути дела, почти все существующие в странах с развитыми финансовыми рынками срочные биржевые рынки ценных бумаг являются международными с точки зрения структуры базисных активов. Именно на срочном рынке наиболее активно происходят международные слияния бирж, в результате которых формируются транснациональные биржи, организующие срочную торговлю ценными бумагами разных стран. Наиболее яркими примерами в этой области являются биржа Eurex, объединившая срочные биржевые площадки Германии и Швейцарии, и биржа Euronext.Liffe, объединившая срочные рынки ценных бумаг Франции и Великобритании.

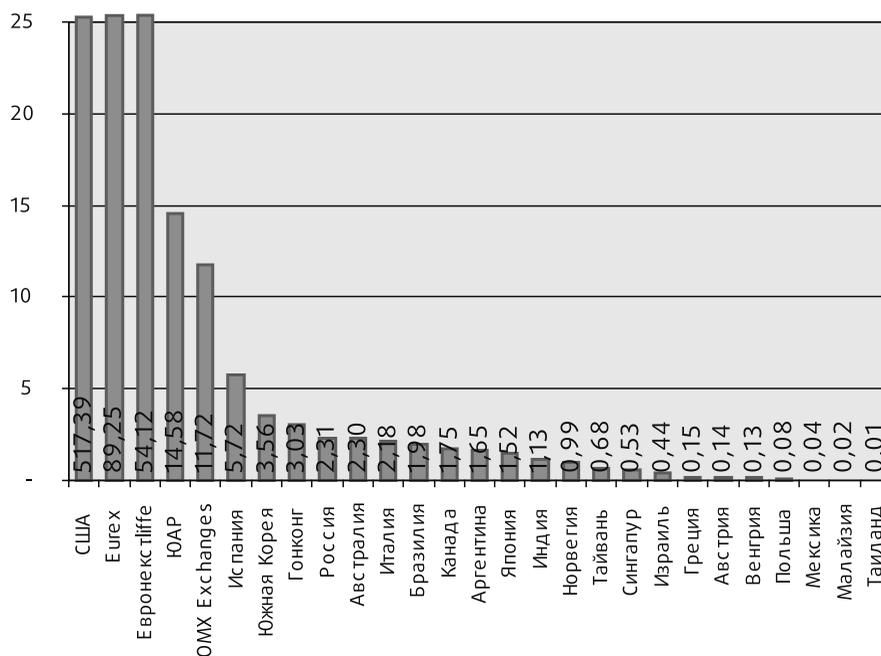
Для крупных срочных рынков ценных бумаг характерен высокий уровень взаимосвязи емкости срочных рынков ценных бумаг и емкости рынка базисных активов – акций. Наблюдается зависимость между показателями объема открытых позиций на срочном рынке и капитализацией. Аналогичный высокий уровень связи характерен и для показателей ликвидности рынков. Чем выше уровень ликвидности спот-рынка, тем выше объем торговли на срочном рынке ценных бумаг. При этом имеются основания предположить, что ликвидность спот-рынка и ликвидность срочного рынка взаимно поддерживают друг друга: с ростом объема срочных сделок также начинает расти объем сделок на спот-рынке с базисными активами.

Важнейшим фактором роста ликвидности срочных рынков, являющихся частью национальных развивающихся рынков, выступает вовлечение в оборот максимально большого количества спекулятивных капиталов. Так как развивающимся рынкам, как правило, свойственна ограниченная ликвидность, то возникновение срочных рынков на этих национальных рынках особенно затруднено (так как для срочного рынка ликвидность имеет гораздо большее значение, чем для спот-рынка). В этих условиях стимулирование роста количества участников срочного рынка особенно значимо. Кроме того, в условиях общей ограниченности ликвидности критически важным становится уровень устойчивости рынка (для того чтобы такой рынок привлекал хеджеров, необходимо, чтобы они имели возможность быстро разместить заказ без значительного колебания рынка). Поэтому в данном случае важен не только совокупный объем задействованного на рынке спекулятивного капитала, но и количество независимых игроков, выступающих в качестве спекулянтов. Наиболее оптимальный путь одновременного достижения обеих целей (макси-

мизации объема спекулятивного капитала и максимизации количества независимых игроков) – активное вовлечение в операции на срочном рынке мелких частных инвесторов (населения).

Российский срочный рынок ценных бумаг по итогам 2006 года⁶⁶ по показателю открытых позиций занимает 4-е место среди развивающихся рынков (см. рис. 42).

Рис. 42. Объем открытых позиций на срочном рынке ценных бумаг по состоянию на конец 2006 года, млн контрактов



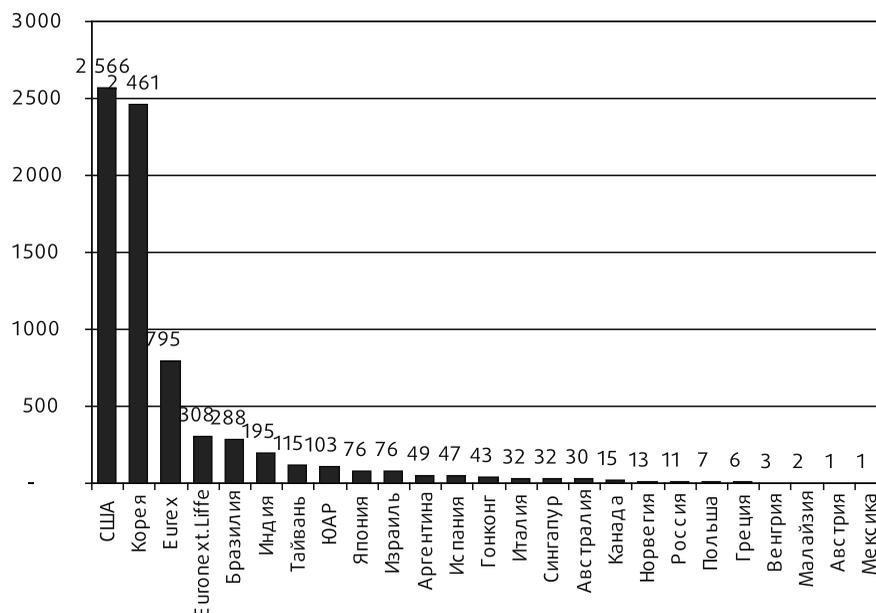
Рассчитано по данным WFE.

Прогноз динамики показателя емкости срочного рынка затруднен ввиду чрезвычайно высокого разброса его значений в различные годы, а также ввиду постоянного изменения состава бирж, занимающихся организацией срочного рынка ценных бумаг (как вследствие появления новых бирж в данном составе, так и вследствие активно проходящих слияний и поглощений в данном секторе). Кроме того, общая динамика роста срочных рынков в мире чрезвычайно высокая, в значительной мере обусловленная «стартовым периодом» развития данного сегмента финансового рынка. Статистические показатели устойчивости связи и обоснованности прогнозов находятся ниже критически значимых уровней. Поэтому нет никаких формальных оснований доверять любым оценкам емкости срочного рынка на более чем 3–5-летнюю перспективу.

Абсолютный лидер среди развивающихся рынков по объему открытых позиций на рынке ценных бумаг в 2006 году⁶⁷ – Южная Африка. Основной сегмент срочного рынка ценных бумаг в этой стране — фьючерсы на акции. Учитывая, что значительная часть наиболее ликвидных акций в этой стране относится к отрасли добычи драгоценных металлов, можно предположить, что глобальные инвесторы используют фьючерсы на эти акции как альтернативу фьючерсам на золото и другие драгоценные металлы. Это означает, что значительную поддержку развитию внутреннего срочного рынка ценных бумаг оказывает фактор наличия в национальной юрисдикции крупных транснациональных корпораций с ликвидным спот-рынком акций.

По уровню ликвидности срочного рынка ценных бумаг среди стран с развивающимися финансовыми рынками выделяется безусловный лидер – Южная Корея (см. рис. 43).

Рис. 43. Объем торговли на срочном рынке ценных бумаг, млн контрактов, 2006 год



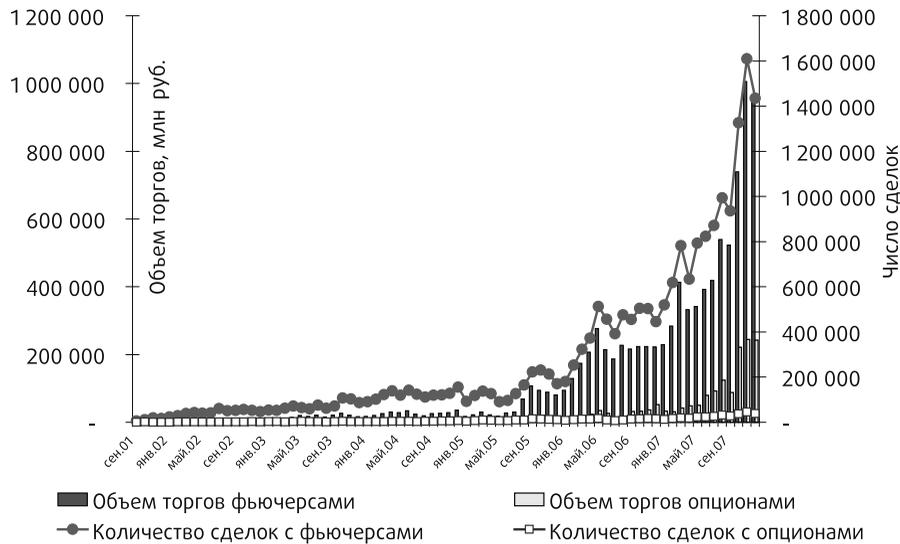
Рассчитано по данным WFE.

Хорошо развитый ликвидный срочный рынок ценных бумаг в Корее является одним из факторов повышения ликвидности рынка корейских акций. Главный сегмент срочного рынка ценных бумаг в Корее — фьючерсы на индексы. Другие крупные срочные рынки в странах с развивающимися финансовыми рынками (Индия, Сингапур, Тайвань, Гонконг, ЮАР, Бразилия) также концентрируются на торговле фьючерсами на индексы. Именно такой подход создает необходимую ликвидность рынка, обеспечивая крупных инвесторов, в том числе иностранных, возможностью захеджировать свои позиции на спот-рынке. В условиях ограниченности ликвидности ее концентрация на наиболее востребованных инструментах, которыми являются производные инструменты на индексы, позволяет получить качественный прорыв на данном направлении. Лишь при переходе к группе развитых рынков мы наблюдаем постепенное увеличение доли фьючерсных и опционных контрактов на отдельные акции. Поэтому с точки зрения мирового опыта стратегия развития срочного рынка РТС, направленная на стимулирование развития торговли фьючерсами на индекс РТС, представляется совершенно правильной.

Следует отдельно остановиться на внутреннем механизме обеспечения выхода на качественно более высокий уровень ликвидности срочного рынка в условиях общей ограниченности ликвидности, которая свойственна большинству развивающихся рынков. Создание широкого круга спекулянтов, с одной стороны, и концентрация их ресурсов на наиболее важных для хеджеров инструментах, с другой стороны, создают необходимые условия⁶⁸ для прихода на срочный рынок крупных инвесторов, имеющих основную позицию на спот-рынке. Приход крупных хеджеров, в свою очередь, резко повышает ликвидность срочного рынка, привлекая новых (в том числе более рискованных) спекулянтов, капиталы которых перераспределяются в пользу новых, менее ликвидных инструментов. Тем самым происходит расширение зоны ликвидности, достаточной для эффективных хеджерских операций, на другие сегменты срочного рынка, помимо фьючерсов и опционов на индексы.

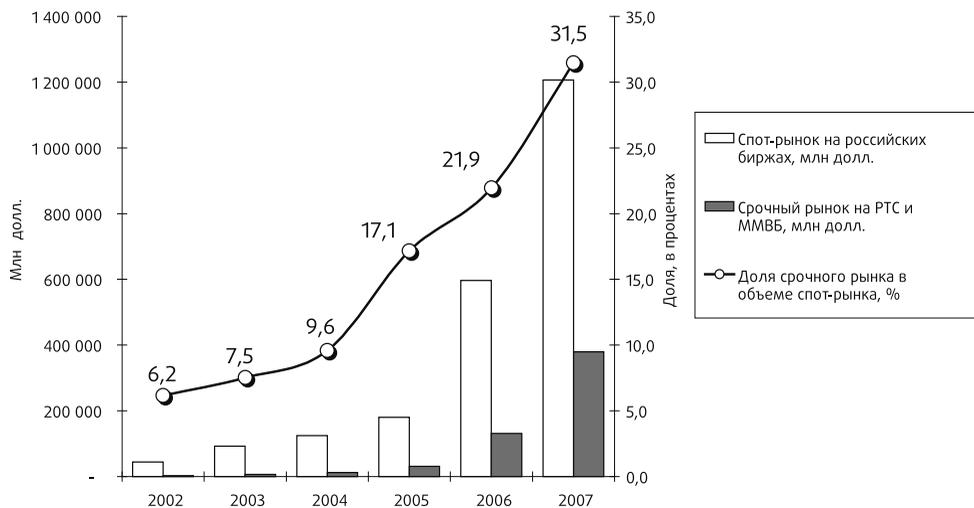
Темпы роста объема торгов на срочном рынке ценных бумаг России весьма высокие (см. рис. 44 и 44а).

Рис. 44. Объемы торгов и количество сделок на срочном рынке ОАО РТС с 1.09.2001 по 29.12.2007



Рассчитано по данным РТС.

Рис. 44а. Рост срочного рынка в России



Рассчитано по данным РТС и ММВБ.

Несмотря на позитивную динамику последних лет, Россия пока значительно отстает от многих развивающихся рынков по емкости срочного рынка ценных бумаг. В 2007 г. обороты российского срочного рынка составляли немногим более 30% от оборотов на биржевом спот-рынке акций.

Сравнительная статистика срочного и спот-рынков по разным странам показывает, что объемы рынка производных во многих странах существенно превышают обороты на спот-рынке. Конечно, данная статистика не отражает в полной мере различия между двумя сегментами рынка по движению реальных денежных потоков, однако использование данных показателей позволяет прогнозировать предполагаемые масштабы развития срочного рынка. В случае если российский срочный рынок по относительному уровню своего развития достигнет уровня континентальной Европы (например, биржи Евронекст, где

соотношение срочного рынка и рынка спот составляет 2,1 к 1), то исходя из прогноза развития российского рынка акций объемы сделок на российском срочном рынке могут составить 20–21 трлн долл. в 2020 г.

Для того чтобы фондовый рынок России мог характеризоваться в качестве идеального, необходимо, чтобы срочный рынок ценных бумаг был крупнейшим по своей емкости среди стран с развивающимися финансовыми рынками. Как уже отмечалось, невозможно корректно определить числовые значения показателей емкости срочного рынка, которые бы служили ориентирами на десятилетний период. Тем не менее совершенно очевидно, что для достижения первого места среди развивающихся рынков по емкости срочного рынка необходимо кардинальное ускорение динамики емкости срочного рынка.

5. Инвесторы на фондовом рынке

5.1. Население

Важнейшей частью структуры инвесторов на развитом фондовом рынке выступает население. Благодаря широкой распыленности эта часть инвесторов придает устойчивость национальному фондовому рынку. В странах с высоким уровнем благосостояния населения именно оно, в конечном счете, определяет динамику национального фондового рынка, именно на его поведение ориентируются наиболее консервативные глобальные инвесторы с длительным горизонтом инвестирования.

Вовлеченность населения в операции с ценными бумагами является важнейшим фактором формирования емкого национального фондового рынка, в рамках которого концентрируется преобладающая часть операций с ценными бумагами национальных эмитентов и заметная часть операций с иностранными ценными бумагами. Активное участие населения в инвестировании на фондовом рынке является также важнейшей предпосылкой устойчивости национального фондового рынка к кризисным явлениям на мировом рынке капитала. В совокупности первое и второе обеспечивают значительные конкурентные преимущества национального рынка в глобальной конкуренции на мировом рынке капитала.

Активное вовлечение населения в операции с ценными бумагами является необходимым условием формирования в стране мирового или регионального финансового центра, что оказывает влияние на специализацию национальной экономики в мировом разделении труда. При наличии такого центра роль фондового рынка в экономике не ограничивается функциями поставки ресурсов в реальный сектор экономики, с одной стороны, и предоставления возможности эффективного размещения сбережений, с другой стороны. Фондовый рынок становится также важным фактором формирования доходов бюджета за счет поступления налогов от операций с ценными бумагами, формирования полной занятости и увеличения доли квалифицированного труда в общей структуре занятости.

Международные сопоставления роли населения на фондовом рынке сильно затруднены из-за отсутствия единого источника по данному показателю. Существуют лишь отрывочные сведения по отдельным странам, которые, тем не менее, однозначно свидетельствуют об относительно низкой (по сравнению со странами с развитыми и развивающимися финансовыми рынками) доле населения, инвестирующего в акции (см. таблицу 22).

Таблица 22. Количество инвесторов в акции и бумаги инвестиционных фондов

Страна	Население млн чел, 2005	Инвесторы в акции (в т.ч. в акции инвестиционных фондов / компаний), млн	Инвесторы в акции (без инвестици- онных компаний / фондов)	В/А %	Инвесторы в инструменты инвестиционных фондов, млн
Австралия	20,6	8	6,4	31,1	
Великобритания	60,2		13	21,6	
Германия	82,9		4,7	5,7	8,1
Испания	41,4				5,9
Канада	32,3	14,7			
США *	296,8	84,3	33,6	11,3	45,9
Франция	62		6,3	10,2	4,5
Япония	127,7		35	27,4	
Бразилия	184,1		20	10,9	
Гонконг	6,9		1,4	19,6	
Индия	1104,6		6,5	0,6	
Китай	1306,5		73	5,6	
Корея	48,8		3,8	7,8	
Польша	38,6	13	0,9	2,3	12
Россия **	141,4	2,3	0,56	0,4	1,7
Тайвань***	23,2		23,8	102,6	

* существуют иные оценки доли населения, владеющего акциями, значительно отличающиеся от оценки, приведенной в настоящей таблице.

** без учета физических лиц, получивших акции в результате приватизации предприятий в 1992–1994 гг., но с учетом физических лиц, ставших пайщиками ПИФ в результате реорганизации ЧИФ.

*** количество счетов.

Инвестиционная активность населения на фондовом рынке зависит от трех групп факторов:

- доходов и благосостояния (стоимости накопленных инвестиционных активов) населения;
- степени развития частной пенсионной системы, предусматривающей возложение на население ответственности за инвестирование на рынке собственных пенсионных накоплений;
- готовности домохозяйств вкладывать в ценные бумаги по сравнению с другими альтернативными объектами инвестирования.

К сожалению, в России проводится ограниченное число социологических исследований, позволяющих судить о плотности распределения населения по критериям получаемых доходов и благосостоянию. Официальная статистика не раскрывает распределения населения по доходам в части тех, кто получает свыше 14 тысяч рублей в месяц.

С учетом ряда социологических исследований и экспертным оценкам ниже приводится таблица распределения населения по его инвестиционному потенциалу.

Таблица 22а. Распределение домохозяйств в России по годовому доходу

Категория инвесторов	Млн домохозяйств	Доход, тысяч долларов в год на домохозяйство	Сбережения в ценные бумаги, долларов в год (норма сбережений, %)
Миллионеры	0,2	> 1000	200 000 (20%)
Выше среднего	0,9	> 250	25 000 (10%)
Средняя	4,5	> 50	1 000 (1%)
Ниже среднего	20,0	> 20	200 (1%)
Без текущего потенциала	27,4	< 20	0

Источник: ЦСИ Госсстраха, Росстат и экспертные оценки.

Как видно из таблицы 22а, реальным инвестиционным потенциалом в России сегодня обладают лишь те группы населения, которые зарабатывают более 50 тысяч долларов в год на домохозяйство. Исходя из сложившейся средней нормы сбережений населения в ценные бумаги (около 1% доходов в год) при 50 тысяч долларов доходов домохозяйство может сберегать около 1 тысячи долларов в год. Таким образом, реальным инвестиционным потенциалом в России обладает около 6 млн домохозяйств из 53 млн домохозяйств всего.

По нашим расчетам, с учетом сложившейся за последние годы тенденции ускоренного роста доходов домохозяйств и неуклонного повышения доли домохозяйств, имеющих реальный инвестиционный потенциал к 2012 году число домохозяйств с инвестиционным потенциалом может увеличиться до 12 млн, а к 2020 году – до 20–22 млн.

Теоретически уровень доходов населения выступает в качестве важнейшего фактора, определяющего активность населения в инвестиционных процессах на финансовом рынке. В странах с высоким уровнем доходов населения количество людей, инвестирующих в акции, намного выше, чем в странах с более низким уровнем дохода. Но проблема состоит в том, что Россия по этому показателю уступает не только странам с высоким уровнем душевого дохода, но и многим странам с заметно более низкими душевыми доходами. Так, например, в Индии уровень дохода на душу населения (по паритету покупательной способности) в 3,1 раза ниже, чем в России, а доля населения, инвестирующего в акции, выше. В Китае уровень дохода на душу населения в 1,8 раза ниже, чем в России, а доля населения, инвестирующего в акции, выше более чем в 10 раз.

Если бы зависимость между уровнем дохода и долей населения, инвестирующего в акции, в России соответствовала бы среднемировым значениям, то в акции инвестировало бы 5% российского населения, что составляет более 7 миллионов человек⁶⁹.

В значительной мере данный парадокс объясняется тем, насколько действующая в той или иной стране правовая система возлагает ответственность за инвестирование пенсионных накоплений на само население. В Китае отсутствует система государственного пенсионного обеспечения, поэтому большинство домохозяйств вынуждено самостоятельно накапливать пенсионные сбережения, в том числе путем инвестирования на фондовом рынке. Этим во многом объясняется чрезвычайно высокая норма сбережений населения в Китае и его активнейшее участие в инвестициях на фондовом рынке.

В совершенно иной экономике, в США, население также вынуждено основную часть своих частных пенсионных сбережений накапливать на фондовом рынке. Наиболее популярной частной пенсионной системой в США является План 401 (k), предусматривающий возможность накоплений пенсионных резервов на индивидуальных счетах граждан за счет отчислений работодателей и собственных отчислений работников. Ключевой чертой данного плана является возложение на самого работника ответственности за инвестирование средств, аккумулируемых на его индивидуальном счете, на рынке капиталов. Именно этим в значительной мере объясняется высокая активность населения США на фондовом рынке.

В России в условиях стремительного роста показателя пенсионной нагрузки на трудоспособное население все большее число специалистов подвергают сомнению способность государства гарантировать пенсии трудоспособному населению. Проблема в том, что не только распределительная часть пенсионной

системы, но и ее накопительный элемент в обозримой перспективе не смогут гарантировать уровень пенсионного покрытия для основной массы населения выше 25%. При этом наиболее уязвимым оказывается именно средний класс, который при сохранении нынешних темпов налоговой реформы будет иметь еще меньший коэффициент пенсионного покрытия.

Решить эту проблему можно будет лишь через создание системы индивидуальных сберегательных счетов граждан, где будут аккумулироваться отчисления работодателей и собственные отчисления граждан. При этом ответственность за инвестирование данных накоплений необходимо возложить на самих граждан, обеспечив им приемлемые и безопасные условия инвестирования в инвестиционные фонды, облигации и иные инструменты фондового рынка

Кроме уровня доходов на душу населения, сильно различающегося по странам мира, на долю населения, инвестирующего в акции, также оказывают влияние следующие факторы:

- эффективность защиты интересов миноритарных инвесторов в рамках национального законодательства и правоприменения, а также стандартов корпоративного управления;
- уровня информированности населения о способах и формах инвестирования, о своих правах как инвесторов, а также общего уровня финансовой грамотности населения;
- национальных традиций инвестирования и инвестиционных предпочтений населения.

Вовлеченность населения в операции с ценными бумагами может принимать две основные формы:

- прямое участие населения в операциях с ценными бумагами (с использованием брокерских услуг профессиональных участников рынка ценных бумаг);
- участие населения в инвестиционных и пенсионных фондах.

Промежуточной формой выступает использование населением услуг по доверительному управлению ценными бумагами на основе индивидуальных договоров о доверительном управлении. Однако такая форма участия населения в операциях с ценными бумагами относительно редка, особенно в странах с развивающимися финансовыми рынками⁷⁰.

Кроме того, необходимо учитывать, что выгодоприобретателями доходов от инвестирования пенсионных резервов также являются физические лица. Поэтому объем инвестирования пенсионных резервов в инструменты фондового рынка также является в определенной мере показателем роли средств населения на фондовом рынке.

Приоритет той или иной формы организации инвестиций населения в ценные бумаги должен определяться исходя из национальных особенностей инвестиционного поведения населения, зависящего от целого ряда параметров, в том числе от культурных и исторических традиций. В российском профессиональном сообществе и в среде сотрудников органов государственного управления в последние годы преобладает идея о необходимости опережающего развития институтов коллективных инвестиций. Данная точка зрения опирается на целый ряд аргументов целесообразности развития именно этой формы, в том числе на тезис о более высокой устойчивости рынка в условиях господства формы организации инвестиций населения посредством институтов коллективных инвестиций, а также на представление о том, что мировой опыт свидетельствует о приоритетном развитии институтов коллективных инвестиций. Практическим результатом данной позиции в предельном случае становится тезис о необходимости развития только коллективных инвестиций как формы организации инвестиций населения, без развития альтернативных форм организации инвестиций населения.

Однако тезис о более высокой устойчивости рынка в условиях господства формы организации инвестиций населения посредством институтов коллективных инвестиций ничем не обоснован. Представление о том, что мировой опыт свидетельствует о повсеместном приоритетном развитии институтов коллективных инвестиций, не соответствует действительности. Различные страны демонстрируют принципиально различные соотношения между двумя основными формами организации инвестиций населения. С одной стороны, есть страны с ведущей ролью коллективных инвестиций в обслуживании мелких инвесторов на фондовом рынке. Среди стран с развитыми финансовыми рынками примером такой страны является Франция, среди стран с развивающимися финансовыми рынками – Индия, Бразилия, Гонконг. С другой стороны, есть страны с ведущей ролью брокерских услуг в обслуживании мелких инвесторов. Среди стран

с развитыми финансовыми рынками примером таких стран выступают США⁷¹, Япония, Великобритания, среди стран с развивающимися финансовыми рынками – Корея⁷², Китай, Тайвань.

Таким образом, мировой опыт свидетельствует и о том, что не является абсолютно преобладающим механизмом организации инвестирования мелких частных инвесторов посредством институтов коллективных инвестиций. Спецификой российского менталитета является именно стремление мелких частных инвесторов к инвестированию в акции конкретных акционерных обществ. Проведенное социологическое исследование показало, что российский мелкий частный инвестор предпочитает именно этот способ инвестирования инвестированию в инвестиционные портфели посредством институтов коллективных инвестиций⁷³. Поэтому стимулирование российского населения к инвестированию в акции является наиболее актуальным направлением усиления роли населения на фондовом рынке.

Это обусловлено тем фактом, что именно прямое инвестирование населением средств в ценные бумаги (т.е. с использованием услуг брокеров, но без использования услуг институтов коллективных инвестиций) может дать наибольший приток средств населения на российский фондовый рынок в ближайшие годы. Так, 6,7% населения России предпочитают инвестирование в акции (имеется в виду прямое инвестирование посредством брокеров) всем другим видам организации сбережений. Из тех, кто потенциально (при условии наличия финансовых возможностей) хотел бы купить акции (а таких в России 31%) большинство – 53% – хотя и распоряжаться акциями самостоятельно, и лишь 31% готовы передать акции в доверительное управление⁷⁴.

Вместе с тем необходимо отметить, что при определенных условиях значительная активизация населения, инвестирующего с использованием брокерских услуг, может привести и к дестабилизации фондового рынка. Именно так может произойти в случае, если основным мелким инвестором, приходящим на рынок, будет спекулятивно настроенный инвестор, активно использующий услуги интернет-брокериджа для проведения краткосрочных операций. Поэтому в структуре приходящих на рынок мелких частных инвесторов должна быть достаточно высокой доля тех, кто ориентирован на долгосрочные инвестиции. Приведенные выше результаты социологического исследования характеризуют потенциальных долгосрочных инвесторов, число которых на сегодняшний день заметно превосходит количество мелких краткосрочных спекулянтов. Если удастся задействовать именно этот резерв роста инвесторской базы фондового рынка, то это приведет к росту его устойчивости. В противном случае сохранение в структуре мелких частных инвесторов относительно высокой доли спекулятивно настроенных индивидуумов может привести к снижению устойчивости рынка даже при его активном объемном росте.

На наш взгляд, в современной российской ситуации крайне актуально развитие всех возможных форм организации инвестиций населения. Рынок и население сами в итоге смогут выбрать наиболее подходящую форму, соответствующую национальному менталитету, условиям ведения предпринимательской деятельности, техническим и прочим другим условиям, свойственным для России. Следовательно, в рамках формирования идеальной модели фондового рынка требуется ориентироваться на лидерство по обоим направлениям организации инвестиций населения.

В направлении стимулирования населения к использованию услуг брокеров существует огромный потенциал. Россия в настоящее время просто несопоставима с развитыми рынками с точки зрения вовлеченности населения в операции с ценными бумагами с использованием услуг брокеров. Ярким подтверждением этому является сравнение характеристик рынка онлайн-услуг (который является основным в части брокерского обслуживания населения на рынке ценных бумаг на современном этапе развития рынка) России и США (см. таблицу 23).

Таблица 23. Сравнительные характеристики брокеров в России и США

Показатели рынка онлайн-услуг	Россия	США
Клиенты онлайн-брокеров, тыс. чел.	400	30 000
Доля клиентов онлайн-брокеров в общей численности населения, %	0,4%	10,2%
Характеристики концентрации рынка услуг онлайн-брокеров	9 брокеров – 60% рынка*	5 брокеров – 70% рынка
Количество активных онлайн-брокеров	150	10-12
Число филиалов (минимум – максимум)	0-58	33-370
Среднее число сделок в день у лидеров, тыс.	20-40	35-320
Комиссия брокера при сделке 10 тыс. долл., в долл.	2-10	12,0

Источник: расчеты по данным интернет-сайтов крупнейших российских и американских брокеров, собственные оценки.

В приведенных данных выделяются две особенности брокерского бизнеса в России: ограниченность числа клиентов, которое не превышает 400 тыс., и менее высокий уровень концентрации бизнеса. В этих условиях высокий уровень конкуренции среди российских брокеров толкает их к резкому снижению тарифов на свои услуги. Торговая комиссия интернет-брокеров в России в несколько раз ниже комиссии крупнейших интернет-брокеров в США⁷⁵.

Показателем степени вовлеченности населения в операции с ценными бумагами с использованием брокерских услуг является доля населения, открывшая счета у брокеров для инвестирования в ценные бумаги. Так как информация о значении данного показателя в других странах крайне скудна, целевой ориентир по данному показателю применительно к идеальной модели фондового рынка России можно определить лишь приблизительно. На наш взгляд, уровень данного показателя в России должен:

- быть одним из самых высоких среди развивающихся рынков;
- превосходить уровень стран с развитыми финансовыми рынками, в которых доминируют банки (Германия, Австрия), а также стран с преобладающей долей долгового финансирования (Италия, Франция).

С учетом того что количество физических лиц, инвестирующих в ценные бумаги посредством брокерских услуг, активно растет в странах с развивающимися финансовыми рынками, необходимо ориентироваться не только на текущие уровни доли населения, вовлеченного в инвестирование в такой форме сегодня, но и учитывать рост этой доли в ближайшие 13 лет. Есть основания полагать, что три страны в указанный период превзойдут уровень в 20% — Гонконг, Бразилия и Китай. В диапазоне от 10 до 15% населения страны будут находиться еще около 10 стран с развивающимися финансовыми рынками. Поэтому в качестве целевого ориентира по данному показателю следует выбрать уровень в 18% населения России, что на сегодняшний день составляет примерно 25 млн человек. Это почти в 45 раз превосходит современное количество граждан Российской Федерации, инвестирующих в акции с использованием брокерских услуг⁷⁶. Поэтому задача вовлечения населения в операции с ценными бумагами является одной из самых сложных задач в рамках формирования в России идеальной модели фондового рынка.

Необходимо отметить, что столь значительное увеличение количества физических лиц, инвестирующих на фондовом рынке с использованием брокерских услуг, вызывает вопросы о принципиальной достижимости такого уровня. Данный уровень достигается при реализации следующего сценария.

В течение ближайших трех лет продолжится удвоение количества счетов физических лиц на фондовых биржах (бирже), после этого темпы роста этого показателя снижаются до 60% и держатся на этом уровне в течение двух лет. В результате по итогам 2012 года количество счетов физических лиц на фондовых биржах (бирже) достигнет 8,5 млн, что соответствует 6% населения страны. Следует отметить, что этот уровень полностью соответствует результатам социологических исследований (именно столько людей хотят уже сегодня инвестировать в акции напрямую). После этого темпы роста данного показателя снижаются: до 30% в период 2013–2015 гг., т.е. соответствуют прогнозируемым на этот период темпам роста количества людей, относимых к категории «среднего класса». В период 2016–2020 гг. темпы роста количества счетов еще более снижаются: в период 2016–2018 гг. 20%, в период 2019–2020 гг. 10%. В результате к 2020 году количество счетов физических лиц на фондовых биржах (бирже) составит 39 млн.

Предполагается, что ежегодно в IPO будут принимать участие 100 тыс. человек в период 2008–2009 гг., 150 тыс. чел. в период 2010–2012 гг., 200 тыс. человек в период 2013–2015 гг. и 250 тыс. человек в период 2016–2020 гг.

Один частный инвестор может работать через несколько брокерских фирм, поэтому в прогнозе совокупного количества счетов на фондовой бирже присутствует «двойной счет». Лица, принимающие участие в IPO, также в значительной своей части уже будут иметь открытый на бирже счет либо иметь опыт участия в более ранних IPO, что также порождает «двойной счет». Поэтому для устранения «двойного счета» необходимо использовать дисконтирование.

В настоящее время подавляющее большинство физических лиц работают через одного брокера. Более того, множество лиц, открывших счета на бирже, практически не пересекается со множеством лиц, принявших участие в IPO. Однако по мере роста количества лиц, вовлеченных в операции на фондовом рынке и расширения практики проведения IPO с ориентацией на сбережения населения, количество таких перечислений будет расти. Соответственно, будет расти используемый нами коэффициент дисконтирования. Мы предполагаем, что к 2020 году сложится примерно следующая структура физических лиц, инвестирующих в акции: 3% имеют более пяти «входов на рынок» (т.е. имеют более пяти счетов, открытых на бирже, или более пяти раз принимавших участие в IPO); 3% имеют пять «входов на рынок»; 4% имеют четыре «входа на рынок»; 10% имеют три «входа на рынок»; 20% имеют два «входа на рынок»; 60% имеют один «вход на рынок». При такой структуре мелких инвесторов применяемый дисконт должен составить 40%.

В результате совокупное количество физических лиц, инвестирующих на фондовом рынке посредством использования брокерских услуг, составит около 25 млн человек в 2020 году: $(39,05 + 2,5) \times (1 - 0,4) = 24,93$.

Наряду с общим количеством физических лиц, вовлеченных в операции с ценными бумагами с использованием брокерских услуг, важное значение имеет структура этой части инвестиционного сообщества. Во-первых, для поддержания ликвидности внутреннего рынка особое значение имеет доля тех физических лиц, которые обладают достаточно крупными капиталами, задействованными в операциях с ценными бумагами. Во-вторых, для минимизации волатильности рынка важна доля грамотных и опытных инвесторов, обладающих определенным уровнем профессиональных знаний в области финансовых рынков и принимающих инвестиционные решения осознанно, в соответствии с выводами анализа, основанного на исследовании объективных закономерностей. Пересечение этих двух групп инвестирующих физических лиц дает наиболее ценную часть частных инвесторов, которая может быть определена как «ответственные инвесторы». Формирование значительной прослойки ответственных инвесторов для целей формирования идеальной модели фондового рынка даже более важно, чем достижение целевого уровня по общему количеству физических лиц, инвестирующих в ценные бумаги посредством услуг брокеров. Однако конкретные числовые значения по «толщине» этой прослойки сформулировать невозможно.

Формированию группы «ответственных инвесторов» будет способствовать целый ряд направлений государственной политики на финансовых рынках, среди которых необходимо выделить программу по повышению финансовой грамотности населения и создание эффективно работающей пенсионной системы.

Кроме выделенных выше факторов, на инвестиционное поведение населения также оказывают влияние сложившиеся национальные традиции инвестирования и инвестиционные предпочтения населения, а также соответствие им существующих на национальном рынке инструментов и механизмов инвестирования. Однако национальные традиции инвестирования меняются крайне медленно и зависят в значительной мере от специфических характеристик национального менталитета, анализ которых в настоящей работе не проводился. Вместе с тем такой параметр, как широта инструментальной структуры рынка непосредственно влияет на уровень активности населения на фондовом рынке. Механизм этого влияния следующий: чем более широка структура предлагаемых на рынке инструментов, тем больше вероятность того, что часть из этих инструментов по своим инвестиционным характеристикам будет соответствовать структуре инвестиционных запросов и предпочтений населения. Чем больше такое соответствие, тем более активной инвестиционной деятельностью населения на фондовом рынке можно ожидать.

Некоторые из выделенных нами факторов, влияющих на активность населения на фондовом рынке, могут иметь количественную оценку, однако большинство из них подвержены лишь качественной оценке. К факторам с количественной оценкой относятся уровень реальных доходов населения и эффективность налогового режима. Рассмотрим их возможный вклад в увеличение спроса населения на российском фондовом рынке.

Уровень реальных доходов населения и его динамика – наиболее значимый фактор, влияющий на объем ресурсов, выделяемых населением на цели сбережения. Распределение этого объема между различными формами сбережений определяется привлекательностью этих форм с точки зрения населения.

Динамика реальных доходов населения в России приведена на рис. 45.

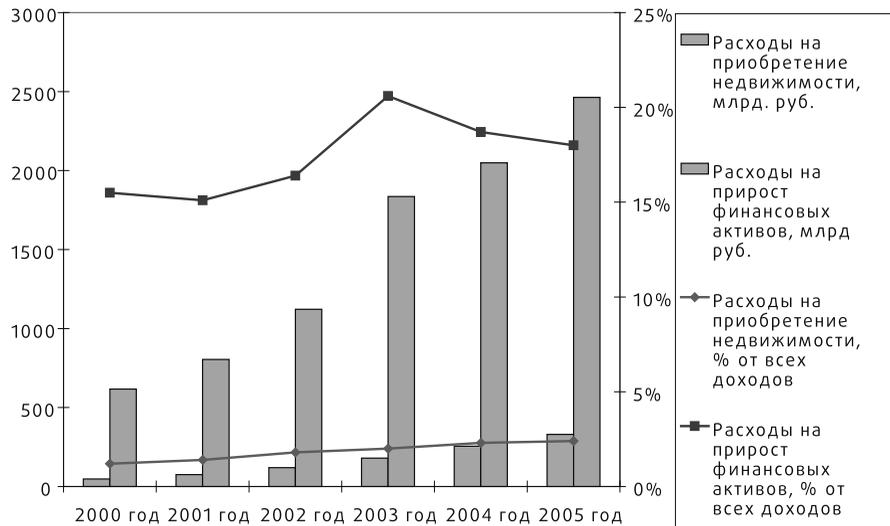
Рис. 45. Доходы населения России и их динамика



Рассчитано по данным Росстата.

Несмотря на достаточно высокие темпы роста доходов населения, статистические данные пока не позволяют говорить о значительном повышении доли средств, направляемых на инвестиционные цели, в общем объеме расходов населения. Доля инвестиционных расходов (расходов на прирост финансовых активов и на приобретение недвижимости) в течение последних 6 лет имеет тенденцию к слабому росту (см. рис. 46).

Рис. 46. Инвестиционные расходы населения и их доля в совокупных доходах



Рассчитано по данным Росстата.

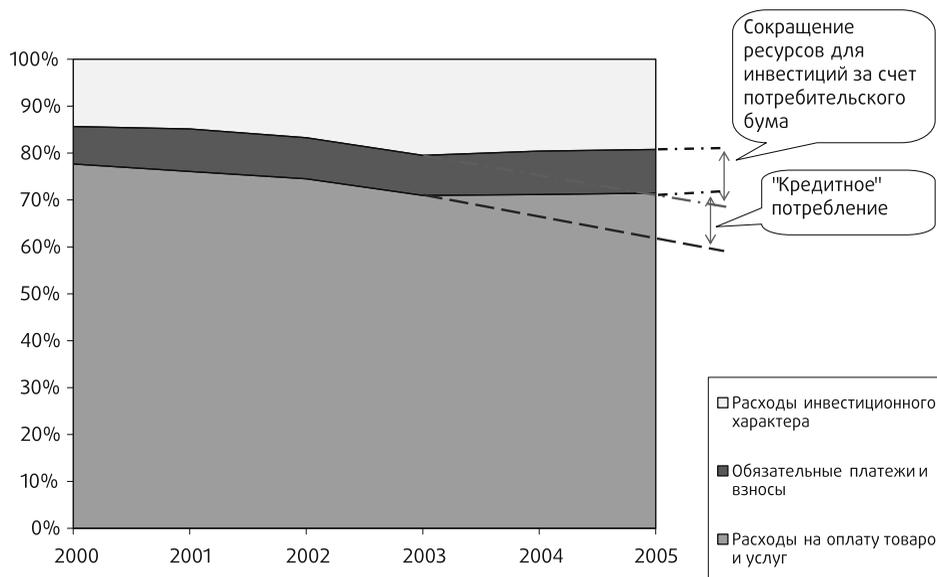
Следует отдельно рассмотреть вопрос о причинах слома тенденции к более быстрому росту доли инвестиционных расходов в общем объеме расходов населения, который произошел в 2004 году. В качестве причин такого изменения поведения населения можно указать две:

- снижение уверенности населения в сохранности своей собственности в форме ценных бумаг после «дела ЮКОСа»;
- увеличение доли расходов, направляемых на потребление, в результате резкого расширения возможностей получения населением кредитных ресурсов, т.е. начала «кредитного бума потребления».

Первая из возможных причин указывает на важность соблюдения прав и интересов инвесторов для обеспечения устойчивого роста объемов средств, направляемых населением на инвестиционные цели.

Вторая из возможных причин подчеркивает изменившиеся экономические условия, в которых население принимает решение об использовании имеющихся средств. Если до начала кредитного бума население рассматривало инвестиции в ценные бумаги как один из способов накопить на крупную покупку в среднесрочной перспективе, то в условиях доступности кредитов инвестиции в ценные бумаги уже не рассматриваются в качестве такого способа, и привлекательность инвестирования в ценные бумаги за счет этого снизилась у определенных категорий населения. При этом сокращение ресурсов для инвестирования оказалось несколько больше, чем сумма прироста потребительских расходов, вызванного аккредитованием населения (см. рис. 47).

Рис. 47. Структура денежных расходов населения



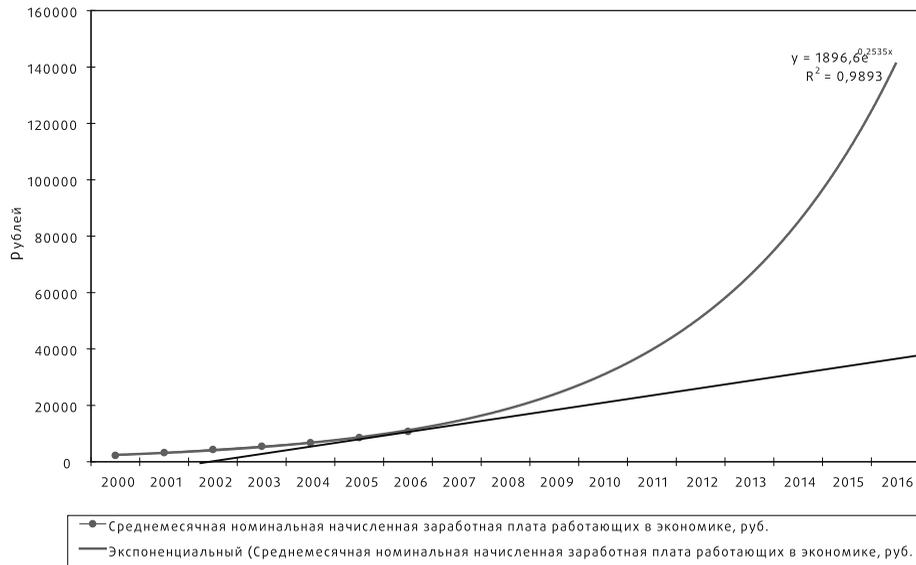
Рассчитано по данным Росстата.

Это означает, что в новых условиях существовавших ранее стимулов, обеспечивавших рост инвестиционных расходов населения, уже недостаточно. В новых условиях требуется введение более сильных стимулов, обеспечивающих значительно более высокий уровень привлекательности инвестирования в ценные бумаги для населения, чем прежде. Безусловно, основным способом повышения привлекательности инвестирования является введение для инвестирующего населения налоговых льгот, аналогичных льготам, существующим во многих странах мира, в том числе в странах с развивающимися финансовыми рынками.

К сожалению, в настоящее время статистика расходов населения за 2006–2007 гг. не доступна, что не позволяет сделать обоснованные выводы об изменениях в структуре расходов населения в период резкой активизации притока населения на фондовый рынок (выразившегося в двукратном росте количества счетов физических лиц на бирже и в активном участии населения в так называемых «народных» IPO). Поэтому в данном направлении анализа мы можем только строить рабочие гипотезы.

Сформулируем такую рабочую гипотезу. Заметное увеличение объема средств, направляемых населением на цели инвестирования в ценные бумаги (как с использованием услуг брокеров, так и посредством индустрии коллективных инвестиций) началось в 2006 году, с момента превышения среднемесячной заработной платы уровня в 9000 рублей. Поэтому можно предположить, что этот уровень является минимально необходимым уровнем, на котором после удовлетворения необходимых потребностей по основным направлениям текущего потребления темпы роста потребления начинают снижаться и начинается массовое инвестирование. Снижение темпов роста текущего потребления означает, что его динамика начинает описываться уравнением прямой⁷⁷, которая сменяет экспоненциальный тренд. Это означает, что в точке превышения среднемесячной заработной платы уровня в 9000 рублей к графику динамики среднемесячной заработной платы можно приложить касательную, которая в будущем будет описывать динамику текущего потребления. В этом случае объем средств, направляемых на инвестирование, будет описываться разностью между уравнением кривой динамики среднемесячной заработной платы и уравнением касательной (см. рис. 48). Если предположить, что сохранится экспоненциальный тренд динамики среднемесячной заработной платы, то на цели инвестирования через 10 лет будет направляться значительная часть доходов населения.

Рис. 48. Прогноз разделения доходов населения России на текущее потребление и инвестирование



Другим фактором, который может быть описан количественными оценками, выступает эффективность налогового режима. Под эффективностью налогового режима понимается эффективность с точки зрения выполнения налоговой системой стимулирующих функций, т.е. стимулирования населения к инвестированию в ценные бумаги. В настоящее время эффективность налогового режима инвестиций населения в ценные бумаги в России низка с точки зрения инвестора. Особенно заметна неэффективность российского налогового режима в этой области в сравнении с налоговыми режимами других стран с развивающимися финансовыми рынками. Во многих таких странах в целях стимулирования инвестиций населения налогообложение операций с ценными бумагами и налогообложение доходов от операций с ценными бумагами производится по минимальным или даже нулевым ставкам (см. таблицу 24).

Таблица 24. Перечень стран с льготным режимом налогообложения доходов населения, получаемых по ценным бумагам и от операций с ценными бумагами

Страна	Наличие налоговых льгот по <i>capital gain tax</i> по ценным бумагам
Иран	нет налогов, кроме налога от продажи (0,5% с суммы)
Таиланд	нет налогов для физлиц
Корея	нет налогов для физлиц
Индия	для долгосрочных держателей (более 3 лет, если сделки совершены вне биржи, либо 1 год, если сделки совершены на бирже) снижение ставки с 30 до 0% при уплате трансакционного налога (0,1% от суммы)
Новая Зеландия	нет налогов
Греция	нет налога при продаже обращающихся на бирже бумаг
Индонезия	нет налогов
Малайзия	нет налогов
Португалия	после 1 года держания снижение ставки с 10 до 0% при условии реинвестирования
Мексика	нет налогов для физлиц
Бразилия	нет налога для иностранных инвесторов
Перу	нет налогов
Испания	нет налогов по ценным бумагам на организованном рынке, если со страной продавца есть соглашение об избежании двойного налогообложения
Австралия	после 1 года держания снижение предельной ставки с 47 до 23,5%
Дания	после 3 лет держания снижение ставки с 28 до 0%
Италия	нет налога для иностранных инвесторов
Норвегия	нет налогов по ценным бумагам компаний стран ЕС
Гонконг	нет налогов
Голландия	нет налогов для физлиц
США	после 1 года держания снижение предельной ставки для физлиц с 40 до 20%
Сингапур	нет налогов

Примечания.

*Налог на прирост капитала (capital gain tax) – налог на реализованную прибыль от прироста инвестиций, в частности, налог на прибыль, получаемую от инвестиций в ценные бумаги и уплачиваемый при их продаже. В Хорватии облагается налогом и нерезализованная прибыль от переоценки активов. По остальным странам облагается только реализованная прибыль (Ernst and Young Worldwide Corporate Tax Guide. January 2006).
Источник: Мировая федерация бирж (WFE).*

Практика предоставления налоговых льгот индивидуальным инвесторам по инвестициям в корпоративные ценные бумаги широко распространена в мире как в странах с развитыми, так и в странах с развивающимися финансовыми рынками. В мировой практике предоставление мелким инвесторам налоговых льгот применяется для решения ряда проблем, в том числе:

- повышения нормы накопления за счет ее приближения к норме сбережений, а также сохранения нормы накопления на уровне, достаточном для решения задач финансирования экономического развития;
- повышения устойчивости национального финансового рынка к кризисным явлениям на мировом финансовом рынке.

Проведенный анализ экономической целесообразности инвестиционной льготы по инвестированию в ценные бумаги показал эффективность этой меры с точки зрения ее положительного влияния на уровень нормы накопления в развивающихся и развитых странах. Норма накопления отражает уровень формирования нового капитала в экономике. Для динамичного развития экономики, повышения ее диверсификации требуется более высокая норма накопления. Это обусловлено тем, что для развивающейся экономики необходимо более интенсивное обновление капитала, его рост, чему и способствует более высокая норма накопления.

Для повышения нормы накопления и развивающиеся, и развитые страны используют налоговые льготы инвестирования в ценные бумаги (отсутствие налога на дивиденды и прирост капитала в результате роста рыночной цены). При этом сравнительный анализ нормы накопления в таких странах говорит об эффективности этого метода. Так, из первых (по величине нормы накопления) шести стран с развивающимися финансовыми рынками в пяти применяются налоговые льготы для населения, инвестирующего в ценные бумаги (см. таблицу 25).

Таблица 25. Зависимость нормы накопления от наличия налоговых льгот по инвестициям населения в ценные бумаги в странах с развивающимися финансовыми рынками

Страна	Норма накопления, % к ВВП						Наличие налоговых льгот по capital gain tax по ценным бумагам
	2000	2001	2002	2003	2004	2005	
1 Китай	32,8	34,2	35,2	37,8	38,7	..	точно неизвестно, но есть основания предполагать наличие таких льгот
2 Иран	33,1	35,3	39,6	41,1	37,2	31,5	есть для всех инвесторов
3 Таиланд	22,8	24,1	23,8	24,9	27,1	31,1	есть для физлиц
4 Корея	31,0	29,3	29,1	30,0	30,2	30,1	есть для физлиц
5 Эстония	27,8	29,2	31,8	32,0	31,2	..	есть для предприятий-резидентов
6 Индия	24,2	23,0	25,3	27,3	30,1	..	есть для физлиц
7 Словакия	26,1	30,0	29,3	25,4	26,3	28,6	нет
8 Исландия	24,3	22,1	17,7	20,0	21,6	28,4	нет
9 Хорватия	20,2	23,9	28,4	30,4	30,2	28,0	нет
10 Болгария	18,3	20,7	19,8	21,7	23,5	28,0	нет

Рассчитано авторами по данным Мирового банка и Мировой федерации бирж.

Для Российской Федерации в настоящее время проблема низкой нормы накопления (в России норма накопления является одной из самых низких в странах с развивающимися финансовыми рынками) чрезвычайно болезненна. Она серьезно сдерживает приток внутренних инвестиций, необходимых для масштабной модернизации экономики. Поэтому применение данного способа стимулирования инвестиций населения в ценные бумаги для России особенно актуально в настоящее время.

Существование налоговой льготы по доходам населения от инвестиций в ценные бумаги положительно влияет на уровень устойчивости национального финансового рынка к кризисным явлениям на мировом финансовом рынке. Именно страны с наличием такого способа стимулирования инвестиций населения проявили высокий уровень иммунитета к «азиатско-российскому» кризису 1997–1998 гг. Так, капитализация Индии за период 1996–1998 гг. снизилась всего на 8,5% (рост на 4,7% в 1997 году и снижение на 12,6% в 1998 году). Капитализация Тайваня за тот же период снизилась всего на 4,8%, а капитализация Словении даже выросла.

Среди факторов, не имеющих количественной оценки, следует особо выделить, в наибольшей степени зависящие от усилий государства. К таковым следует отнести уровень финансовой грамотности населения, эффективность системы информирования инвесторов, эффективность системы доступа к торгам, эффективность защиты прав населения как инвестора. По этим направлениям в России существуют огромные резервы улучшения ситуации. Соответствующие рекомендации и предложения будут приведены далее (см. параграф 6 настоящей части доклада).

Следует отдельно остановиться на таком важном факторе, как эффективность защиты прав населения как инвестора, уточнив критерии такой эффективности. Существующие случаи дискриминации населения как инвестора российскими эмитентами при проведении так называемых «народных» IPO (ус-

тановление относительно высоких минимальных размеров заявки, отсутствие достаточного количества пунктов приема заявок и т.д.) требуют уточнить, что эффективность системы защиты прав населения как инвестора должна пониматься в соответствии с принципами IOSCO, в том числе обеспечивать инвесторам равное отношение и равный доступ.

Вместе с тем существуют не поддающиеся количественной оценке факторы, которые гораздо в меньшей степени зависят от государственной политики, но оказывают никак не меньшее влияние на формирование инвестиционного спроса населения на фондовом рынке.

Распределение сбережений населения между формами организации сбережений на фондовом рынке зависит, как уже отмечалось во второй части настоящего доклада, от национальных особенностей инвестиционного поведения населения, зависящего от целого ряда параметров, в том числе от культурных и исторических традиций. Вместе с тем в российских условиях следует также учитывать фактор недостаточной эффективности индустрии коллективных инвестиций. Частный инвестор, сопоставляя результаты функционирования инвестиционных фондов и динамику фондовых индексов, неизбежно приходит к выводу о низкой эффективности работы российских управляющих компаний, что способствует его выбору в пользу самостоятельного принятия инвестиционных решений, т.е. выбору варианта инвестирования сбережений посредством брокерских услуг.

Во многих странах проводятся специальные исследования, нацеленные на определение закономерностей поведения населения как инвестора, на выявление национальных традиций инвестирования и инвестиционных предпочтений населения, а также на формирование портрета типового национального инвестора.

В Гонконге поведение населения на фондовом рынке изучается наиболее пристально. С 1989 года Гонконгская фондовая биржа проводит ежегодное исследование инвестирования населения на фондовом рынке, в котором детально анализируются самые различные аспекты такого инвестирования⁷⁸. В настоящее время типичным гонконгским инвестором в акции является 42-летний работник с высшим (вторичным) образованием, имеющий месячную зарплату в размере 18 750 гонконгских долларов (2407 долларов США). Типичным гонконгским инвестором в производные финансовые инструменты является 42-летний работник с высшим (третичным) образованием, имеющий месячную зарплату в размере 27 500 гонконгских долларов (3531 доллар США).

Население Гонконга гораздо более склонно к долгосрочному держанию акций, чем инвесторы на российских биржах, в чем, по нашему мнению, состоит причина высокой устойчивости рынка акций Гонконга. Средний частный гонконгский инвестор заключает лишь четыре сделки в год на бирже. Доля населения, владеющего акциями, но не совершающего с ними сделок в течение нескольких лет, составляет 28% всего инвестирующего населения. С этим обстоятельством тесно связано и менее активное, чем в России, использование частными инвесторами онлайн-механизмов торговли – лишь 26% частных инвесторов (36% постоянно торгующих инвесторов) Гонконга использовали эти механизмы в 2004 году для торговли акциями и 29% — для торговли производными финансовыми инструментами. Среди онлайн-инвесторов больше доля мужчин, молодежи (вследствие этого средний возраст такого инвестора – 37 лет), лиц с высшим образованием, лиц с высоким должностным статусом и с высокой зарплатой, чем в среднем среди всех частных инвесторов.

Опросы частных инвесторов показывают, что наиболее высоко они оценивают доступность информации (76% считают ее уровень достаточно высоким), соблюдение принципов справедливого ценообразования и обеспечения порядка заключения сделок (69%), качество компаний в котировальных листах (67%). Наиболее острая проблема для фондового рынка Гонконга, по мнению инвестирующего населения, — регулирование инсайдерской торговли. Лишь 40% считают это регулирование эффективным, в то время как 26% — неэффективным.

Инвесторы, совершающие относительно много сделок (активные инвесторы), больше удовлетворены качеством компаний в котировальных листах и эффективностью регулирования брокеров, чем пассивные инвесторы. Напротив, активные инвесторы в меньшей степени, чем пассивные, удовлетворены доступностью информации, справедливостью ценообразования, эффективностью регулирования компаний в котировальных листах, уровнем защиты инвесторов и качеством раскрытия информации эмитентами.

Важным фактором, влияющим на активность операций населения на фондовом рынке, является наличие систем, обеспечивающих компенсацию потерь инвесторов, произошедших вследствие нарушений их прав на фондовом рынке, банкротства профессиональных участников рынка и в ряде других случаев (компенсационная система).

5.2. Инвестиционные фонды

Рост капитализации и ликвидности фондового рынка в рамках идеальной модели должен опираться на внутренние инвестиционные ресурсы и, в том числе на опережающий рост коллективных инвестиций. Анализ баз данных по 40 рынкам капитала за период 1992-2006 гг.⁷⁹ показывает наличие тесной корреляции между динамикой стоимости чистых активов (СЧА) инвестиционных фондов, и динамикой капитализации. В то же время корреляция между динамикой стоимости чистых активов (СЧА) инвестиционных фондов, с одной стороны, и динамикой ликвидности и ВВП, с другой стороны, незначима (см. таблицу 26).

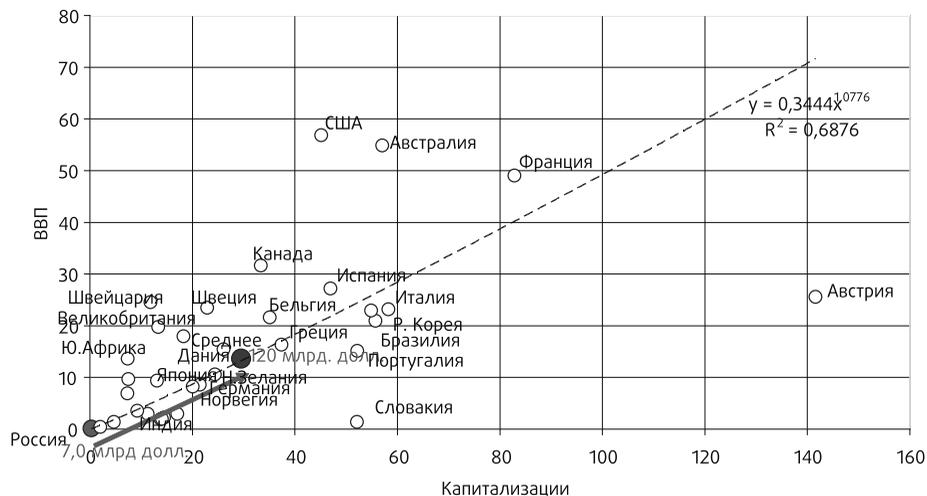
Таблица 26. Корреляция роста СЧА инвестиционных фондов в 1992-2006 гг. (Россия 1996-2006 гг.)

	Мир (40 стран)	Россия
С капитализацией	0,877	0,881
С ликвидностью акций	0,250	0,349
С ВВП	0,094	-0,373

Источник: рассчитано по данным ВБ, МВФ, Всемирной федерации бирж и Investment Company Institute (США).

По относительному уровню своего развития отрасль ПИФов России в настоящее время значительно отстает от подавляющего большинства из рассмотренных 39 фондовых рынков, о чем свидетельствуют данные рис. 49.

Рис. 49. Доля СЧА инвестиционных фондов в (%) (средний уровень за 1992-2006 гг.; Россия с 1996-2007 гг.)



Источник: рассчитано по данным ВБ, МВФ, Всемирной федерации бирж и Investment Company Institute (США).

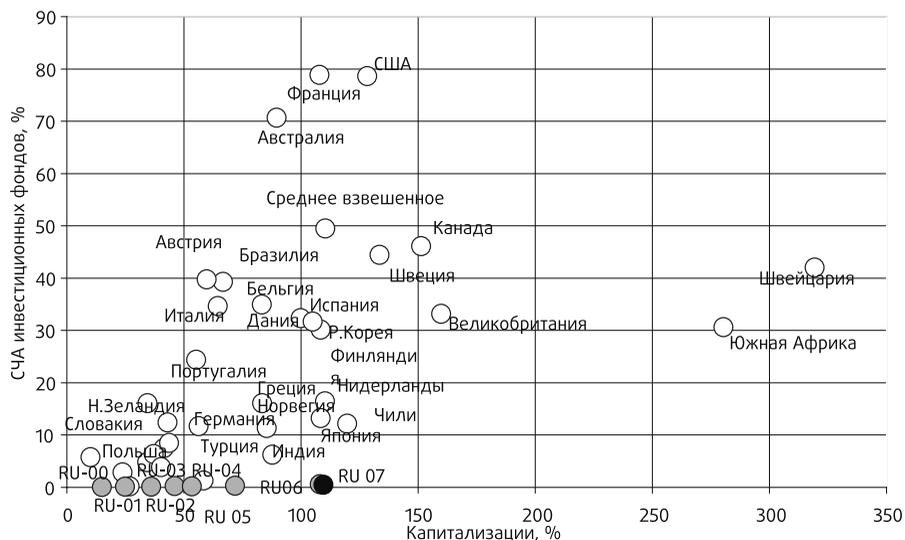
В данном случае сопоставлялись средние показатели относительного уровня развития открытых инвестиционных фондов за 15-летний период. По России приводятся средние данные по открытым и интервальным ПИФам за период 1996-2006 гг.⁸⁰

По доле СЧА инвестиционных фондов в ВВП и капитализации Россия отстает от подавляющего большинства рассматриваемых стран, за исключением Румынии и Китая, где законодательство об открытых инвестиционных фондах вступило в силу значительно позднее, чем в России. Несмотря на бурный рост экономики и фондового рынка России в 2000-2007 гг., показатели относительного развития ПИФов в России близки к нулю. Если бы данные показатели в России соответствовали среднему уровню стран с умеренным уровнем развития коллективных инвестиций (Германии и Японии), то СЧА открытых и интервальных ПИФов составила бы по итогам 2007 г. около 120 млрд долл. (около четверти активов национальной банковской системы) вместо нынешних 7,0 млрд долл. Если бы в России доля открытых и интервальных ПИФов соответствовала бы среднему уровню для 40 государств (49,5%), то стоимость их активов составляла бы 470 млрд долл.

Степень разрыва между уровнем развития ПИФов и капитализации в модели развития российского фондового рынка начала 2000-х гг. иллюстрируется на рис. 50., в котором данные по России приводятся за период 2000–2007 гг., а по другим 35 фондовым рынкам — лишь за 2006 г.

Несмотря на стремительный рост доли капитализации российских компаний в ВВП с 15% в 2000 г. до 109,6% в 2007 г., доля СЧА открытых и интервальных ПИФов в ВВП за 8 лет повысилась лишь с 0,1 до 0,5% ВВП. При этом в 2007 г. доля данных ПИФов в ВВП даже снизилась по сравнению с показателем 0,6%, достигнутым в 2006 г. Это свидетельствует о том, что уровень развития индустрии инвестиционных фондов в России значительно отстает от масштабов роста национального фондового рынка, что является недопустимым для модели идеального фондового рынка в будущем.

Рис. 50. Доля в ВВП в 2006 г.; Россия 2000-2007 гг.



Источник: рассчитано по данным ВБ, МВФ, Всемирной Федерации бирж и Investment Company Institute (США).

Рост российского фондового рынка в течение следующих 10-15 лет и превращение его в один из наиболее крупных мировых рынков капитала ставит масштабную задачу качественного изменения индустрии коллективных инвестиций и преодоления отставания относительного уровня развития ориентированных на розничного инвестора инвестиционных фондов в России от зарубежных фондовых рынков.

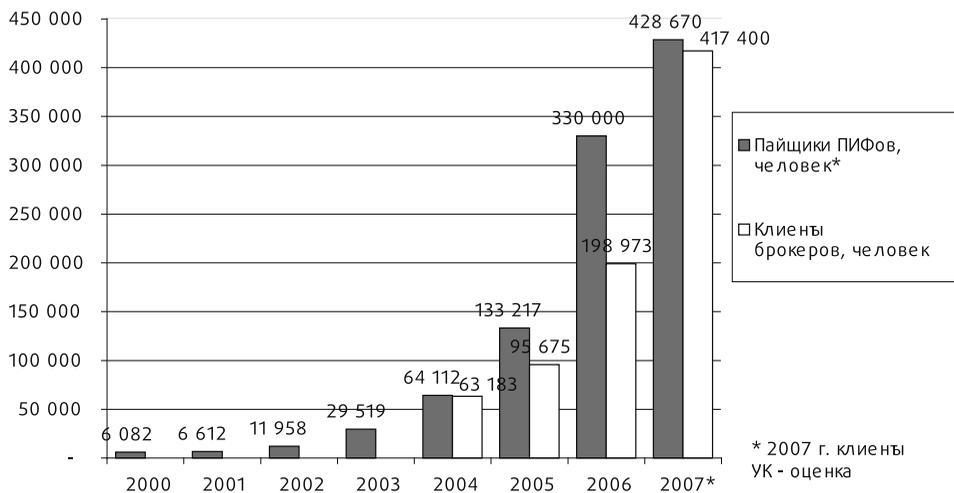
В качестве факторов, определяющих динамику активов институтов коллективных инвестиций, следует указать:

- I. Факторы, определяющие объем активов
 1. Количество фондов.
 2. Средний размер активов фонда.
 3. Количество УК.
 4. Средний размер активов и количество фондов под управлением одной УК.
- II. Факторы, определяющие динамику роста активов
 1. Количество лицевых счетов пайщиков.
 2. Средний размер счета.
- III. Факторы, определяющие приток средств пайщиков.

Среди этих факторов наиболее значимыми, поддающимися кибернетическому управлению, являются количество лицевых счетов пайщиков и средний размер активов фонда.

Динамика числа владельцев лицевых счетов характеризуется устойчивым ростом. По состоянию на конец 2007 года количество лицевых счетов «рыночных» пайщиков открытых и интервальных фондов достигло 428,7 тысяч, что немногим больше числа индивидуальных клиентов брокеров (см. рис. 51).

Рис. 51. Число рыночных розничных клиентов УК и брокеров



Источники: По данным ФКЦБ России, ФСФР России. (www.fcsm.ru).

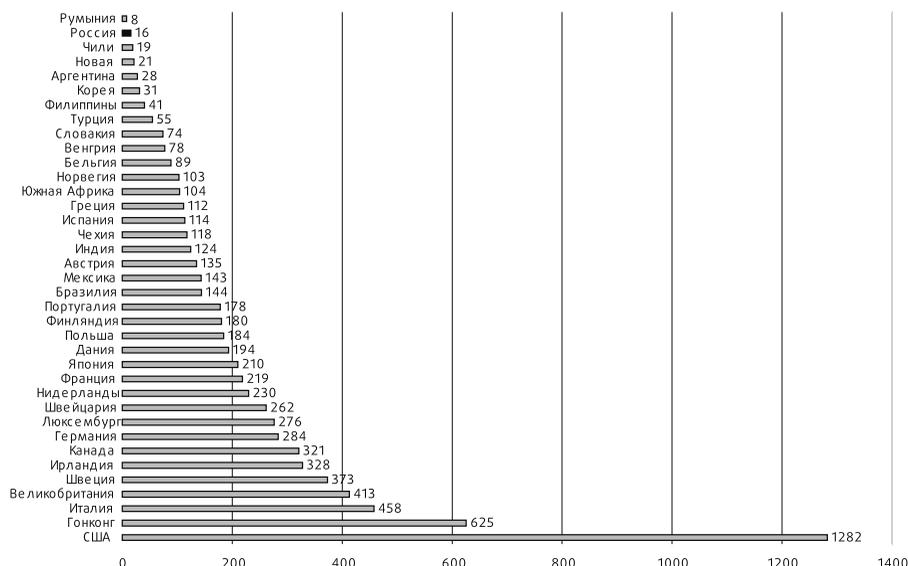
Отставание России от развитых странах по показателю среднего размера фонда значительно больше отставания по количеству фондов. Анализ показывает, что именно этот фактор несет в себе гораздо больший потенциал дальнейшего роста совокупных активов отрасли коллективного инвестирования в России.

Вплоть до конца 2004 года по показателю среднего размера фонда наша страна занимала последнее место из 40 стран, входивших в выборку для анализа. За период с конца 2004 года по 2006 год за счет существенного притока инвесторов на российский рынок коллективных инвестиций этот показатель вырос более чем в два раза, что позволило нашей стране переместиться на две строчки вверх (см. приложение 3).

Однако итоговое 38-е место среди 40 исследуемых стран не позволяет говорить о значительном улучшении качественных характеристик российской отрасли коллективных инвестиций. Для сравнения средний размер фонда в странах с наиболее развитыми институтами коллективного инвестирования (США, Гонконг, Великобритания, Люксембург, Италия) более чем в 20 раз превышает средний размер фонда

в России. Аналогичный показатель для Польши выше российского в 10 раз, Венгрии – в 5 раз, Турции – в 4 раза, Португалии – в 13 раз (см. рис. 52).

Рис. 52. Средний размер СЧА фондов в 2006 г. (млн долл.)



Источники: По данным Investment Company Institute (www.ici.org).

В целях более полного понимания количественных и качественных ориентиров развития индустрии инвестиционных фондов в России необходимо более детально рассмотреть уровень и факторы развития инвестиционных фондов в различных странах (см. Приложение 2). По уровню развития инвестиционных фондов соответствующие страновые рынки можно разбить на три группы.

1. Офшорные международные центры. Включают три страны – Люксембург, Ирландию и Гонконг, играющие роль международных офшоров для глобальных инвестиционных фондов. В 2006 г. доля активов открытых инвестиционных фондов, зарегистрированных в Люксембурге, Ирландии и Гонконге, в ВВП этих стран составляла соответственно 5296,9, 349,3 и 333,0%. Эти страны характеризуются высоким уровнем развития фондового рынка.

Уникальность этих стран для акционеров (пайщиков) международных фондов состоит в льготном режиме налогообложения, упрощенной регистрации фондов, стабильности условий ведения бизнеса и возможности. Анализ данных информационного ресурса EmergingPortfolio.com показывает, что больше активов международных фондов, инвестирующих в Россию, приходится на фонды, зарегистрированные в Люксембурге.

Интересно, что, если Люксембург уже очень давно является центром притяжения международных инвестиционных фондов, то Ирландия и Гонконг стали такими центрами лишь за последние 10–15 лет. В Ирландии доля инвестиционных фондов в ВВП выросла с 10,6% в 1996 г. до 349,3% в 2006 г. Доля гонконгских инвестиционных фондов в ВВП выросла с 16% в 1992 г. до 333,0% в 2006 г.

2. Страны с высоким уровнем развития инвестиционных фондов. Это 18 стран, включая США, Францию, Канаду, Австралию, Великобританию, Испанию, Австрию, Швейцарию, Италию, Корею, Швецию, Бельгию, Бразилию, Нидерланды, Грецию, Португалию, Данию, Новую Зеландию, в которых доля СЧА инвестиционных фондов в ВВП варьируется в диапазоне от 10 до 100%. Средний уровень доли СЧА инвестиционных фондов в ВВП по этим странам за последние 15 лет составляет 26,5%.

В большинстве этих государств имеется активный фондовый рынок, играющий важную роль в национальной экономике и инвестициях. Несмотря на то что показатели капитализации и ликвидности в среднем по данным стран уступают первой группе стран, составляя соответственно 41,7 и 24,4%, однако в целом находятся на весьма высоком уровне. Для данных стран также характерен высокий уровень корреляции доли инвестиционных фондов в ВВП с показателями капитализация/ВВП, объем биржевых торгов/ВВП и объем биржевых торгов/капитализация. Заметим, что в этих странах активы инвестиционных фондов весьма чувствительны к доходности национальных фондовых рынков. Этим в значительной мере объясняется заметная в последние годы тенденция уменьшения доли инвестиционных фондов в ВВП в ряде европейских государств — Нидерландах, Греции, Дании, Португалии и Испании.

3. Страны с умеренным уровнем развития инвестиционных фондов. Включает группу из 14 стран, в том числе Японию, Германию, Финляндию, Норвегию, Чили, Словакию, Чехию, Турцию, Польшу, Мексику, Аргентину, Филиппины, у которых доля инвестиционных фондов в ВВП составляет от 1 до 10%.

Во многих из указанных стран значительную роль в привлечении сбережений и в инвестициях играет национальный (Германия, Япония, Турция, Финляндия, Норвегия) или иностранный (Словакия, Польша, Чехия, Аргентина) банковский капитал, либо система накопительных пенсионных фондов (например, Чили). В этих странах показатели относительной капитализации и ликвидности фондового рынка, как правило, заметно ниже стран из первой и второй групп. В данной группе стран инвестиционные фонды, как правило, играют меньшую роль в экономике и сбережениях по сравнению с другими группами финансовых посредников.

Особую категорию рынков с точки зрения уровня развития открытых фондов составляют Россия, Китай⁸¹ и Румыния. Относительный показатель уровня развития инвестиционных фондов в этих странах близок к нулю, и им лишь предстоит выбор одной из трех вышеперечисленных моделей развития инвестиционных фондов.

Сложившийся уровень развития открытых и интервальных ПИФов в России нельзя признать нормальным, он не соответствует уровню развития экономики и фондового рынка в стране. Он отражает пока недостаточный уровень участия сбережений населения страны в инвестициях и капитализации российских компаний.

Несмотря на то что чистые активы ПИФов значительно уступают активам коммерческих банков и страховых организаций, по критериям экономической эффективности, прозрачности механизма деятельности и способности противостоять рискам паевые инвестиционные фонды значительно превосходят другие формы финансового посредничества на фондовом рынке. По этим причинам в рассматриваемой 10-летней перспективе темпы роста СЧА ПИФов должны значительно опережать темпы роста капитализации, ВВП и активов банковской системы.

Наиболее реалистичным ориентиром для роста инвестиционных фондов в России является модель развития японского и немецкого фондового рынка, предполагающая достижение доли инвестиционных фондов в ВВП на уровне 10–15%. Данный уровень мы принимаем в качестве целевого ориентира развития индустрии инвестиционных фондов на ближайшее десятилетие, т.е. в качестве параметра идеальной модели фондового рынка. В случае достижения указанного соотношения ПИФы станут эффективными миноритарными инвесторами на внутреннем фондовом рынке.

Такая цель означает, что за 13 полных лет СЧА открытых и интервальных ПИФов должны вырасти с нынешних 7,3 млрд долл. до 470–560 млрд долл., или в 65–77 раз. При этом в год СЧА ПИФов должны увеличиваться примерно на 37–39%. Несмотря на столь высокие темпы роста, такая задача представляется вполне реальной, поскольку в течение 1999–2007 гг. среднегодовые темпы роста открытых и интервальных фондов в России составили около 60%. Таким образом, при условии сохранения сложившихся темпов роста СЧА ПИФов, ориентированных на розничного инвестора, к 2020 г. может быть обеспечен их выход на указанные целевые рубежи.

Данная задача вполне по силам российскому фондовому рынку также с позиций оценки международного опыта. За предшествующие 10 лет из 39 рассматриваемых стран 8 имели ежегодные темпы роста

открытых инвестиционных фондов свыше 45%, включая Румынию (80,4%), Польшу (67,7%), Австралию (62,9%), Филиппины (58,6%), Ирландию (55,4%), Турцию (51,5%), Аргентину 47,3% и Чехию (47,7%).

5.3. Пенсионные фонды и страховые компании

Пенсионные фонды

По уровню развития НПФов Россия является мировым аутсайдером, отставая не только от стран с развитым фондовым рынком, но и большинства развивающихся рынков (см. таблицы 27 и 28). Значительный приток на фондовый рынок пенсионных денег от поколения бейби-бумеров во многих странах в 1990-х годах послужил акселератором роста емкости фондового рынка.

Таблица 27. Стоимость инвестированных пенсионных резервов

	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Австралия	212 860	239 290	295 670	341 355	415 299	492 388
Австрия	7555	8099	10 869	13 299	14 573	15 611
Бельгия	12 639	12 428	12 152	14 355	16 549	16 769
Канада	375 565	346 341	445 761	447 439	569 216	678 952
Чехия	1404	2053	2852	3884	5152	6 462
Дания	43 639	44 324	58 782	75 328	87 032	89 570
Финляндия	9991	10 606	19 162	117 055	134 163	146 369
Франция	51 388	95 395	123 255	123 255	123 660	
Германия	65 147	70 470	88 887	104 161	112 587	115 755
Венгрия	2071	2976	4397	6989	9338	10 978
Исландия	6636	7481	10 781	14 103	19 517	21 672
Ирландия	45 763	42 222	59 989	77 405	96 856	110 093
Италия	25 194	28 312	36 787	44 351	49 520	55 681
Япония	580 519	561 645	477 322	373 380	199 648	
Корея		8438	9884	11 516	14 652	25 829
Мексика	26 600	33 643	37 213	42 461	76 409	96 470
Нидерланды	411 460	374 875	545 239	659 839	769 986	890 887
Новая Зеландия	7687	7865	9094	11 157	12 446	13 120
Норвегия	6831	7652	10 227	16 939	20 266	22 874
Польша	4622	7588	11 487	17 021	26 325	37 964
Португалия	13 278	14 657	18 396	18 868	23 591	26 581
Словакия	0	0	7	7	293	1537
Испания	35 072	39 061	54 778	69 147	81 551	92 527
Швеция	18 254	18 542	23 457	26 373	33 211	36 397
Швейцария	261 357	267 554	334 829	389 497	434 746	462 095
Турция				209	919	3 965
США	9 696 193	8 764 040	10 507 392	11 638 070	12 348 250	13 310 800
Великобритания	1 040 472	930 832	1 175 335	1 467 118	1 763 762	
Россия	1153	1640	2989	5893	9837	14 902
Мир – всего	12 995 690	11 988 026	14 554 557	16 266 511	17 630 547	21 600 000

Источники информации: OECD Global Pension Statistics; Евростат, данные FIAP.

Проблема России по сравнению, например, с Чили, Бразилией, Аргентиной и Мексикой, где наиболее успешно из развивающихся рынков идет пенсионная реформа, заключается в том, что государство никак не может сделать решительный шаг в сторону признания приоритета частной пенсионной системы, ориентированной на рынок долевых и долговых финансовых инструментов. В результате роль НПФов на российском фондовом рынке на фоне многих других государств остается практически незаметной.

Таблица 28. Доля инвестированных пенсионных резервов в ВВП

	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Австралия	57,7	58,1	56,1	53,6	34,2	40,3
Австрия	3,9	3,9	4,3	4,6	4,8	4,8
Бельгия	5,6	5,1	3,9	4,0	4,4	4,3
Канада	53,3	47,7	52,0	45,8	50,4	53,3
Чехия	2,3	2,8	3,1	3,6	4,2	4,6
Дания	27,5	25,9	27,7	30,9	33,6	32,5
Финляндия	8,2	8,0	11,7	62,2	68,3	69,7
Франция	3,8	6,5	6,9	6,0	5,8	
Германия	3,4	3,5	3,6	3,8	4,0	4,0
Венгрия	4,0	4,5	5,2	6,8	8,5	9,7
Ирландия	44,3	35,1	38,4	42,5	48,1	50,1
Италия	2,3	2,4	2,5	2,6	2,8	3,0
Япония	13,9	14,1	11,3	8,1	4,4	
Корея		1,5	1,6	1,7	1,9	3,2
Мексика	4,3	5,2	5,8	6,3	10,0	11,5
Нидерланды	107,1	89,5	101,7	109,1	121,8	135,0
Новая Зеландия	14,8	13,1	11,2	11,4	11,4	12,6
Норвегия	4,0	4,0	4,5	6,6	6,7	6,8
Польша	2,5	4,0	5,3	6,7	8,7	11,1
Португалия	12,1	12,1	11,8	10,6	12,7	13,7
Словакия					0,6	2,8
Испания	5,2	5,4	5,5	6,0	7,6	7,6
Швеция	8,3	7,7	7,7	7,6	9,3	9,5
Швейцария	104,4	96,7	104,0	108,0	119,3	121,7
Турция				0,1	0,3	1,0
США	96,2	84,0	95,9	99,4	99,1	100,5
Великобритания	72,7	59,5	64,8	68,1	79,0	
Россия	0,4	0,5	0,7	1,0	1,3	1,5
Всего - мир	45,1	40,1	43,1	43,0	43,0	49,3

Источники информации: OECD Global Pension Statistics; Евростат, данные FIAP.

Пенсионные резервы НПФов в России составили 19,2 млрд долл. в 2007 г. из почти 21,6 трлн долл. резервов накопительных пенсионных фондов (на конец 2006 года) в мире. Для сравнения: в 2006 г. пенсионные резервы в США составляли 13,3 трлн долл. Резервы НПФов в России составляют немногим более 1,4% ВВП, что уступает показателям практически всех не только развитых, но и развивающихся рынков, за ис-

ключением Турции. Это кажется нелогичным на фоне лидерства российского фондового рынка среди развивающихся рынков по капитализации и доходности. В этих условиях ориентация на идеальный рынок, подразумевающая сохранение и закрепление лидерства российского фондового рынка по росту капитализации на предстоящие 10 лет, означает необходимость ускоренного развития НПФов и более активной переориентации пенсионных фондов на внутренний фондовый рынок, что даст заметный позитивный эффект в решении проблем социального обеспечения населения России.

Расчеты показывают (см. таблицу 29), что рост пенсионных резервов весьма слабо зависит от роста таких показателей, как капитализация, биржевая ликвидность и доходность фондовых индексов. Коэффициенты корреляции прироста пенсионных резервов с указанными показателями по группам стран составили соответственно 0,14; -0,01 и -0,09. Связь пенсионных резервов с ростом ВВП носит умеренный характер, коэффициент корреляции между указанными показателями равен 0,31. Наиболее высокий уровень корреляции пенсионных резервов с ростом чистых активов инвестиционных фондов, коэффициент корреляции здесь достигает 0,51.

Таблица 29. Прирост показателей, характеризующих пенсионные резервы и фондовый рынок в среднем за год в 2002–2006 гг.⁸²

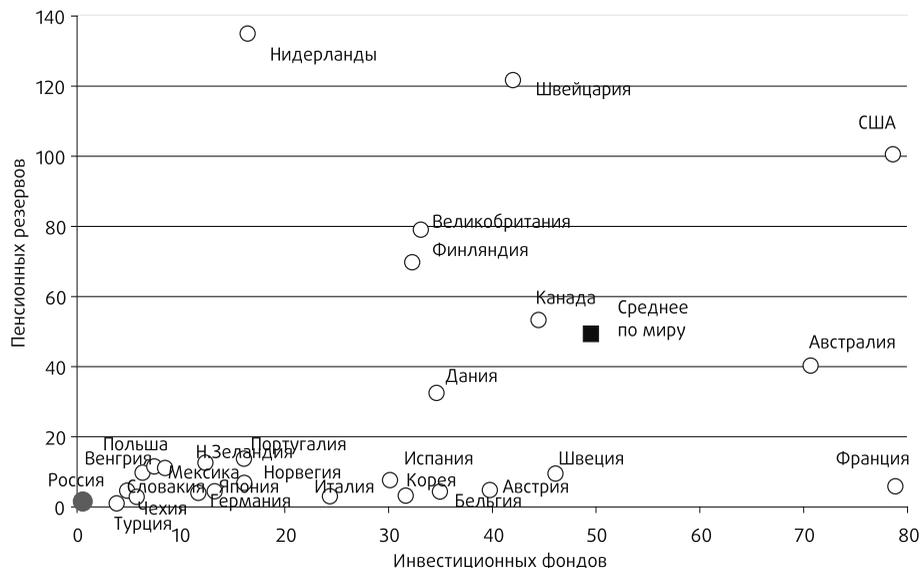
	Среднегодовой прирост за 2002-2006 гг., %					Активов пенсионных фондов
	Инвестиционных фондов	ВВП	Капитализации	Биржевого оборота акций	Фондового индекса	
Канада	17,0	12,7	22,0	24,6	11,8	13,6
Чили	28,8	16,9	29,2	56,1	19,7	19,9
Мексика	15,6	6,3	25,1	27,8	34,6	31,5
США	8,8	5,6	5,4	7,8	9,3	7,0
Австрия	18,7	11,0	51,7	71,6	30,3	16,1
Бельгия	15,4	11,8	17,2	16,3	14,3	6,2
Чехия	33,3	18,5	41,4	71,3	33,2	35,9
Дания	23,2	11,9	17,3	21,7	17,0	16,2
Финляндия	39,9	11,8	3,4	17,1	4,5	124,3
Франция	20,6	11,1	17,6	17,1	8,0	38,4
Германия	10,4	9,2	13,5	16,3	9,9	12,5
Венгрия	28,3	17,3	33,6	46,7	29,5	40,3
Ирландия	32,3	16,5	19,7	30,8	13,1	20,4
Италия	5,4	11,5	15,4	25,1	8,3	17,4
Люксембург	24,1	16,3	29,3	-6,0	17,3	12,9
Нидерланды	6,8	11,7	10,4	7,2	3,6	18,0
Норвегия	30,4	14,6	33,8	55,3	20,9	28,8
Польша	58,4	13,1	44,4	57,2	30,3	52,5
Португалия	14,2	12,4	9,0	20,3	13,0	15,2
Россия	85,2	26,4	82,1	94,8	51,7	68,0
Словакия	49,6	21,7	30,7	-15,1	30,8	2255,1
Испания	19,0	13,2	25,0	19,1	12,2	21,8
Швеция	24,3	12,1	23,5	21,9	13,3	15,2
Швейцария	16,6	8,8	15,3	41,9	11,9	12,4
Турция	37,8	22,8	36,4	25,4	29,3	335,9
Великобритания	21,5	10,8	13,0	34,5	6,4	15,2
Австралия	21,7	30,3	25,6	29,1	11,7	18,3
Гонконг	31,5	3,1	30,3	36,4	13,7	
Индия	31,4	14,4	52,3	13,8	35,7	
Япония	11,7	1,1	17,3	28,4	12,2	-21,6
Корея Республика	18,2	10,7	31,9	18,4	17,6	34,3
Новая Зеландия	15,2	15,7	22,0	23,6	17,3	11,5
Филиппины	54,1	10,4	29,3	34,7	22,5	
Китай		14,7	52,4	30,1	19,9	
Южная Африка	41,1	18,1	39,6	27,2	32,0	44,6
Мир – всего	13,8	8,8	13,9	13,5		11,3

Источники информации: OECD Global Pension Statistics; Евростат, данные FIAP.

Это дает основание предполагать, что важным условием быстрого роста пенсионных накоплений является наличие динамично развивающейся индустрии инвестиционных фондов, которая не только свидетельствует о степени серьезности отношения в стране к различным формам коллективных инвестиций, но и создает условия для эффективного инвестирования пенсионных накоплений в финансовые инструменты инвестиционных фондов.

По относительному развитию НПФов и инвестиционных фондов по сравнению с другими странами Россия находится на «нулевом уровне», уступая показателям практически всех развитых и развивающихся рынков. В 2006 г. доля открытых и интервальных ПИФов и НПФов в ВВП России составляла соответственно лишь 0,6 и 1,5%. В 2007 г. эти доли даже несколько снизились: доля открытых и интервальных ПИФов – до 1,5%, а доля НПФов – до 1,43%. Ситуация практически не меняется в течение последних нескольких лет (см. рис. 53).

Рис. 53. Доля в ВВП в 2006 году, %

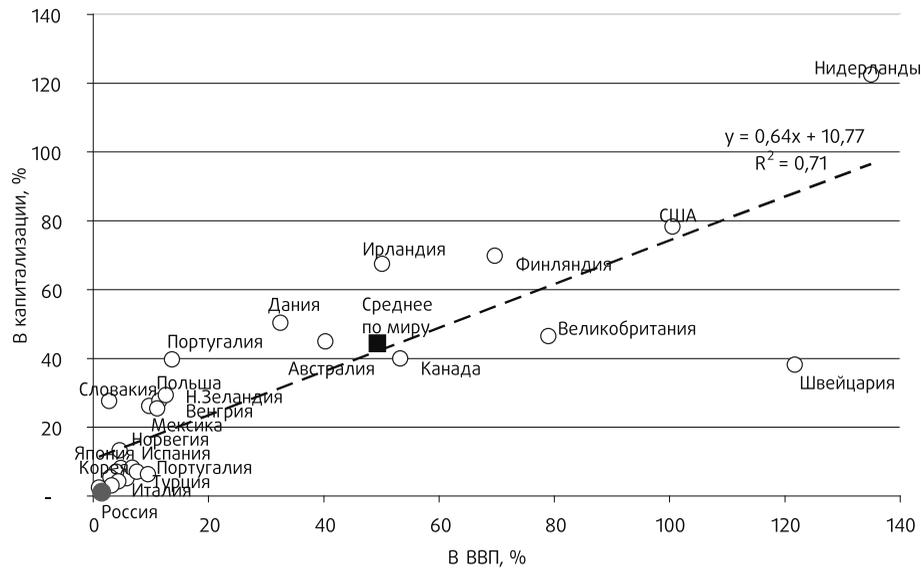


Источники информации: OECD Global Pension Statistics; Евростат, МВФ, данные FIAP

Доля пенсионных фондов в ВВП достаточно тесно взаимосвязана с их удельным весом в капитализации, о чем свидетельствует значение коэффициента достоверности аппроксимации, составляющего 0,71. По уровню указанных показателей России лишь предстоит догонять большинство развитых и развивающихся рынков (см. рис. 54).

Целевым ориентиром уровня развития негосударственных пенсионных фондов для России могут быть показатели страны со средними параметрами коэффициентов «Пенсионные резервы/ВВП» и «Пенсионные резервы/Капитализация». Указанная страна должна обладать высоким уровнем развития фондового рынка и иметь сильную банковскую систему. В качестве такого ориентира можно выделить Японию, на фондовом рынке которой сбалансированно представлены пенсионные резервы. Доля инвестиционных и пенсионных фондов в ВВП Японии составляет соответственно 13,3 и 4,4%; в капитализации — 12,2 и 4,2%.

Рис. 54. Доля пенсионных резервов в 2006 г.



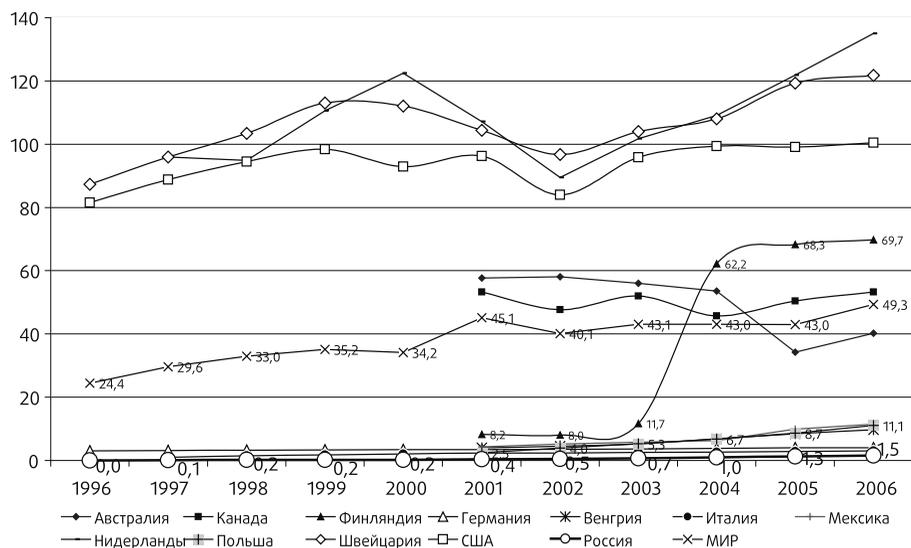
Источники информации: OECD Global Pension Statistics; Евростат, МВФ, данные FIAP.

Достижение размеров резервов НПФов в России до 15-20% от стоимости капитализации в 2020 г. будет означать их рост с нынешних 19 млрд до 1080 млрд долл. (согласно оптимистичному сценарию роста капитализации). Это означает необходимость ежегодных темпов роста пенсионных резервов на уровне 45%. Это представляется вполне достижимой задачей, поскольку за период 1997–2006 гг. среднегодовые темпы роста резервов НПФов составляли 75%. В случае если около 15% резервов НПФов будет инвестировано в акции, то объем ежегодных инвестиций НПФов в акции возрастет с нынешних 1 млрд до 160 млрд долл. в 2020 г. С учетом указанных предположений НПФы наряду с паевыми инвестиционными фондами превратятся в действенный внутренний фактор поддержания роста капитализации и всего российского фондового рынка.

Необходимо также учитывать долгосрочную тенденцию в отношении стратегий портфельного инвестирования пенсионных фондов, связанную с растущей популярностью модели согласованного изменения активов и обязательств пенсионных фондов (asset-liability management) как ключевого элемента управления долгосрочными рисками пенсионной системы⁸³. Данная модель предполагает, что обязательства пенсионной системы по своему содержанию более соответствуют долговым, а не долевым финансовым инструментам. Это означает, что в долгосрочной перспективе пенсионные фонды в мире все более активно будут переключаться на долговые инструменты, особенно такие долгосрочные облигации, дюрация которых соответствует дюрации пенсионных обязательств.

На рисунке 55 приводится динамика доли пенсионных фондов в ВВП.

Рис. 55. Доля пенсионных фондов в ВВП в 1996–2006 гг., %



Источники информации: OECD Global Pension Statistics; Евростат, МВФ, данные FIAP.

В качестве ориентиров динамичного роста при формулировании модели идеального фондового рынка в России необходимо обратить внимание на опыт ряда развивающихся рынков, где за прошедшие 10 лет доля пенсионных резервов в ВВП выросла практически с нулевого уровня до среднестрановых показателей. Рост доли пенсионных резервов в ВВП составил: в Польше – с 0,3% в 1998 г. до 11,1% в 2006 г.; в Мексике – с 0,19% в 1997 г. до 11,5% в 2005 г.; Финляндии с 8,1% в 2001 г. до 69,7% в 2006 г. В мире доля пенсионных фондов в ВВП увеличилась с 24,4% в 1996 г. до 49,3% в 2006 г.

Таким образом, опыт других стран показывает, что задача трансформации доли пенсионных резервов НПФов в России в ВВП и капитализации с «нулевого уровня» в настоящее время до уровня 15–20% капитализации является вполне достижимой. При этом необходимо внимательно учесть опыт наиболее успешных с точки зрения роста пенсионных резервов развивающихся рынков, главным содержанием которого является последовательное проведение реформы пенсионного обеспечения и его переориентации в частную пенсионную систему, активно размещающую резервы в корпоративных ценных бумагах.

Наиболее авторитетной оценкой развивающихся рынков на предмет допустимости инвестирования на них пенсионных резервов является оценка, которую по заказу CalPERS ежегодно предоставляет компания Wilshire, опираясь как на собственные исследования, так и на оценки других институтов, признанных авторитетов в отдельных областях⁸⁴.

Анализ проводится отдельно по развитым и развивающимся рынкам с точки зрения надежности инвестиций в различные классы инструментов. Анализ развивающихся рынков проводится по 27 странам. По результатам анализа составляется интегрированный рейтинг стран, учитывающий результаты рейтингования по семи макрофакторам, объединенным в две группы:

- I. Страновые макрофакторы.
 1. Политическая стабильность.
 2. Прозрачность.
 3. Политика производительного труда.
- II. Рыночные макрофакторы.
 4. Ликвидность и волатильность рынка.
 5. Качество регулирования рынка и защиты инвесторов.
 6. Открытость рынка капитала.

7. Эффективность системы расчетов и уровень транзакционных издержек.

Обе группы имеют равный вес в интегрированном рейтинге, и, таким образом, страновые макрофакторы имеют вес 16,6% в интегральном рейтинге, а рыночные макрофакторы – 12,5%.

Каждый макрофактор включает в себя ряд субфакторов. Так, при анализе политической стабильности используются такие факторы, как уровень гражданских свобод, независимость судебной системы и законодательная защита, уровень политических рисков. При анализе прозрачности используются оценки свободы прессы, прозрачности кредитно-денежной и налоговой политики, качества требований листинга, качества стандартов финансовой отчетности.

Максимально возможное значение интегрального рейтинга – 3, при этом те развивающиеся рынки, которые имеют рейтинг 2 и более, признаются приемлемыми для инвестирования пенсионных резервов во все группы финансовых инструментов, выпущенных резидентами данной страны (включая акции).

Россия постоянно повышает свое место в рейтинге CalPERS. В 2002 году Россия, набрав 1,15 балла, заняла последнее, 27-е место. В 2003 году, набрав 1,38 балла, — 25-е место. В 2004 году – 24-е место (1,57 балла), в 2005 г. – 22-е место (1,79), в 2006 г. – 21-е место (1,86). Последний рейтинг, подготовленный для CalPERS, опирается в основном на данные 2005 года, и лишь по некоторым показателям – на данные 2004 года. Данный рейтинг был основой для принятия решений об инвестировании в 2006–2007 финансовом году. Новый рейтинг, подготовленный для CalPERS и опирающийся на данные 2005 года, будет утвержден инвестиционным комитетом CalPERS в апреле–мае текущего года, после чего станет основой для принятия инвестиционных решений в новом финансовом году.

Однако поступательное движение России вверх по лестнице рейтинга не должно заслонять очень опасной тенденции. Если составить отдельные рэнкинги по страновым и по рыночным макрофакторам, то будет заметно сильное отставание России по первому рэнкингу относительно второго. В рэнкинге по страновым факторам Россия занимает 24-е место (из 27), в то время как в рэнкинге по рыночным факторам Россия занимает 19-е место. Это означает, что объективные условия экономического развития и действия российского бизнеса приводят к росту инвестиционной привлекательности российского рынка, а действия государственных институтов, напротив, отрицательно влияют на оценку инвестиционной привлекательности России в глазах долгосрочных инвесторов⁸⁵.

Страховщики

По стоимости активов страховых компаний Россия отстает от большинства стран, рассмотренных в выборке (см. таблицу 30). По состоянию на 2006 г. резервы российских страховых компаний составляли около 8,7 млрд долл., или 0,9% от ВВП.

Таблица 28. Активы страховых компаний⁸⁶

	Млн долл.				% от ВВП			
	2003	2004	2005	2006	2003	2004	2005	2006
Австралия	149 102	182 865	202 798		58,7	62,7	66,1	
Австрия	82 382	60281	67 874		32,4	20,7	22,1	
Бельгия	143 465	182 200	208 095		46,5	51,0	55,8	
Канада	260 294	307 441	362 804		30,4	31,4	32,1	
Чехия	6277	7629	9328		6,9	7,0	7,5	
Дания	161 633	197 432	225 598		76,0	81,0	87,2	
Финляндия	37 340	42 362	50 735		22,8	22,5	25,8	
Франция	1 048 435	1 272 426	1 434 811		58,6	62,2	67,5	
Германия	1 001 815	1 151 373	1 224 243		41,0	42,0	43,8	
Греция	7783	9786	11 596		4,5	4,7	5,1	
Венгрия	5384	6072	7341		6,4	5,9	6,6	
Ирландия	83 569	114 477	147 685		53,5	62,8	73,3	
Италия	410 545	507 005	574 330		28,0	30,2	32,6	
Япония	1 848 716	2 051 673	205 5451		43,7	44,7	45,1	
Корея	15 2211	178 680	221 216		25,0	26,3	28,1	
Люксембург	34 109	44 126	56 216		118,5	132,4	153,0	
Мексика	18 303	21 000	23 297		2,9	3,1	3,0	
Нидерланды	298 518	356 710	288 105		55,7	59,0	45,6	
Норвегия	73 855	87 777	10 5814		32,8	33,9	35,1	
Польша	15 052	19 528	19 587		6,9	7,7	6,5	
Португалия	31 499	41 763	49514		20,2	23,5	26,6	
Россия	5022	5910	6349	8764	1,2	1,0	0,8	0,9
Словакия	1620	2174	2664		4,9	5,2	5,6	
Испания	152 542	186 662	207 105		15,4	16,3	19,4	
Швеция	223 938	231 367	255 702		73,7	66,3	71,5	
Швейцария	231 353	25 1551	257 160		71,8	69,7	70,6	
Великобритания	1 452 027	1 775 945	2 184 244		80,0	82,4	97,9	
США	4 832 500	5 291 200	5 601 100	6 074 200	44,1	45,2	45,0	45,9
Мир—всего	12 770 162	14 588 411	15 862 498	18 500 000	37,8	38,6	38,7	42,2

Подсчитано по: OECD Global Pension Statistics; OECD Insurance Statistics Yearbook. Данные по России — Центр экономического анализа агентства «Интерфакс» (analytics.interfax.ru).

В предстоящие годы продолжится процесс реформирования отрасли страхования в России, призванный минимизировать использование страхования во многих компаниях преимущественно для целей оптимизации налогообложения. С учетом данного фактора и в условиях растущей конкуренции страхового бизнеса с финансовыми продуктами пенсионных и инвестиционных фондов, а также розничных банков, при построении оптимальной модели фондового рынка предполагается, что страховые резервы будут расти медленнее резервов пенсионных.

Предполагается, что стоимость страховых резервов российских компаний увеличится с нынешних 6,5 млрд долл. до примерно 550 млрд долл. в 2020 г., или примерно 10% от уровня капитализации. Если около 10% страховых резервов будет использовано для инвестирования в акции, стоимость вложений страховых компаний в акции в 2015 г. составит около 55 млрд долл.

6. Выводы проведенного исследования

Проведенный анализ позволил сформулировать предположения относительно значений основных параметров модели российского фондового рынка, при которых такая модель может быть охарактеризована в качестве идеальной. Этими показателями характеристики идеальной, желаемой, модели российского фондового рынка не исчерпываются, однако и они являются вполне показательными для того, что бы описать такую модель.

Идеальная модель фондового рынка России предполагает достижение следующих основных параметров к 2020 году.

1. Капитализация

По капитализации российский фондовый рынок станет одним из крупнейших в мире, составив наряду с рынками США, Великобритании и Японии «большую четверку» крупнейших национальных рынков (при определенных условиях она может превратиться в «большую пятерку» за счет Китая). Весьма вероятно, что к 2020 году Россия по размеру капитализации станет третьей страной в мире. Она станет крупнейшим развивающимся рынком, превзойдя по капитализации рынки Гонконга, Китая, Кореи, Южной Африки, Бразилии, Индии и других стран с развивающимися финансовыми рынками. Числовое значение капитализации России в рамках идеальной модели фондового рынка должно будет находиться в диапазоне от 5,4 до 5,6 трлн долларов США. Получив лидерство среди стран группы BRIC (Бразилия, Россия, Индия, Китай), Россия перераспределит в свою пользу мировые потоки прямых и портфельных инвестиций.

Следует отметить, что признаком идеальной модели является не максимизация уровня национальной капитализации, а ее устойчивый (без существенных временных снижений) рост в долгосрочной перспективе, обеспечивающий устойчивое опережающее развитие фондового рынка по сравнению с остальной экономикой.

Такое требование исходит из необходимости не просто обеспечить максимизацию размера капитализации, но обеспечить оптимизацию размера национальной капитализации с учетом существующих ограничений. Первое из таких ограничений — необходимость обеспечения поступательности, устойчивости роста национальной капитализации. Другое ограничение, выступающее в качестве обратной стороны первого — необходимость избежать формирования «пузырей» в результате необоснованной переоценки стоимости российских акций и следствия возникновения пузырей – последующего резкого падения размера национальной капитализации (как в результате падения фондовых индексов, так и в результате ухода с рынка части компаний, в том числе вследствие их банкротства).

Формирование идеальной модели фондового рынка России предполагает существенное снижение показателей концентрации капитализации. Как уже отмечалось ранее, установление четко определенных количественных ориентиров изменения данных показателей требует проведения дополнительного исследования. Однако в любом случае показатель доли 10 крупнейших компаний в национальной капитализации должен снизиться ниже среднего значения по развивающимся рынкам и приблизиться к средним значениям по развитым рынкам. Следовательно, на качественном уровне можно сделать вывод о том, что доля 10 крупнейших компаний в национальной капитализации должна к 2020 году снизиться до уровня 40–45%. Существенное снижение также требуется по показателям отраслевой капитализации. Все эти изменения, как показала российская практика последних лет, наиболее эффективно достигаются за счет активизации процессов IPO.

Еще один качественный параметр фондового рынка, влияющий на качество национальной капитализации, — доля акций, находящихся в свободном обращении. Это доля должна достичь 50–60%.

2. Показатель P/E российских компаний

Уровень данного показателя должен свидетельствовать об адекватной оценке российских корпораций со стороны рынка (об отсутствии недооценки и переоценки российских акций). В этом случае российский фондовый рынок может считаться идеальным с точки зрения теории ценовой эффективности фондового рынка Е. Фама.

Для соответствия понятию идеального фондового рынка необходим высокий уровень стабильности показателя Р/Е российского рынка относительно среднемировых значений с незначительным устойчивым превышением значения Р/Е российского рынка над средними значениями по соответствующей группе стран, так как это указывает на наличие более высокой долгосрочной инвестиционной привлекательности национального рынка по сравнению с рынками стран-конкурентов.

3. Соотношение капитализации и ВВП

Модель создания идеального фондового рынка в России предусматривает формирование более тесной связи темпов роста капитализации и ВВП, при которой динамика капитализации в долгосрочном плане незначительно, но устойчиво превышает общеэкономическую динамику, в том числе динамику ВВП. Это означает, с одной стороны, снижение отрыва динамики капитализации от динамики ВВП, а с другой стороны — существенное повышение устойчивости динамики капитализации. Еще раз повторим, что признаком формирования идеальной модели фондового рынка в России станет незначительное, но устойчивое опережение роста капитализации по сравнению с ростом экономики в целом.

Продолжение в будущее существующих трендов указывает на достижение к 2020 году соотношения капитализации и ВВП уровня 190%. По нашему мнению, такой уровень вполне достаточен для формирования в России идеальной модели фондового рынка. Это означает, что усилия государственной политики в этой области должны быть сосредоточены не столько на максимизации указанного соотношения, сколько, как уже говорилось ранее, на качественном улучшении динамики капитализации и ее структуры. Качество роста капитализации предполагает повышение его устойчивости. Улучшение структуры капитализации предполагает снижение показателей концентрации капитализации, а также повышение доли акций в свободном обращении. Оба аспекта качественного совершенствования капитализации предполагают реализацию эффективной государственной политики, стимулирующей активное развитие фондового рынка, а также обеспечивающей благоприятный инвестиционный климат.

Для обеспечения устойчивого роста капитализации требуется исключить возможность повторения в России кризисов, подобных кризису 1997–1998 гг. Именно фактор кризиса может в долгосрочной перспективе наиболее негативно отразиться на динамике национальной капитализации. Поэтому важнейшим фактором устойчивости роста капитализации России является обеспечение достаточного уровня иммунитета внутреннего рынка акций к внешним кризисным факторам, сформировавшимся на мировом рынке капитала либо в других секторах финансового рынка России.

Вторым важным фактором устойчивого роста национальной капитализации является динамичное и эффективное развитие национальной экономики в целом. По отношению к фондовому рынку этот фактор является внешним, фактором «внешней среды», однако его наличие является обязательным условием достижения целевых ориентиров по капитализации и по соотношению капитализации и ВВП. Так как такое развитие в современной экономической ситуации возможно только на основе ускоренного роста объема инвестиций и, соответственно, быстрого обновления основного капитала, то необходимым условием выступает наличие благоприятного инвестиционного климата в стране.

Сохранение устойчивых темпов роста капитализации в условиях развития кризисных явлений на мировом рынке капитала требует обеспечить устойчивость национального фондового рынка по отношению к негативным внешним шокам, которые применительно к России могут быть разделены на две группы: шоки мирового рынка капиталов и шоки мировых рынков сырья.

Устойчивость к шокам мирового рынка капиталов предполагает в первую очередь наличие в России большого спроса на ценные бумаги со стороны внутренних инвесторов. Основным источником спроса со стороны внутренних инвесторов в большинстве стран мира являются сбережения населения.

4. Соотношение между объемом привлеченного капитала и объемом инвестиций в основной капитал

При создании в России идеальной модели фондового рынка соотношение между объемом привлеченного капитала и объемом инвестиций в основной капитал должно находиться примерно на уровне, характерном для второй группы лидеров среди развивающихся рынков и для стран с крупнейшими фондовыми рынками с наиболее активными сегментами IPO.

Как можно заметить из вышеизложенного, фактор IPO является важнейшим как по отношению к емкости рынка акций, так и по отношению к ликвидности рынка акций.

Целевым показателем, позволяющим оценить роль IPO в привлечении капитала, является доля не менее 11% в общем объеме инвестиций в основной капитал. В абсолютных цифрах это означает достижение к 2020 году ежегодного объема привлеченных эмитентами средств в ходе IPO на внутреннем рынке:

- в постоянных ценах (ценах 2007 года) — 27,6 млрд долларов, или
- в текущих ценах 2020 года (долларовая оценка) — от 77 до 96 млрд долларов, или
- в текущих ценах 2020 года (рублевая оценка) — 2 трлн рублей.

Для достижения этого уровня необходимо изменение двух основных факторов, определяющих объем IPO на внутреннем рынке:

- увеличение объема спроса на инструменты фондового рынка, в том числе спроса на первичном рынке;
- снижение транзакционных издержек эмитентов при проведении IPO на внутреннем рынке.

5. Ликвидность внутреннего рынка акций

Условием формирования идеальной модели фондового рынка является абсолютное лидерство России среди развивающихся рынков по соотношению объема биржевой торговли акциями и капитализации. Для этого требуется значительное увеличение объема торговли акциями на отечественных фондовых биржах. Признаком идеальной модели станет достижение показателем годового объема сделок с акциями на внутренних биржевых рынках к 2020 году уровня 10,3–10,6 трлн долларов США.

Для достижения этого уровня потребуется улучшение следующих основных параметров, определяющих уровень ликвидности внутреннего биржевого рынка акций:

1. Внешние условия развития, включающие:
 - инвестиционный климат;
 - уровень монетизации экономики;
 - уровень инфляции;
 - уровень доходов населения;
 - состояние и возможности пенсионной системы.
2. Уровень открытости национального фондового рынка.
3. Роль и поведение населения на рынке акций.
4. Доля акций в портфелях пенсионных институтов и институтов коллективных инвестиций, а также страховых компаний.
5. Уровень транзакционных издержек.
6. Активность процессов привлечения капитала на рынке акций (IPO).

Следует отметить, что именно ликвидность является важнейшим фактором конкурентоспособности российского рынка акций в современной глобальной конкуренции.

Признаком развитого финансового рынка в настоящее время выступает устойчивый рост соотношения между объемом биржевых сделок с акциями и капитализацией. Для того чтобы обеспечить возрастающий тренд соотношения объема торговли акциями и капитализации, стране с развивающимся фондовым рынком нужно создать такие условия для совершения сделок с акциями компаний-резидентов, которые были бы конкурентоспособны по сравнению с условиями совершения сделок на развитых рынках. В условиях глобализации инвестор может получить доступ к акциям интересующей компании не только на рынке страны ее регистрации, но и в крупных международных финансовых центрах. Следовательно, создание таких конкурентоспособных условий является движением к формированию в стране развитого фондового рынка. Более того, окончательное закрепление тенденции к росту соотношения оборотов и капитализации возможно только в рамках превращения национального фондового рынка в развитый рынок, в международный финансовый центр. Поэтому построение в России идеальной модели фондового рынка означает требование превращения российского фондового рынка в развитый рынок, по крайней мере, с точки зрения условий совершения сделок. Такая задача может быть решена при условии обеспечения высокой эффективности российских фондовых бирж и учетно-расчетной инфраструктуры.

Важным фактором роста ликвидности рынка акций является повышение доли акций, находящихся в свободном обращении. Как уже отмечалось выше, эта доля в условиях идеальной модели должна достичь 50–60%.

Для достижения целевого уровня ликвидности российского рынка акций необходима реализация комплекса мер, направленных на кардинальное увеличение ликвидности внутреннего биржевого рынка акций.

6. Стоимость корпоративных облигаций в обращении

Для формирования идеальной модели фондового рынка требуется, чтобы российский рынок корпоративных облигаций был сопоставим по емкости с крупнейшими развивающимися рынками — с корейским и китайским рынками. Это означает, что стоимость корпоративных облигаций в обращении должна составлять к 2020 году 850–1100 млрд. долл. США.

Важнейшими показателями, определяющими уровень емкости рынка корпоративных облигаций в обращении, и, соответственно, его роль в экономике, являются:

- сила национальной валюты;
- активность практики выдачи государственных поручительств (гарантий) по корпоративным облигациям;
- состояние инвестиционного климата;
- эффективность защиты интересов инвесторов, в том числе в части предупреждения дефолтов;
- широта структуры эмитентов корпоративных облигаций и разнообразие видов корпоративных облигаций;
- активность процессов IPO, влияющая на размер собственного капитала предприятий и, соответственно, на уровень долговой нагрузки.

Кроме того, существенным фактором динамики емкости рынка корпоративных облигаций является характер организации рынка корпоративных облигаций (биржевой или внебиржевой). Наличие более или менее ликвидного биржевого рынка корпоративных облигаций обеспечивает в большинстве случаев более высокий темп роста емкости рынка корпоративных облигаций. При этом темпы роста емкости такого рынка не снижаются с качественным изменением объема рынка, т.е. остаются высокими в течение длительного времени.

Все это предполагает дальнейшее развитие как биржевого, так и внебиржевого рынка корпоративных облигаций, активность которых может лишь усиливать положительный эффект каждого из них.

7. Доля иностранных ценных бумаг в листинге и обороте российских фондовых бирж

Признаком достижения российским фондовым рынком высокого уровня конкурентоспособности, при котором модель фондового рынка можно охарактеризовать как идеальную, является достижение показателем доли ценных бумаг иностранных компаний в общем числе компаний, ценные бумаги которых торгуются на фондовых биржах России, среднего уровня, характерного для развитых рынков. При этом Россия должна быть лидером по данному показателю среди стран с развивающимися финансовыми рынками. Это означает, что в рамках идеальной модели фондового рынка доля иностранных ценных бумаг в листинге и обороте российских фондовых бирж должна составлять не менее 12%.

8. Объем сделок на срочном рынке

Российский фондовый рынок может быть признан идеальным при условии, что срочный рынок ценных бумаг по своей емкости станет крупнейшим среди стран с развивающимися финансовыми рынками. Как предполагается, для формирования идеальной модели фондового рынка объем сделок на срочном рынке акций России к 2020 году должен составлять 20–21 трлн долл.

9. Доля населения России, инвестирующего в ценные бумаги с использованием брокерских услуг

Роль населения на фондовом рынке является важным фактором формирования модели фондового рынка по другим направлениям, в данном случае по капитализации, ликвидности, емкости рынка корпо-

ративных облигаций. Одновременно роль населения на фондовом рынке сама по себе является одним из параметров модели фондового рынка.

Помимо значительного объема средств, который может быть предоставлен населением фондовому рынку, важным является то, что именно национальное население является инвестором, который в большинстве своем предпочитает инвестировать в национальную экономику. Это означает, что привлечение национального населения на национальный фондовый рынок создает основу для его самостоятельного по сравнению с другими фондовыми рынками поведения, чего никогда не обеспечит привлечение на рынок иностранных инвесторов. Такое самостоятельное поведение, интерес национального инвестора к собственному фондовому рынку делает его тем более привлекательным для иностранных инвесторов и в свою очередь определяет их поведение на национальном рынке — уверенность в его большей стабильности, чем в том случае, если бы на нем доминировали иностранные инвесторы.

В свою очередь, факторами, определяющими роль населения на фондовом рынке, являются:

- уровень реальных доходов населения и их динамика;
- многообразии форм доступа населения на рынок;
- уровень финансовой грамотности населения и уровень его знаний о своих правах как инвестора;
- эффективность системы информирования инвесторов;
- эффективность системы доступа к торгам и систем распространения финансовых продуктов институтов коллективного инвестирования (как с точки зрения территориальной доступности, так и с точки зрения уровня временных и финансовых затрат);
- эффективность налогового режима.

Для соответствия идеальной модели уровень данного показателя в России должен быть одним из самых высоких среди развивающихся рынков и желательно превосходить уровень стран с развитыми финансовыми рынками, в которых доминируют банки, а также стран с преобладающей долей долгового финансирования. Это означает, что доля населения России, инвестирующего в акции с использованием брокерских услуг, должна составлять 20%. С учетом предположения, что население России в 2020 году составит 140 миллионов человек, это означает участие в операциях на фондовом рынке 25 миллионов граждан, использующих услуги брокеров.

При этом должны выполняться два дополнительных условия. Во-первых, прирост этой доли должен осуществляться преимущественно за счет инвесторов с долгосрочными инвестиционными горизонтами, обладающими достаточным уровнем капитала и достаточным уровнем финансовых знаний — так называемых «ответственных инвесторов». Во-вторых, прирост доли населения, инвестирующего при посредничестве брокеров, должен сопровождаться ростом доли населения, участвующего в институтах коллективного инвестирования.

10. Стоимость чистых активов открытых и интервальных инвестиционных фондов

Целевым показателем идеальной модели фондового рынка в части развития инвестиционных фондов является достижение доли инвестиционных фондов в ВВП на уровне 15%. В стоимостном выражении это должно составить 470–560 млрд. долл.

Достижение такого уровня развития инвестиционных фондов возможно при сохранении нынешних темпов роста стоимости чистых активов открытых и интервальных инвестиционных фондов. Сохранить эти темпы роста с ростом рынка достаточно сложная задача.

Сохранение сложившихся темпов роста стоимости чистых активов ПИФов на ближайшее 10-летие требует принятия ряда мер, направленных на существенное повышение эффективности их функционирования. В настоящее время серьезными препятствиями для дальнейшего качественного роста индустрии ПИФов являются распыленность активов среди многочисленных мелких фондов, отсутствие эффективных каналов распространения, неразвитость биржевого рынка паев и систем централизованных расчетов и клиринга по сделкам с данными финансовыми инструментами. По размеру открытых и интервальных ПИФов Россия в среднем в 10 раз уступает европейским фондам и примерно в 60–70 раз американским взаимным фондам. Основной причиной такой ситуации является отсутствие реальной конкуренции между различными ПИФа и эффективных технологий, позволяющих инвесторам перераспределять вложения в паи ПИФов в зависимости от эффективности их деятельности.

11. Резервы НПФ

Целевым ориентиром уровня развития негосударственных пенсионных фондов для России могут быть показатели страны со средними параметрами коэффициентов «Пенсионные резервы/ВВП» и «Пенсионные резервы/Капитализация». В качестве такого ориентира можно выделить Японию, на фондовом рынке которой пенсионные резервы представлены сбалансированно. Доля пенсионных фондов в ВВП Японии составляет 14,2%; в капитализации — 18,0%. Достижение размеров резервов НПФов в России до 15–20% от стоимости капитализации в 2020 г. будет означать их рост с нынешних 19 млрд долл. до 840–1080 млрд долл. (согласно оптимистичному сценарию роста капитализации). НПФы превратятся в действенный внутренний фактор поддержания роста капитализации и всего российского фондового рынка.

Как уже отмечалось ранее, предложенные показатели являются желательными для того, чтобы охарактеризовать российский фондовый рынок как рынок конкурентоспособный. Они выведены из сравнения с показателями, которыми отличаются конкурентоспособные фондовые рынки и фондовые рынки, конкурирующие с российским. При этом в качестве целевого принимался показатель, превышающий соответствующий показатель рынка-лидера. Этот подход объясняется не только задачами обеспечения конкурентоспособности, но и задачами опережающего развития — одной из задач данного исследования является не только догнать фондовые рынки — конкуренты, но и опередить их с учетом их собственных возможных темпов развития.

Числовые значения количественных параметров идеальной модели рассчитаны на основе допущения о сохранении сложившихся в последнее десятилетие трендов развития мирового финансового рынка. Это означает следующее. В случае ускорения долгосрочных темпов роста мирового рынка капитала параметры идеальной модели должны иметь более высокие числовые значения. В случае снижения долгосрочных темпов роста мирового рынка капитала параметры идеальной модели должны иметь более низкие числовые значения. Однако при любых условиях развития мирового рынка капитала должны выполняться перечисленные выше качественные описания параметров идеальной модели.

Ряд из приведенных выше параметров идеальной модели может иметь только качественные характеристики. Вместе с тем ряд параметров имеет четко определенные количественные числовые значения. Именно эта группа параметров идеальной модели может быть непосредственно использована в процессе индикативного планирования путем определения целевых ориентиров долгосрочного развития фондового рынка страны.

Текущие показатели российского фондового рынка, числовые значения количественных параметров идеальной модели и степень их превышения над текущими показателями приведены в таблице 29.

Таблица 29. Соотношение числовых значений целевых ориентиров и их текущих значений.

Показатель	Текущее (2007 г.) значение	Целевой ориентир	Превышение, раз
Капитализация	1342 млрд долл.	5,4-5,6 трлн долл.	4,0-4,2
Годовой объем сделок с акциями на внутренних биржевых рынках	1230 млрд долл.	10,3-10,6 трлн долл.	8,4-8,6
Соотношение между объемом привлеченного посредством IPO на внутреннем рынке нового капитала и объемом инвестиций в основной капитал	7,0%	11%	1,6
Объем IPO на внутреннем рынке (*)	17,7 млрд долл.	77-96 млрд долл.	4,4-5,4
Объем IPO на внутреннем рынке, в ценах 2007 года	17,7 млрд долл.	27,6 млрд долл.	1,6
Среднегодовое соотношение между объемом привлеченного посредством IPO на внутреннем рынке нового капитала и объемом инвестиций в основной капитал (**)	3,1%	11%	3,5
Среднегодовой объем IPO на внутреннем рынке (***)	5,5 млрд долл.	75-93 млрд долл.	14-17
Стоимость корпоративных облигаций в обращении	50,2 млрд долл.	850-1100 млрд долл.	17-22
Доля иностранных ценных бумаг в листинге и обороте российских фондовых бирж	0	12%	+ ∞
Объем срочного рынка акций (объем срочных сделок)	284,8 млрд долл.	20-21 трлн долл.	70-74
Доля населения России, инвестирующего в акции с использованием брокерских услуг (****)	0,4%	18%	45
Количество граждан, инвестирующих с использованием брокерских услуг	560 тыс. чел.	25 млн чел.	45
Соотношение между стоимостью чистых активов открытых и интервальных инвестиционных фондов и валовым внутренним продуктом	0,5%	15%	30
Стоимость чистых активов открытых и интервальных инвестиционных фондов	7,3 млрд долл.	470-560 млрд долл.	65-77
Соотношение между резервами негосударственных пенсионных фондов и капитализацией	1,43%	15-20%	10-14
Резервы негосударственных пенсионных фондов	19,2 млрд долл.	840-1080 млрд долл.	44-56

Примечания.

(*) При оценке целевого показателя объема IPO принимается во внимание только тот объем финансовых ресурсов, который будет поступать в распоряжение компаний-эмитентов. В колонке «целевой ориентир» оценка приводится в ценах 2020 года (долларовая оценка).

(**) В колонке «Текущее (2007 г.) значение» приведено среднегодовое значение данного соотношения за период 2005–2007 гг.; в колонке «Целевой ориентир» приведено среднегодовое значение данного соотношения за период 2018–2020 гг.

(***) В колонке «Текущее (2007 г.) значение» приведено среднегодовое значение данного показателя за период 2005–2007 гг.; в колонке «Целевой ориентир» приведено среднегодовое значение данного показателя за период 2018–2020 гг.

(****) Доля рассчитана исходя из предположения о том, что население России в 2020 году составит 140 миллионов человек. Следует отметить, что в данном случае применяется показатель совокупного населения России, а не только экономически активного населения.

Из данных таблицы 29 видно, какие показатели идеальной модели наиболее сильно отличаются от текущих, а это позволяет определить направления, которые требуют наибольших усилий для достижения желаемых показателей. Такими направлениями, на наш взгляд, являются:

- стимулирование многократного роста количества граждан, инвестирующих в ценные бумаги на фондовом рынке;
- резкий рост стоимости чистых активов инвестиционных фондов;

- резкий рост пенсионных резервов;
- резкий рост объема сделок с акциями на внутреннем рынке;
- резкий рост стоимости корпоративных облигаций в обращении;
- стимулирование создания и активного развития внутреннего рынка IPO;
- опережающее развитие срочного рынка ценных бумаг;
- резкий рост инвестиций иностранных портфельных инвесторов;
- создание сектора иностранных ценных бумаг и повышение их доли на внутреннем рынке;

В заключение этой части следует остановиться на складывающемся на момент подготовки настоящего исследования изменении приведенных показателей.

Еще несколько лет назад многие исследователи говорили о низкой капитализации российского рынка акций. В 2005 году произошло значительное увеличение национальной российской капитализации. Российские акции получили достойную оценку со стороны рынка, что, в частности, стало одним из побудительных моментов, стимулирующих российские предприятия к активизации процессов IPO. Достижения в области роста капитализации были закреплены в 2006 году, и теперь можно в целом говорить об отступлении острой проблемы в таком аспекте, как количественная капитализация российского фондового рынка.

Следующей проблемой, в решении которой произошел рывок (в 2006 году), стала проблема низкой ликвидности российского рынка акций. Прошедший год кардинально изменил ситуацию. Теперь достижение целевых значений по объему торговли уже не кажется невозможным. Однако проблема ликвидности только начала решаться. В ближайшие годы достижения российского рынка будут испытываться на прочность с ростом интереса к российским ценным бумагам и финансовым инструментам со стороны иностранных инвесторов, которые на первом этапе, до создания на российском фондовом рынке конкурентоспособных условий, будут пользоваться услугами конкурирующих фондовых рынков. Именно поэтому проблема ликвидности остается в числе прочих приоритетных направлений качественного улучшения российского фондового рынка.

Третье направление, в котором заметно движение, — активизация процессов IPO. Рост курсовой стоимости российских акций стал одним из важнейших экономических факторов активизации данного процесса. Действия регулятора рынка, значительно снизившего транзакционные издержки IPO введением с начала 2006 года нового режима регулирования, сформировали юридические основы активизации IPO в России. В результате в 2007 году на фоне интереса к российским акциям произошел резкий рост объема IPO, позволивший говорить о значительном продвижении по данному направлению к целевым показателям идеальной модели фондового рынка. Между тем годовой объем IPO является исключительно волатильным показателем (см. пункт 1.4 настоящей части доклада), поэтому более корректно опираться на усредненные за ряд лет значения данного показателя. Показатель объема IPO 2007 года является максимальным не только в России, но и во всем мире, что связано с достижением в 2007 году мировой экономикой локального максимума темпов экономического роста. Учитывая таким образом, что, скорее всего, всплеск 2007 года произошел в значительной мере в связи с завершением фазы экономического подъема в рамках мировой экономики, говорить о формировании устойчивой позитивной тенденции в данной области пока еще рано.

Часть III. Основные направления политики по формированию идеальной модели фондового рынка и созданию международного финансового центра в России

1. Фондовый рынок как часть международного финансового центра России

Как уже отмечалось во Введении, российский фондовый рынок в примерно десятилетней перспективе имеет две принципиально разные альтернативы: прекратить свое существование, став частью зарубежного финансового рынка, либо превратиться в развитый рынок. Учитывая, что уже сегодня большинство развитых национальных фондовых рынков выступают в качестве центров притяжения для ценных бумаг, инвесторов, посредников и эмитентов других национальных юрисдикций (т.е., по сути дела, превратились в глобальные или международные финансовые центры), то можно сделать заключение о том, что в среднесрочной перспективе понятия «развитый фондовый рынок» и «международный (мировой) финансовый центр» станут синонимами. Это означает, что цель формирования в России идеальной модели фондового рынка как конкурентоспособного в глобальном контексте — по существу, цель формирования его как части российского международного финансового центра. Соответственно, упомянутая альтернатива может быть представлена в следующем виде: либо российский фондовый рынок станет международным финансовым центром, либо его не будет.

Достижение российским фондовым рынком определенных в части II параметров идеальной модели, собственно, и означает превращение России в международный финансовый центр. Поэтому определенные нами параметры идеальной модели описывают национальный фондовый рынок, организованный и функционирующий как один из немногих международных финансовых центров в конфигурации мирового рынка капитала, которая с большой вероятностью сложится к 2020 году. Соответственно, меры, направленные на достижение параметров идеальной модели, одновременно являются мерами формирования международного финансового центра.

Важность формирования международного финансового центра в России определяется в первую очередь теми негативными последствиями, которые связаны с утратой Россией национального фондового рынка. Наиболее разрушительными последствиями такого рода являются:

- значительный рост транзакционных издержек российских предприятий, связанных с привлечением капитала на финансовом рынке и отсечение значительной части предприятий от финансового рынка как источника привлечения инвестиций;
- невозможность эффективного размещения сбережений для многих категорий инвесторов, в первую очередь для населения, что в свою очередь затрудняет решение задачи формирования в России среднего класса;
- существенное повышение уязвимости всей социально-экономической системы страны к кризисным явлениям внутреннего или внешнего происхождения, повышение зависимости социально-экономического развития от внешних факторов;
- постепенный переход крупных и средних предприятий в иные юрисдикции;
- утрата возможностей контроля и надзора операций капитального характера для российских регуляторов;
- уменьшение возможностей управления инфляцией и повышение уязвимости национальной валюты;
- утрата возможностей управления рисками экспортных операций;
- отток наиболее квалифицированных кадров за пределы Российской Федерации.

Все это в совокупности будет вести к ухудшению финансового состояния государства. Так, сокращение возможностей привлечения капитала национальными компаниями будет вести к замедлению экономической динамики и сокращению налоговых поступлений в бюджет. Повышение вероятности кризисов потребует увеличения бюджетных расходов, а в условиях наступления кризисных ситуаций также приведет к падению налоговых поступлений. Переход национальных предприятий в иные юрисдикции может привести к резкому сокращению налоговых платежей, осуществляемых ими в бюджеты исходной юрисдикции. Рост уязвимости национальной валюты будет вести к снижению инвестиционной привлекательности всех инструментов, выраженных в этой валюте, в том числе государственных ценных бумаг, что значительно сократит возможности такого государства по долговому финансированию возникающих дефицитов. Отток квалифицированных кадров также ведет к сокращению налоговых платежей в бюджет и повышает долю нагрузки на бюджет при решении проблем социального характера.

Современный этап развития мировой финансовой системы ведет к сохранению полноценных финансовых рынков только в ограниченном круге наиболее развитых стран. В ближайшее десятилетие наличие национального финансового рынка, имеющего форму глобального или международного финансового центра, станет обязательным условием сохранения полного экономического суверенитета и одновременно — признаком великой державы.

Рассмотрим признаки международного (мирового) финансового центра. Следует выделить три наиболее важных.

1. Концентрация капитала (концентрация инвестиционного спроса) с существенной долей иностранного капитала.
2. Концентрация финансового посредничества (концентрация финансовых услуг) с существенной долей услуг, предоставляемых посредниками, действующими на глобальном рынке, эффективная инфраструктура.
3. Концентрация инструментов (концентрация инвестиционного предложения) с существенной долей инструментов, предлагаемых иностранными институтами.

Важнейшим признаком, на наш взгляд, является высокий уровень концентрации инвестиционного спроса, т.е. сосредоточение большого объема капитала, используемого и готового к инвестированию в рамках финансового центра. Концентрация капитала означает отток его из других стран, попадающих в зону притяжения финансового центра, что ведет к появлению в рамках финансового центра дополнительных возможностей по перераспределению в свою пользу мирового богатства.

Концентрация капитала в рамках финансового центра предполагает концентрацию национального и иностранного капитала для операций на фондовом рынке. И то и другое одинаково важно, поскольку только сбалансированность присутствия на рынке капитала обеспечивает его высокую устойчивость и стабильное развитие, максимальные возможности для финансирования национальной экономики. Категории инвесторов, присутствующие на фондовом рынке, должны быть разнообразны не только по своему происхождению, но и по своим видам — принципиальным является присутствие большого количества мелких национальных инвесторов, национальных и зарубежных институтов коллективных инвестиций, пенсионных институтов, глобальных долгосрочных фондов, проводящих свои финансовые операции в рамках данного финансового центра. Желательным также является присутствие иностранных инвесторов разных регионов и стран мира. Все это обеспечивает использование различных инвестиционных стратегий, многообразие которых также повышает качество и стабилизирует рынок.

Вторым признаком международного финансового центра является высокий уровень концентрации в рамках этого центра финансовых организаций, профессиональных посредников и эффективная инфраструктура. Финансовый центр предполагает высокоразвитую емкую индустрию финансовых посредников, значительная часть которых выбрала данный финансовый центр в качестве места базирования своей штаб-квартиры (см. вставку 1) либо, по крайней мере, в качестве одного из центров прибыли. В упрощенной форме это можно представить в следующем виде: если в рамках национального рынка присутствуют головные компании ряда крупных мировых финансовых организаций (инвестиционных банков), значит, он выступает в качестве финансового центра мирового или регионального значения.

Вставка 1.

Christo Pirinsky и Qinghai Wang установили, что акции компаний, штаб-квартиры которых находятся в одном географическом ареале, имеют достаточно высокую степень совпадения траекторий изменения их курсов (Christo Pirinsky, Qinghai Wang. Does Corporate Headquarters Location Matter for Stock Returns? // The Journal of Finance. 2006. Vol. 61. # 4. P. 1991 — 2015).

Это означает, что транснациональные корпорации, рассматривая вопрос базирования своей штаб-квартиры, будут стремиться к ее размещению в том центре, в котором курсы акций растут наиболее быстрыми темпами в долгосрочном периоде.

Исследователи, рассматривая вопрос о причинах совпадения траектории изменения курсов акций корпораций одного географического ареала, выдвинули две версии: 1) это следствие общности фундаментальных (макроэкономических и микроэкономических) факторов; 2) это следствие единства поведения местных инвесторов. Проверка гипотез показала, что от первой гипотезы следует отказаться, и подтвердила вторую. Наибольшую степень взаимной зависимости продемонстрировали курсы акций тех компаний, в структуре акционеров которых доля локальных инвесторов оказалась наибольшей.

Этот пример показывает, что на перемещение штаб-квартир транснациональных корпораций в современном мире оказывает поведение инвесторов в различных мировых финансовых центрах. Они будут базировать свои штаб-квартиры в тех центрах, в которых динамика концентрации финансового капитала будет вести к опережающему росту курсов акций компаний, базирующихся в таком финансовом центре, по сравнению с динамикой курсов акций компаний, базирующихся в других центрах. Соответственно, концентрация капитала будет оказывать влияние и на динамику капитализации транснациональных корпораций.

Эффективная инфраструктура является естественным признаком международного финансового центра — ее эффективность может быть предположена в случаях состоявшихся международных финансовых центров, тем не менее во многих случаях недостатки инфраструктуры международных финансовых центров компенсируются другими институтами, а достижения финансового центра объясняются различными обстоятельствами, не относящимися к инфраструктуре. С учетом этого оценка эффективности инфраструктуры может быть выведена из конкурентоспособности условий, которые она предлагает, и тенденций, движущих ее развитие в настоящее время на мировом финансовом рынке, в особенности в странах, борющихся, как и Россия, за создание международных финансовых центров.

Третьим признаком финансового центра является высокий уровень концентрации инструментов, выпущенных как резидентами данной страны, так и нерезидентами. Черта международного финансового центра — отношение к нему как к высокоэффективному первичному рынку со стороны всех стран, входящих в его сферу, позволяющему получить финансирование для своих компаний, высокое разнообразие инструментов, позволяющее осуществлять различные инвестиционные стратегии.

Следует особо подчеркнуть, что все три признака тесно связаны между собой: концентрация инвесторов и, соответственно, финансовых ресурсов ведет к концентрации финансовых услуг, направленных на их обслуживание, и, соответственно, финансовых организаций и финансовых операций. Концентрация финансовых ресурсов, финансовых услуг, финансовых организаций и финансовых операций ведет к концентрации финансовых инструментов.

Вместе с тем существуют и обратные связи: концентрация инструментов способствует дальнейшей концентрации финансовых посредников и инвестиционного спроса. Финансовые посредники приводят за собой своих клиентов — инвесторов. Поэтому усилия по расширению перечня инструментов и стимулированию концентрации финансовых операций также являются важнейшими условиями формирования финансового центра. С определенного момента формируется самоподдерживающийся процесс концентрации всех составных частей фондового рынка, организованного в форме финансового центра.

Тесная взаимосвязь трех основных признаков финансового центра означает, что финансовый центр может быть сформирован только при условии концентрации капитала, концентрации финансовых услуг и обеспечения эффективности инфраструктуры, а также концентрации инструментов, а, следовательно, только при выполнении всех тех условий, которые требуются для такой концентрации.

В настоящее время постепенно формируются подходы к определению признаков финансовых центров и их классификации — такие признаки уже оцениваются в рейтингах. Появление рейтингов финансовых центров в ситуации, когда все большее число стран в той или иной форме ставят вопрос о превращении своего национального финансового рынка в финансовый центр мирового или регионального значения, совершенно закономерно. С помощью подобных рейтингов сравниваются преимущества отдельных финансовых центров, они могут стать в перспективе критерием эффективности тех программ формирования финансовых центров, которые в большом количестве появились в различных странах мира в последние годы.

Наиболее полным рейтингом такого рода является Индекс глобальных финансовых центров (GFCI) Лондонского Сити. Впервые он был опубликован в марте 2007 года¹, а в сентябре 2007 года был опубликован второй доклад GFCI (GFCI2)². Данный индекс рассчитывается по так называемой «модели факторов оценки», которая сочетает рейтинги и ранкинги стран по отдельным формализованным показателям с оценками специалистов финансовых организаций, выявленных в результате их ответов на вопросы, сформулированные организаторами исследования.

Анализируются следующие аспекты конкурентоспособности:

- люди (наличие качественного персонала; гибкость рынка труда; бизнес-образование, развитие человеческого капитала);
- бизнес-окружение (регулирование бизнеса; ставки налогообложения; уровень коррупции; экономическая свобода; легкость осуществления бизнеса);
- доступность на рынок (уровень секьюритизации; емкость рынков акций и облигаций; роль финансового сектора);
- инфраструктура (стоимость и доступность объектов недвижимости);
- общая конкурентоспособность (разница между совокупной конкурентоспособностью и суммой вышеперечисленных факторов конкурентоспособности).

Разработчики GFCI выделяют пять типов финансовых центров:

- глобальные финансовые центры;
- международные финансовые центры;
- «нишевые» финансовые центры;
- национальные финансовые центры;
- региональные финансовые центры.

Глобальными финансовыми центрами, по мнению авторов, являются только два финансовых центра — Лондон и Нью-Йорк, поскольку чертой глобального финансового центра является концентрация критической массы институтов, оказывающих финансовые услуги, действующих в качестве посредников, соединяющих напрямую международных, национальных и региональных участников финансового рынка.

Международные финансовые центры осуществляют большой объем трансграничных операций — операций, в которых участвуют по крайней мере две юрисдикции. К числу таких центров GFCI относит Гонконг, который концентрирует значительную долю финансовых сделок в Азии.

«Нишевые» финансовые центры специализируются на оказании финансовых услуг в рамках определенной ниши финансового рынка, располагаются, как в правило, в рамках относительно небольших по масштабу национальных финансовых рынков и во многих случаях являются офшорными зонами или офшорными гаванями (например, Цюрих в области private-banking).

Национальные финансовые центры концентрируют значительную долю финансового бизнеса страны, например, Торонто является национальным финансовым центром для Канады.

Региональные финансовые центры концентрируют большую пропорцию регионального бизнеса внутри одной страны. Авторы GFCI приводят в качестве примера такого финансового центра Чикаго.

В первом исследовании GFCI Москва заняла 45-е место (из 46), пропустив вперед большинство своих непосредственных конкурентов по глобальному рынку капитала из числа стран с развивающимися финансовыми рынками: Шанхай (24-е место), Дубай (25-е место), Пекин (34-е место), Бомбей (39-е место), Варшаву (40-е место), Прагу (41-е место), Сеул (43-е место), Будапешт (44-е место). Во втором исследовании финансовых центров Москва не была включена в список 50 ведущих финансовых центров, среди

которых дополнительно появились, в частности, Йоханнесбург, Бахрейн, Катар, Сан-Паулу. В этом исследовании десятка лидеров среди финансовых центров приняла следующий вид.

1. Лондон.
2. Нью-Йорк.
3. Гонконг.
4. Сингапур.
5. Цюрих.
6. Франкфурт.
7. Женева.
8. Чикаго.
9. Сидней.
10. Токио.

При анализе отдельных факторов конкурентоспособности Россия как финансовый центр практически не упоминалась. Однако обращает на себя внимание тот факт, что Россия обладает самым низким среди всех стран с потенциальными финансовыми центрами уровнем экономической свободы и высоким уровнем коррупции. Совершенно очевидно, что именно эти факторы вносят заметный вклад в отставание России от своих конкурентов в рейтинге финансовых центров. Вместе с тем бренд Москвы широко известен в мире: по степени узнаваемости Москва занимает 26-е место. Не самые лучшие (в целом) результаты оценки Москвы по отдельным формализованным показателям дополняются в целом негативными субъективными оценками. Оценки Москвы со стороны специалистов финансовых организаций невысоки: по оценке этого фактора она занимает 40-е место.

Лондонский Сити определяет собственные преимущества как глобального финансового центра следующим образом:

- доля мирового рынка иностранных акций (43 против 31% у США);
- доля международного рынка еврооблигаций (60% по объему эмиссий и 70% по объему торговли);
- количество иностранных банков, работающих в Лондоне (242 — наивысший уровень в мире);
- доля крупнейших мировых корпораций, имеющих офисы в Лондоне (75% из 500 крупнейших компаний по версии журнала Fortune).

Эти характеристики вполне соответствуют критериям международного финансового центра, предложенными нами, — концентрация инвестиционного спроса, концентрация финансовых услуг и эффективность инфраструктуры, концентрация инвестиционного предложения.

В целом в нашем исследовании мы следуем классификации, предложенной Лондонским Сити. С точки зрения данной классификации для обеспечения конкурентоспособности российского финансового рынка в мировом масштабе и для закрепления России в качестве одного из глобальных экономических лидеров с точки зрения такой классификации требуется превращение России в глобальный либо международный финансовый центр. Учитывая, что превращение России в глобальный финансовый центр, сопоставимый с Лондоном и Нью-Йорком, является задачей практически невыполнимой до 2020 г., главную целевую установку развития финансового рынка России следует сформулировать как его превращение в международный финансовый центр.

Россия находится в состоянии конкуренции с уже сформировавшимися глобальными финансовыми центрами, международными финансовыми центрами и нишевыми финансовыми центрами (в части соответствующих ниш) и финансовыми рынками, которые хотя еще и не являются международными финансовыми центрами, но подобно России ставят задачи по превращению в международный финансовый центр в том же регионе мира.

В качестве примера стран, намеренных стать международным финансовым центром в одном с Россией регионе, можно привести Польшу и Казахстан. Эти страны к настоящему времени уже разработали стратегию превращения в международный финансовый центр, их государственная политика в области финансового рынка направлена на достижение именно этой цели. Между Польшей и Казахстаном существуют различия — если в Польше главным инициатором формирования финансового центра в последние годы была Варшавская фондовая биржа, то в Казахстане основным заинтересованным лицом является

государство. Рассмотрим как иллюстрацию усилия обеих стран по превращению в международный финансовый центр.

В Казахстане утверждена «Программа развития регионального финансового центра города Алматы до 2010 года³», опирающаяся на Стратегию вхождения Казахстана в число 50 наиболее конкурентоспособных стран мира. Программа разработана Агентством Республики Казахстан по регулированию деятельности регионального финансового центра, функции которого определены законами «О региональном финансовом центре» и «О внесении изменений и дополнений в некоторые законодательные акты Республики Казахстан по вопросам создания регионального финансового центра города Алматы».

Программа предусматривает финансирование со стороны республиканского бюджета (в размере 11,2 млрд тенге в период 2007–2010 гг.), активное совершенствование нормативных актов, интенсивное применение мер налогового и иного стимулирования всех участников финансового рынка (не только Казахстана, но и сопредельных стран) к перемещению в региональный финансовый центр. Ожидаемым результатом Программы называется создание эффективно функционирующего регионального финансового центра города Алматы как нового сегмента международного финансового рынка для сосредоточения и транзита основных потоков капитала между странами СНГ, Восточной Европы и Азии.

В Польше, как уже отмечалось, главным инициатором создания регионального финансового центра выступает биржа. Уже назвав возможный будущий центр региональным Пан-Центрально-Европейским финансовым центром, она заявила претензии на все пространство национальных финансовых рынков стран Центральной Европы, а учитывая ее усилия по привлечению компаний из Украины и России, и Восточной Европы.

Вместе с тем и государственные органы Польши стремятся к концентрации финансовых организаций в польской юрисдикции, способствуя тем самым созданию необходимых условий для формирования в Польше регионального финансового центра. Польское правительство стремится к созданию у себя в стране регионального финансового центра, добиваясь размещения в Варшаве региональных штаб-квартир крупных банков. Кроме того, польский регулятор рынка ценных бумаг выдвинул важное условие, чтобы крупнейшие дочерние иностранные банки в Польше (бывшие крупные польские банки) сохранили котировки своих акций на Варшавской фондовой бирже⁴.

Следует отдельно остановиться на конкурентных преимуществах прямых (непосредственных) конкурентов России — Казахстана и Польши.

Как представляется, важнейшими конкурентными преимуществами Казахстана, как потенциального международного финансового центра, являются:

- режим максимального благоприятствования со стороны государства;
- максимально широкие налоговые льготы для инвесторов, проводящих операции в рамках центра, равно как и для всех финансовых операций, проводимых в рамках центра, а также в отношении эмитентов;
- наличие специализированного финансового суда;
- облегченный порядок допуска иностранных финансовых посредников и ценных бумаг высокого качества;
- мультивалютность расчетов по ценным бумагам;
- эффективная консолидированная инфраструктура;
- участие государства, в том числе финансовое, в формировании инфраструктуры финансового центра;
- формирование в рамках центра особого правового режима, соответствующего международным стандартам и европейским директивам.

Важнейшими конкурентными преимуществами Польши, как потенциального регионального финансового центра, являются:

- наличие правового режима, полностью соответствующего европейским директивам;
- включение в котировальный лист Варшавской биржи одновременно является допуском к включению в соответствующие листы других европейских бирж⁵;
- солидный потенциал инвестиционного спроса со стороны резидентов⁶ и нерезидентов⁷;
- сформировавшийся емкий рынок IPO, указывающий на наличие значительного инвестиционного спроса именно на новые акции;

- возможность экономически выгодного⁸ размещения акций для относительно небольших компаний⁹;
- облегченные требования листинга.

Кроме Польши и Казахстана, наибольшее влияние на позиции России как международного финансового центра могут также оказывать другие конкуренты России на мировом финансовом рынке. Финансовые центры, сформировавшиеся в странах Юго-Восточной Азии (Гонконг, Корея, Сингапур) могут рассматривать операции с российскими финансовыми активами как возможный дополнительный ресурс, подлежащий переделу в рамках глобального финансового мира. Сформировавшиеся и формирующиеся финансовые центры развитых стран могут ставить перед собой не только задачу перераспределения в свою пользу части операций с российскими финансовыми активами, но и задачу полного присоединения к себе российского финансового рынка.

Существующие финансовые центры Юго-Восточной Азии конкурируют между собой за право стать единственным финансовым центром этого региона. Правительства этих стран разработали долгосрочные программы укрепления конкурентоспособности своих национальных рынков. Так, правительство Южной Кореи в 2006 году сформулировало пять основных задач в целях превращения национального рынка в финансовый центр Юго-Восточной Азии. Такими задачами являются:

- принятие закона об объединении рынков капитала (Capital Markets Consolidation Act) — законодательного акта, вступающего в силу с 2009 года. Новый закон позволяет финансовым компаниям более активно диверсифицировать свою деятельность, занимаясь несколькими видами деятельности на финансовом рынке. Многие аналитики считают, что этот закон сделает экономику более ориентированной на финансовые рынки, а также снизит зависимость брокерских компаний от комиссии. Предполагается также увеличение числа слияний и поглощений среди компаний финансового сектора;
- развитие рынка облигаций;
- отмена ограничений в области валютного законодательства — предполагается полная либерализация обменных операций с иностранной валютой в 2009 году. Это позволит сделать корейскую вону международной валютой и оживит зарубежные инвестиции;
- принятие закона об учреждении финансового центра (Financial Hub Act) — Закон был принят в 2003 году с целью превращения Южной Кореи в региональный финансовый центр Северной Азии. В рамках этого закона предполагается создание Центра по оказанию международных финансовых услуг (International Financial Services Center' (IFSC)), который должен будет оказывать помощь корейским финансовым компаниям при выходе на международные финансовые рынки и зарубежным компаниям при выходе на корейский рынок. IFSC также должен оказывать информационную поддержку финансовым институтам. Основной акцент в законе делался на развитие бизнеса по управлению активами (asset management) как основной составляющей плана с привлечением в Сеул таких международных компаний, как Fidelity investments, Prudential, JP Morgan, ING, Goldman Sachs, Morgan Stanley, Credit Suisse и UBS;
- подготовка специалистов по финансовым вопросам международного уровня.

Специально следует упомянуть два других финансовых центра, являющихся конкурентами России. Группа стран Северной Европы, объединяемая сейчас группой OMX, уже демонстрирует интерес к российской инфраструктуре и странам Восточной Европы. Китай как конкурирующий финансовый центр проявится главным образом в конкуренции за вовлечение в свою орбиту азиатских государств, граничащих с Россией.

Очевидно, что на конкурентоспособность финансового центра значительное влияние оказывают общие условия ведения предпринимательской деятельности в стране (это, в частности, следует из критериев оценки места финансовых рынков в упомянутом рейтинге Лондонского Сити). Кроме того, очевидно, что фондовый рынок сам зависит от развития всей экономики страны. Наконец, фондовый рынок — это только часть финансового рынка, в него входят еще и рынки банковских услуг, и рынки страховых организаций, и другие сегменты, требующие развития наравне с фондовым рынком. В этих условиях создание финансового центра в России не может сводиться только к тем показателям идеальной модели фондового рынка и направлениям деятельности, которые предложены нами в настоящем исследовании. Тем не ме-

нее настоящее исследование посвящено именно формированию идеальной модели фондового рынка как части российского финансового центра в предположении, что данная модель станет частью более общей концепции развития российского финансового рынка как международного финансового центра.

Рассмотрим возможные перспективы России с точки зрения той доли на мировом рынке капитала, которую она может завоевать в качестве международного финансового центра.

На наш взгляд, зоной тяготения (зоной влияния) этого финансового центра могут стать страны СНГ, а также, при оптимистическом развитии событий, — и некоторые страны Восточной Европы и Ближнего Востока. Возможная зона влияния российского финансового центра может включать следующие страны:

А. Консервативный вариант:

Украина, Белоруссия, Казахстан, Молдавия, Узбекистан, Кыргызстан, Таджикистан, Армения, Азербайджан, Монголия.

Б. Оптимистичный вариант:

Украина, Белоруссия, Казахстан, Молдавия, Узбекистан, Кыргызстан, Таджикистан, Армения, Азербайджан, Монголия, Туркменистан, Грузия, Латвия, Литва, Эстония, Финляндия, Польша, Словакия, Румыния, Болгария, Сербия, Черногория, Албания, Босния и Герцеговина, Хорватия, Македония, Греция, Кипр, Турция, Иран, Сирия, Израиль, Ирак, Ливан.

Вместе с тем необходимо отметить, что ряд стран из перечисленных выше не имеют реальных финансовых и экономических возможностей участвовать в операциях российского финансового центра по причине низкого уровня развития корпоративных отношений и/или низкого уровня накопленного капитала в этих странах. К таким странам следует отнести Таджикистан, Туркменистан, Грузию, Сирию, Ирак.

2. Основные направления политики по формированию идеальной модели фондового рынка в России, созданию в России международного финансового центра

В части II настоящего исследования были представлены основные параметры модели национального фондового рынка и определены их целевые значения. Это также позволило определить наиболее важные направления движения к идеальной модели и созданию в России международного финансового центра. Рассмотрим их с точки зрения достижения соответствия признакам международного финансового центра - концентрации капитала, концентрации финансового посредничества (финансовых услуг) и эффективной инфраструктуры, а также концентрации инструментов.

I. Высокая концентрация капитала (концентрация инвестиционного спроса) с существенной долей иностранного капитала

Решение задачи по концентрации капитала является, пожалуй, важнейшим. Концентрация капитала предполагает концентрацию как национального так и иностранного капитала для операций на фондовом рынке. И то и другое одинаково важно, поскольку только сбалансированность присутствия на рынке капитала обеспечивает его высокую устойчивость и стабильное развитие, максимальные возможности для финансирования национальной экономики. В соответствии с разделом II настоящего исследования к наиболее важным направлениям решения данной задачи относятся следующие:

- стимулирование многократного роста количества граждан, инвестирующих в ценные бумаги на фондовом рынке;
- резкий рост стоимости чистых активов инвестиционных фондов;
- резкий рост пенсионных резервов;
- резкий рост инвестиций иностранных портфельных инвесторов.

Стимулирование многократного роста количества граждан, инвестирующих в ценные бумаги на фондовом рынке. Необходимое для построения идеальной модели количество национальных индивидуальных инвесторов оценивается в 25 миллионов человек (примерно 18% населения России) к 2020 г. Это количество граждан, которые инвестируют напрямую, то есть при посредничестве брокеров и, возможно, управляющих ценными бумагами (участие населения в операциях на рынке ценных бумаг через институты коллективного инвестирования и негосударственные пенсионные фонды рассматривается далее — в рамках направлений по повышению стоимости чистых активов инвестиционных фондов и пенсионных резервов). Количественный показатель был задан как максимальный с учетом уровня доходов населения к 2020 г., который сделает возможными такое масштабное участие населения в операциях на фондовом рынке именно напрямую, однако все же принципиальным здесь является именно количество граждан — степень вовлеченности населения в операции на фондовом рынке, имеющая самостоятельное значение и выражающаяся в доминирующем на национальном рынке поведении. Мелкие частные инвесторы в рамках идеальной модели не только обеспечивают значительный количественный объем инвестиционного спроса, но и создают устойчивость рынка за счет многочисленности и распыленности точек принятия инвестиционных решений. Выше уже говорилось также и о другом важном свойстве участия населения в операциях на фондовом рынке — оно преимущественно инвестирует на отечественном рынке, а это создает предпосылки для обеспечения самостоятельного, отличного от других рынков поведения национального рынка, обогащая тем самым глобальный финансовый рынок, делая национальный рынок более привлекательным для глобальных инвесторов.

Рассмотрим наиболее эффективные меры по привлечению населения на рынок ценных бумаг.

1. Налоговое стимулирование

1.1. Граждане должны быть освобождены от налога на доходы от операций с ценными бумагами, по крайней мере, публичных компаний и иными финансовыми инструментами, а также от налога на доходы в виде дивидендов и процентов. Данная мера является наиболее эффективной для привлечения средств граждан на фондовый рынок, поскольку существенно повышает доходность таких операций в сравнении с другими альтернативными направлениями инвестирования, которые обычно рассматриваются гражданами.

Здесь предложение об отказе от налогообложения соответствующих доходов рассматривается как наиболее эффективное для решения задач по привлечению населения. Между тем, может рассматриваться вопрос не об отмене, а о существенном снижении ставок налога на доходы граждан, при этом во внимание должно приниматься налогообложение доходов по депозитам. Кроме того, потребуется решение ряда вопросов, связанных с определением налогооблагаемой базы, учет финансовых результатов по операциям со всеми инструментами при определении налогооблагаемой базы, перенос убытков на следующий налоговый период, распространение порядка налогообложения доходов по срочным сделкам с ценными бумагами на прочие срочные сделки, в том числе на срочные сделки с товарами и др.

1.2. Часть прибыли, направляемая российскими компаниями на выплату дивидендов, должна быть освобождена от налога на прибыль. Данная мера может стимулировать выплату дивидендов. Для граждан регулярная выплата дивидендов компанией будет стимулом держать акции даже в том случае, если их рыночная стоимость будет уменьшаться, то есть стимулом для долгосрочного инвестирования.

2. Создание института индивидуальных сберегательных счетов (ИСС) граждан, предназначенных для аккумулирования их частных пенсионных накоплений. Средства на данных счетах могут формироваться за счет отчислений самих граждан, добровольных отчислений работодателей и доходов, получаемых за счет инвестирования указанных накоплений на фондовом рынке. Возвращаться средства с ИСС должны по достижении гражданами пенсионного возраста. Использование данных счетов должно опираться на меры налогового стимулирования, например следующие:

- вычет из базы подоходного налога суммы, направляемой на ИСС, в размере не более 500 тысяч рублей в год;
- предоставление работодателям права вычитать из базы налога на прибыль сумм, перечисляемых на ИСС граждан, в размере до 500 тысяч рублей в год на одного работника.

Представляется, что право открытия ИСС должно быть предоставлено брокерам и управляющим ценными бумагами, а предлагаемые ими инвестиционные стратегии, осуществляемые за счет средств на ИСС, должны быть четко урегулированы на основе ясных и четких стандартов.

С одной стороны, ИСС дополняет уже существующий ряд пенсионных схем еще одной, рассчитанной на граждан, предпочитающих иметь большее влияние на операции со средствами, предназначенными вернуться к ним в виде пенсий. С другой стороны, введение данной схемы является эффективным способом придать деятельности НПФ более рыночный характер (см. далее): в том случае, если граждане будут иметь альтернативные пенсионные схемы и смогут выбирать между ними, это положительно скажется на эффективности деятельности всех пенсионных схем, а также на издержках, связанных с использованием каждой из них.

3. Введение института инвестиционного консультанта. Предлагается введение требования о лицензировании деятельности по инвестиционному консультированию — услугам, предполагающим рекомендации по выбору финансовых инструментов и операциям с ними. Введение данного вида деятельности не предполагает запрета на оказание соответствующих услуг без лицензии иными финансовыми посредниками, однако требует разграничения данных видов деятельности для обеспечения независимости и объективности рекомендаций, предоставляемых инвестиционными консультантами. Это предполагает введение особых требований к квалификации и раскрытию информации инвестиционными консультантами и, что самое главное, требований, регулирующих конфликт интересов инвестиционных консультантов, в частности, правил получения вознаграждения.

Создание института инвестиционного консультанта является одним из лучших способов продвижения финансовых услуг населению, поскольку повышает качество инвестиционных услуг, дает реальную возможность для осуществления такой деятельности небольшими («компаниями одного лица») региональными компаниями, которые в большинстве случаев пользуются большим доверием населения, проживающего на данной территории. Широкая сеть независимых инвестиционных консультантов существенно снижает издержки крупных брокеров и управляющих, требующиеся для поддержания собственной филиальной сети или сети агентов финансовых институтов, а значит, издержки конечных инвесторов — граждан, связанных с операциями на фондовом рынке.

4. Повышение уровня защиты граждан на фондовом рынке.
 - 4.1. Задачи стимулирования многократного роста количества граждан, инвестирующих в ценные бумаги, требуют мобилизации всех регулятивных механизмов, существующих на фондовом рынке. Одним из наиболее эффективных шагов в данном направлении могло бы стать введение обязательного членства в саморегулируемых организациях для компаний, оказывающих услуги неквалифицированным инвесторам. В этом случае СРО получили бы реальную возможность принимать меры по обеспечению качества услуг таких организаций и их финансовой устойчивости, дополняя меры государственного регулирования мерами саморегулирования. Практика деятельности СРО в мире показывает, что на них может быть возложено внедрение наилучшей практики взаимоотношений с клиентами — в том числе регулирование договоров с клиентами, классификации клиентов, исполнения их поручений, отчетности перед ними.
 - 4.2. Необходимым элементом обеспечения финансовой стабильности профессиональных участников рынка ценных бумаг является внедрение пруденциального надзора. Внедрение пруденциального надзора должно быть поэтапным. На первом этапе внедрение отдельных элементов пруденциального надзора могли бы осуществить саморегулируемые организации. Не только на первом этапе, но и впоследствии СРО могли бы осуществлять такие приемы пруденциального надзора, которые предполагают возможность разработки индивидуальных механизмов управления рисками и требуют их оценки со стороны регулятора.
 - 4.3. Создание компенсационного фонда. Создание такого фонда является необходимостью для компенсации убытков граждан в случае банкротства лицензированных профессиональных участников рынка ценных бумаг, если в результате этого возврат активов клиентам оказывается невозможным. Компенсационный фонд не должен использоваться для компенсации убытков, вызванных действием рисков операций на фондовом рынке. Сумма убытков граждан, которая может быть возмещена компенсационным фондом должна быть ограничена в сопоставимых размерах с размерами возмещения при страховании банковских вкладов. Существование компенсационного фонда обычно воспринимается населением позитивно и является дополнительным стимулом для решения об инвестициях на фондовом рынке.
5. Реализация программ повышения уровня финансовой грамотности населения. Переоценить меры по финансовому образованию населения невозможно. До настоящего времени значительная часть населения не рассматривает возможности инвестирования на фондовом рынке, а многие из тех, кто инвестирует, имеют превратные представления о рисках, связанных с таким инвестированием, своих правах как инвестора, природе финансовых инструментов и возможных доходах. Самой большой опасностью здесь является то, что значительная часть населения, проявляющая интерес к фондовому рынку, может воспользоваться услугами организаций, привлекающих средства населения без необходимых лицензий и с мошенническими целями. Меры по повышению финансовой грамотности населения должны включать в себя средства социальной рекламы, последовательную информационную политику в средствах массовой информации; создание специального информационного ресурса в Интернете, ориентированного на неквалифицированных инвесторов; распространение материалов, доступных для неквалифицированных инвесторов, дающих основные представления о фондовом рынке, его институтах и

инструментах. Целесообразным является введение в школьную образовательную программу преподавания основ функционирования финансового рынка.

Повышение финансовой грамотности населения — общая задача государства и финансовой индустрии. Поэтому для ее решения требуется активное партнерство государства и профессионального сообщества участников финансового рынка. Возможно, программа повышения финансовой грамотности населения должна получить статус федеральной целевой программы, при этом часть затрат по реализации данной программы могли бы взять на себя участники рынка.

Резкий рост стоимости чистых активов инвестиционных фондов. Высокий уровень развития этой отрасли оказывает положительное влияние на большинство параметров модели фондового рынка. Попутно стоит заметить, что вместе с негосударственными пенсионными фондами управляющие компании инвестиционных фондов играют решающее значение в улучшении стандартов корпоративного управления, и таким образом являются одной из наиболее важных рыночных сил, повышающих общий уровень защиты инвесторов.

В части II настоящего исследования в качестве целевого рассматривается достижение соотношения между стоимостью чистых активов открытых и интервальных инвестиционных фондов и валовым внутренним продуктом, равного 15%.

Рассмотрим основные меры, которые могли бы быть приняты в рамках данного направления.

1. Инвесторы, как граждане, так и юридические лица, как резиденты, так и нерезиденты, должны быть освобождены от налога на доходы (прибыль) от инвестиций в российские инвестиционные фонды (см. ранее). Представляется, что отмена налога на доходы граждан от инвестиций через инвестиционные фонды является желательной даже и в том случае, если налог на доход граждан от операций с финансовыми инструментами и доходов по ним не будет отменен, а только снижен.
2. Введение института инвестиционного консультанта (см. ранее).
3. Совершенствование инфраструктуры (см. далее). Совершенствование инфраструктуры должно способствовать созданию централизованной системы распространения, обращения и выкупа инвестиционных паев паевых инвестиционных фондов, что должно облегчить привлечение в инвестиционные фонды средств населения.
4. Расширение круга инструментов, возможных для инвестирования инвестиционных фондов за счет инструментов секьюритизации и структурированных продуктов (см. далее).

Резкий рост пенсионных резервов. Развитая индустрия пенсионных инвестиций оказывает существенное влияние на финансовые рынки. Пенсионные накопления — это по своей природе едва ли не самый «длинный» инвестиционный ресурс в рыночной экономике, поскольку формирование этих накоплений осуществляется на протяжении всего срока трудовой жизни человека, то есть на протяжении десятилетий.

Ключевым в развитии институтов негосударственного пенсионного обеспечения является придание им более рыночного характера, преодоление свойственной им в настоящее время кэптивности, а также их институциональное развитие.

Раздел II предусматривает в качестве желательного достижение соотношения между резервами негосударственных пенсионных фондов и капитализацией равного 15–20%. При этом в абсолютном выражении резервы негосударственных пенсионных фондов должны достичь 840–1080 млрд долл.

Рассмотрим меры, которые могли бы быть приняты в рамках данного направления.

1. Налоговое стимулирование деятельности НПФ требует освобождения их от налога на прибыль от операций с активами, в которые инвестируются пенсионные резервы и доходов по ним.
2. Расширение круга активов, в которые могут быть инвестированы пенсионные накопления, находящиеся под управлением государственной управляющей компании по инвестированию пенсионных накоплений.
3. Расширение круга лиц, участвующих в накопительных пенсионных системах.
 - 3.1. Стимулирование работников и предприятий к добровольным отчислениям в накопительные пенсионные системы путем перечисления бюджетных средств на счета граждан, добровольно

делающих взносы (в интересах которых такие взносы делает работодатель) в накопительные пенсионные системы как государственную, так и частные, сумму, соответствующую или превышающую сумму средств, перечисленных гражданином или его работодателем.

- 3.2. Увеличение возраста работников, принимающих участие в накопительных пенсионных системах в обязательном порядке. В настоящее время из процесса формирования пенсионных накоплений оказались исключены граждане возрастов, которые наиболее склонны к созданию пенсионных накоплений возраст (после 40 лет), и при этом имеют наибольший (в рамках возрастной структуры) доход. Увеличение возраста лиц, участвующих в обязательной накопительной пенсионной системе, до 50 лет, может привести к значительному увеличению объема средств, сконцентрированных в накопительной пенсионной системе и являющихся источниками для среднесрочных и долгосрочных инвестиций на финансовом рынке.

Резкий рост инвестиций иностранных портфельных инвесторов. Российский фондовый рынок должен быть доступен для операций всех категорий инвесторов, действующих на мировом рынке. Только в том случае, когда инвесторы будут рассматривать российский рынок как реальную альтернативу для проведения своих операций на других рынках, они смогут сделать выбор в пользу российского.

1. Налоговое стимулирование.
 - 1.2. Налоговое стимулирование инвестиций иностранных инвесторов в российские инвестиционные фонды (см. ранее), доходов от операций иностранных инвесторов с облигациями и доходов по ним (см. далее).
 - 1.3. Освобождение от налога на прибыль и доходы от операций с ценными бумагами, совершенными на российских фондовых биржах.
2. Совершенствование инфраструктуры (см. далее). Привлечению иностранных портфельных инвесторов будет содействовать обеспечение обычных для развитых рынков условий торговли и расчетов на финансовом рынке. Кроме того, создание централизованной депозитарной системы желательно центрального депозитария, будет содействовать приобретению российских финансовых инструментов теми из иностранных инвесторов, для кого хранение своих активов в таких национальных институтах является требованием собственного регулятора.
3. Введение административной ответственности за манипулирование рынком и ужесточение административной ответственности за использование инсайдерской информации. Данная мера является важным шагом для устранения образа российского фондового рынка как рынка инсайдерского и манипулятивного, который иногда используется иностранными финансовыми и инфраструктурными организациями для оправдания преимуществ торговли российскими активами за рубежом. Контроль за данными правонарушениями должен осуществляться ФСФР и саморегулируемыми организациями, в том числе на основе правил наилучшей практики, разработанными последними.

II. Концентрация финансового посредничества (концентрация финансовых услуг), эффективная инфраструктура

Задача концентрации финансового посредничества заключается в создании широкой посреднической базы как национальной так и (в виде дочерних компаний) иностранной. Здесь под посредниками мы понимаем брокерские и дилерские компании, инвестиционные банки и портфельных управляющих.

Естественным признаком международного финансового центра является эффективная инфраструктура — фондовые биржи и иные организаторы торговли, институты, обеспечивающие учет прав на ценные бумаги и иные финансовые инструменты и расчеты по сделкам с ними. Оценка эффективности инфраструктуры может быть выведена из конкурентоспособности условий, которые она предлагает, и тенденций, движущих ее развитие в настоящее время на мировом финансовом рынке.

В соответствии с частью II настоящего исследования к наиболее важным направлениям, относящимся к решению данной задачи относится резкий рост объема сделок с акциями на внутреннем рынке. Рассмотрим наиболее эффективные меры, которые могли бы быть приняты в рамках данного направления.

1. Налоговое стимулирование.

1.1. Представляется, что меры налогового стимулирования могли бы быть применены в отношении тех видов деятельности, которые способствуют решению задач в направлениях, выбранных как наиболее важные, в частности — создание рынка IPO и привлечение на фондовый рынок населения. В связи с этим предлагается освобождение от налога на прибыль вознаграждения компаний, которые оказывают услуги по размещению ценных бумаг на российском фондовом рынке. В случае введения института инвестиционного консультанта желательным является освобождение от налога на прибыль вознаграждения, получаемого инвестиционными консультантами за свои услуги по инвестиционному консультированию.

1.2. От налога на прибыль должна быть освобождена часть прибыли, которая направляется финансовыми посредниками и инфраструктурными организациями на свое развитие.

1.3. Услуги посредников — брокеров и управляющих ценными бумагами должны быть освобождены от НДС.

2. В российское законодательство должен быть введен запрет на оказание иностранными посредниками трансграничных услуг российским клиентам и открытие филиалов для осуществления посреднической деятельности, ориентированной на российских инвесторов.

Оказание трансграничных услуг затрудняет или вовсе исключает возможность надзора за качеством и условиями таких услуг. Допуск трансграничных услуг возможен только для таких юрисдикций, которые отличаются большим сходством регулирования и уровня надзора, а их регуляторы связаны соглашениями о взаимодействии. Россия должна принимать меры по обеспечению возможности трансграничной поставки, добиваясь сходного высокого уровня регулирования и надзора на развитых рынках и рынках стран, международным финансовым центром для которых она намерена стать. Между тем до обеспечения соответствующего уровня она должна исключить возможность трансграничной поставки посреднических услуг и открытия филиалов, которые могут осуществлять деятельность от имени иностранных юридических лиц на территории России. В ближайшей перспективе наиболее приемлемым способом входа на российский рынок для иностранных посредников должно быть создание на территории России дочерних компаний, подлежащих лицензированию, регулированию и надзору со стороны ФСФР.

3. Российским инвесторам (как гражданам, так и юридическим лицам) должна быть обеспечена возможность инвестировать в зарубежные активы из России (т.е. заключать сделки с иностранными финансовыми активами на российском финансовом рынке), что в сочетании с запретом на оказание трансграничной поставки услуг, предполагает осуществление такого инвестирования через российских брокеров и управляющих. При этом для неквалифицированных инвесторов может быть разрешено инвестирование только в ценные бумаги и иные финансовые инструменты, обращающиеся на признаваемых иностранных биржах. Помимо защиты национальных посредников, данная мера должна обеспечить условия для формирования сильных национальных ответственных хранителей, оказывающих услуги российским инвесторам по хранению иностранных финансовых инструментов.

4. Совершенствование инфраструктуры

Совершенствование инфраструктуры мирового финансового рынка, выход на новые технические, технологические и правовые решения функционирования основных системообразующих звеньев инфраструктуры финансового рынка, пристальное внимание, уделяемое развитию инфраструктуры финансового рынка международными организациями, в частности Комитетом по платежным и расчетным системам (КПРС) Банком международных расчетов¹⁰, Международной организацией комиссий по ценным бумагам (IOSCO)¹¹ обусловлено общими тенденциями глобализации мировой экономики, дерегулирования трансграничного движения капитала, ростом объемов торговли существующими финансовыми инструментами и появлением новых финан-

совых инструментов. В этих условиях для национальных финансовых рынков важно обеспечить адекватность инфраструктуры не только потребностям внутреннего рынка, но и возможность ее интеграции в мировой финансовый рынок. То есть названная выше в качестве критерия конкурентоспособности глобального/мирового финансового центра концентрация инвестиционного спроса предполагает прозрачность, простоту, быстрое действие системы расчетов по сделкам с финансовыми активами, возможность свободного доступа инфраструктурных организаций в другие платежные и учетные системы, позволяющие обеспечивать трансграничные переводы денежных средств и активов. С этой точки зрения важно построение целостной (объединяющей самостоятельно функционирующую платежную систему и систему учета и расчетов по ценным бумагам и иным финансовым инструментам) системы расчетов по сделкам с финансовыми активами, объединяющей основные инфраструктурные институты.

Ключевая роль организации системы расчетов по сделкам с финансовыми активами должна быть отведена созданию комплекса условий, позволяющих, в частности, реализовывать механизм «поставки против платежа» как на внутреннем рынке России, так и при расчетах за пределами Российской Федерации и прочие условия, действующие на развитых рынках. Обеспечение таких условий устраняет многие причины для того, чтобы российские ценные бумаги и связанные с ними финансовые инструменты торговались за рубежом.

4.1. Одним из наиболее важных векторов развития можно считать предпринимаемые Банком России усилия по созданию системы расчетов в режиме реального времени (RTGS), именуемой системой электронных срочных платежей (БЭСП). Эта система должна обеспечивать процесс непрерывной обработки и исполнения платежей в режиме реального времени. Традиционно такие системы используются для крупных срочных переводов, что особенно актуально для сделок с финансовыми активами¹². Принципы, на которых функционирует система RTGS, позволят поддерживать ликвидность (в том числе внутрисуточную) участников системы со стороны Банка России как кредитора последней инстанции.

Для внутреннего рынка важно недискриминационное включение в эту систему расчетных организаций, обслуживающих все инфраструктурные группы в качестве участников прямых расчетов.

В систему БЭСП должны быть включены наиболее крупные инфраструктурные организации, в том числе, расчетные депозитарии для ускорения и повышения эффективности расчетов, в частности, по технологии «поставка против платежа».

4.2. Особое внимание также должно быть уделено перспективам интеграции национальной RTGS (БЭСП) в международные платежные системы. Примерами такого рода являются европейская система TARGET, TARGET-2, система CLS (непрерывных связанных расчетов), специализирующаяся на обеспечении принципа «платеж против платежа» при международной торговле валютой. Это является принципиальным для обеспечения расчетов в рублях, поскольку защищает участников от расчетного риска при международной торговле валютой.

4.3. Необходимым является обеспечение свободного доступа инфраструктурных институтов — депозитариев на международные рынки, в том числе обеспечение свободного открытия банковских счетов с возможностью использования этих счетов для получения доходов для клиентов, а также для расчетов по сделкам. В настоящее время в валютном законодательстве устранены не все ограничения, которые препятствуют этому. В частности, закон устанавливает исчерпывающий перечень операций, в том числе осуществляемых с участием резидентов за пределами Российской Федерации, денежные средства от осуществления которых могут зачисляться на данные счета. К числу этих операций не относятся ни доходы по ценным бумагам, ни расчетные операции. Это, по сути, ограничивает свободу операций между резидентами и нерезидентами, а также между резидентами (в части разрешенных операций).

4.4. Важным является разработка механизмов доступа крупных зарубежных институтов, осуществляющих хранение финансовых инструментов, к учету российских ценных бумаг и финансовых инструментов. Такой доступ должен быть постепенным и зависеть от усмотрения

ФСФР. Без этого удовлетворительное решение задачи по привлечению зарубежных портфельных инвесторов невозможно.

- 4.5. Для обеспечения глобальной конкурентоспособности российской инфраструктуры необходимо создание условий для ее консолидации. Российская инфраструктура может стать конкурентоспособной в мировом масштабе при условии ее упрощения, капитализации и консолидации. Одновременно это позволит решить комплекс таких важных задач, как снижение стоимости совершения и исполнения сделок за счет концентрации ликвидности, унификации технических платформ и стандартов, экономии на масштабе.

Между тем существует ряд условий, при которых консолидация инфраструктуры только и обеспечит необходимый эффект и оправдает отказ от достоинств внутренней конкуренции, существующей между инфраструктурными институтами. Одним из основных условий является определение роли государства в инфраструктуре.

Необходимой для оценки своевременности решения о консолидации является оценка целесообразности участия государства в капитале инфраструктуры. Такая оценка должна быть дана с точки зрения задач, которые стоят перед государством и оправдывают его участие в капитале инфраструктурных институтов сейчас, когда они уже вполне сформировались, и которые государство не может решить, выполняя свою традиционную роль регулятора рыночных отношений.

Решение вопроса о роли государства как условия консолидации представляется важным, поскольку одним из главных эффектов консолидации инфраструктуры должно быть повышение возможностей ее глобальной конкурентоспособности, которая должна выражаться в способности к совершению сделок по слиянию и поглощению в отношении иностранных инфраструктурных институтов или проникновению в инфраструктуру стран, для которых Россия намерена стать финансовым центром.

- 4.6. Необходимой является консолидация товарного и фондового биржевого рынка производных инструментов (см. далее).
- 4.7. Совершенствование регулирования клиринговой деятельности. Наиболее крупные международные клиринговые организации (LCH, UREX Clearing AG, NSCC) выполняют роль центрального контрагента. Для организованных рынков с большой емкостью обособление и централизация клиринговых услуг, включающих гарантии завершения расчетов, создание полноценной системы управления рисками обуславливают развитие института центрального контрагента. Именно клиринг сделок с участием центрального контрагента является наиболее прозрачной моделью многостороннего клиринга.

Необходимым является установление правовых основ и формирование правовых моделей создания гарантийных и иных фондов центрального контрагента, для того чтобы обеспечить клиринговым организациям возможность управления типичными для их деятельности рисками — кредитным и риском ликвидности, и основным — риском завершения расчетов.

В рамках действующего законодательства термин «центральный контрагент» не используется, и с точки зрения гражданского, банковского, налогового и иных отраслей законодательства центральный контрагент по сделке будет рассматриваться как обычный участник сделки. Это существенно увеличивает риски центрального контрагента, который выполняет роль стороны по сделке лишь как прием управления рисками.

Желательным является создание на российском фондовом рынке одного капитализированного центрального контрагента. Это может быть сделано как в результате консолидации всей инфраструктуры, так и независимо от этого, однако в последнем случае решение такой задачи, как и обеспечение эффективности деятельности одного центрального контрагента, существенно затрудняется.

- 4.8. Создание центрального депозитария является самостоятельной задачей, которая должна решаться и в том случае, если не будет осуществлена консолидация биржевой инфраструктуры. На первом этапе может быть создана централизованная учетная система, включающая крупнейшие в России расчетные депозитарии, с тем чтобы обеспечить на недискриминационной

основе взаимодействие между ними и фондовыми биржами независимо от места совершения сделок. Создание центрального депозитария или централизованной учетной системы, связанной с международными центральными депозитариями и крупными зарубежными ответственными хранителями, обеспечит возможность доступа на российский рынок тех инвестиционных институтов, для которых их национальные регуляторы предусматривают соответствующее требование. Чрезвычайно важным это является также и для привлечения иностранных портфельных инвесторов к участию в первичных размещениях на российском фондовом рынке.

- 4.9. Представляется необходимой защита российской инфраструктуры от ее поглощения иностранной, для чего в законодательство должны быть внесены соответствующие ограничения.

III. Концентрация инструментов

На российском рынке ценных бумаг уже обращаются основные группы финансовых инструментов — долевыми, долговые, производные. Серьезным недостатком является отсутствие инструментов секьюритизации активов (кроме ипотечных ценных бумаг), низкие объемы национального долгового рынка по сравнению с иностранным долговым рынком российских компаний, отсутствие многих сегментов рынка производных инструментов, а также складывающееся разделение финансовых и товарных инструментов.

Меры по расширению круга инструментов должны реализовываться так же активно, как и меры по концентрации инвестиционного спроса, — в противном случае возникнет дисбаланс спроса и предложения, инвестиционный спрос устремится на ограниченный круг инструментов, обладающих недостаточным free float, необоснованно увеличивая их цену, создавая дополнительные риски для инвесторов.

В соответствии с разделом II настоящего исследования относятся к решению задачи концентрации инструментов следующие:

- стимулирование создания и активного развития внутреннего рынка IPO;
- резкий рост стоимости корпоративных облигаций в обращении;
- возможность секьюритизации и создания структурированных продуктов;
- развитие срочного рынка;
- создание сектора иностранных ценных бумаг.

Стимулирование создания и активного развития внутреннего рынка IPO. Развитие российского первичного рынка является исключительно важным направлением усилий по созданию в России международного финансового центра. Все усилия по концентрации спроса и финансовых услуг имеют принципиальное значение для развития первичного рынка — российские компании должны быть уверены, что на российском рынке присутствуют все группы инвесторов, интересующиеся их ценными бумагами, и все посредники, способные предложить их на лучших условиях как для инвесторов, так и для эмитентов. Данный подход является справедливым и для иностранных компаний, которые в силу концентрации в России инвестиционного спроса и финансовых услуг смогут рассчитывать на лучшее, чем на своем национальном рынке, финансирование — конкретное выражение конкурентоспособности российского рынка и превращения его в международный финансовый центр.

Помимо мер по обеспечению концентрации спроса и финансовых услуг существуют и специальные меры, которые могут быть приняты для развития российского рынка IPO. Эти меры главным образом направлены на устранение недостатков регулирования, делающих привлечение капитала в России по-прежнему менее удобным, чем за рубежом.

Как уже было сказано ранее, устойчивость роста национальной капитализации в качестве необходимого условия предполагает совершенствование качественных характеристик капитализации, в том числе диверсификацию отраслевой структуры капитализации, а также снижение доли крупнейших корпораций в национальной капитализации. Для того чтобы этого добиться, повышение качества капитализации должно происходить преимущественно за счет стимулирования выхода на фондовый рынок новых компаний.

Кроме того, общие решения по упрощению процедуры эмиссии в сочетании с другими мерами создают условия для выпуска структурированных продуктов (см. далее), которые создаются в форме ценных бумаг.

Рассмотрим меры, которые следует принять для развития в России первичного рынка.

1. Упрощение процедуры эмиссии и приближение ее к стандартам, действующим в мире. Российский рынок ценных бумаг вышел на новый уровень и стал рассматриваться российскими компаниями в качестве реального источника для инвестиций. Однако сформировавшаяся к настоящему моменту процедура эмиссии ценных бумаг является излишне усложненной и не соответствует правилам, действующим в странах, которые предлагают российским компаниям первичный рынок. Можно также отметить и то, что к настоящему моменту сформировался круг национальных посредников — инвестиционных банков, которые могут предложить услуги по размещению, исключив при эмиссии нарушения действующего законодательства. Меры по упрощению процедуры размещения могут предполагать распределение контроля за соблюдением установленных правил между государственным органом, биржами и саморегулируемыми организациями.

Стоит заметить, что упрощение должно коснуться всех видов эмиссии — как публичной, так и частной, эмиссии всех видов ценных бумаг, всех эмитентов, в том числе российских кредитных организаций и иностранных эмитентов. Стоит заметить, что значительным стимулом для приведения процедуры эмиссии к мировым стандартам является участие российских компаний в так называемых «параллельных размещениях», то есть размещениях, при которых часть выпуска размещается в России, а часть — за рубежом. В таких случаях процедуры, действующие на зарубежных рынках, оказываются более удобными и быстрыми, чем российские, и при этом требования российского законодательства при размещении доли за рубежом обычно игнорируются.

1.1. Введение уведомительного порядка регистрации выпусков ценных бумаг (в том случае, если ФСФР не отказала в регистрации ценных бумаг в течение определенного срока после получения документов, ценные бумаги могут размещаться) с возложением предварительного контроля на биржи (при размещении ценных бумаг на бирже) или СРО, объединяющие инвестиционные банки (при размещении ценных бумаг на внебиржевом рынке с участием андеррайтера). Данное распределение функций является естественным, поскольку и биржа, и СРО определяют условия размещения ценных бумаг и могут контролировать их соблюдение, первые — участниками торгов, вторые — своими членами. Одновременно с этим необходимо четко определить ответственность инвестиционных банков — андеррайтеров, которую они несут перед инвесторами.

1.2. Введение уведомительного порядка подведения итогов эмиссии ценных бумаг и отказ от возможности административного признания выпуска ценных бумаг несостоявшимся. Это снижает риски, связанные с приобретением ценных бумаг при их размещении (кредитные, валютные, а также риски аннулирования ценных бумаг). Для долговых ценных бумаг, благодаря тому что возникает возможность для ускорения начала их обращения, это положительно сказывается доходности.

1.3. Освобождение от обязанности вносить изменения в устав по результатам эмиссии акций. Это освобождает от обращения за регистрацией изменений в устав в реестре юридических лиц после размещения новых акций, в результате погашения акций, внесения объявленных акций для того, чтобы восстановить их число. Компании приобретут большую гибкость при осуществлении эмиссии ценных бумаг, поскольку смогут размещать акции в пределах объявленных акций — максимального числа акций, выпущенных компанией, которое не будет изменяться в связи с их размещением или погашением.

1.4. Упрощение проспекта ценных бумаг для случаев, когда эмитент уже раскрывает информацию в форме ежеквартального отчета. В этих случаях проспект ценных бумаг может включать только описание размещаемых ценных бумаг и условий их размещения — вся прочая информация, которая обычно содержится в проспекте, может быть получена из последнего ежеквартального отчета эмитента.

- 1.5. Упрощение проспекта ценных бумаг для случаев, когда ценные бумаги предназначаются квалифицированным инвесторам¹³.
- 1.6. Освобождение от проспекта размещений, предусматривающих привлечение не более 3–4 млн рублей в течение года. Незначительные по объемам размещения обычно пользуются упрощенной процедурой, позволяющей компаниям, особенно компаниям, чья деятельность носит «сезонный» характер, требующий периодического финансирования, получать такое финансирование на фондовом рынке.
2. Значительная часть недостатков, связанных с проведением в России IPO, связана с правилами деятельности инвестиционных банков — андеррайтеров, что сказывается на используемых ими схемах размещения, увеличивает их риски и издержки. Ниже приводятся изменения, которые рекомендуются для того, чтобы дать российским инвестиционным банкам возможности приемов, используемых зарубежными инвестиционными банками.
 - 2.1. Освобождение от обязательности предварительной (по крайней мере полной) оплаты акций при их размещении в случае наличия обязательства по их оплате со стороны инвестиционного банка. Данная мера должна снизить издержки для инвестиционных банков, которые в противном случае, в отличие от зарубежных рынков, должны использовать значительные средства, обычно свои собственные, поскольку большинство иностранных инвесторов не готовы резервировать свои средства на этапе подписки.
 - 2.2. Введение возможности направлять уведомление об итогах выпуска до завершения перевода акций подписчикам при участии в эмиссии инвестиционного банка и возможность держания таких акций до перевода подписчикам в их интересах. В настоящее время отчет или уведомление об итогах выпуска ценных бумаг могут быть направлены в ФСФР только после окончания размещения всех ценных бумаг — после перевода ценных бумаг последнему подписчику. Эта процедура занимает значительное время, лишая всех инвесторов, которым ценные бумаги уже переведены, возможностей их обращения. Между тем, как и в случае с оплатой акций, можно согласиться с гарантиями по переводу ценных бумаг согласно их распределению, которые дает инвестиционный банк.
 - 2.3. Повышение эффективности организации вторичного рынка за счет создания эффективных возможностей проведения стабилизации после IPO на внутреннем рынке, в том числе путем создания необходимых правовых основ для «эмиссионного опциона».
 - 2.4. Совершенствование инфраструктуры (см. ранее).
3. Снижение транзакционных издержек эмитентов.
 - 3.1. Разделение налоговой и финансовой отчетности, приближение стандартов финансовой отчетности к международно признанным стандартам. Для компаний, акции которых находятся в котировальных листах, уже сейчас следует ввести разрешение следовать только международным стандартам финансовой отчетности, без необходимости формировать отчетность в соответствии с российскими стандартами.
 - 3.2. Снижение затрат на опубликование информации, раскрытие которой требуется при проведении публичного размещения, за счет отмены необходимости публикации информации (проспекта, решения о выпуске ценных бумаг и т.д.) в средствах массовой информации в печатном виде в случае их доступности для всех заинтересованных лиц в электронном виде.
 - 3.3. Создание единого центра раскрытия корпоративной информации.
4. Налоговое стимулирование инвестиционных банков, осуществляющих размещение ценных бумаг на территории России (см. выше).

Резкий рост стоимости корпоративных облигаций в обращении. Часть II настоящего исследования предусматривает в качестве целевого показателя, которого к 2020 г. должен достичь российский рынок корпоративного долга, 850 млрд — 1 трлн долл. Развитие облигационного рынка представляется принципиальным, поскольку размещение долговых бумаг обычно предшествует долевым финансированию, в связи с этим улучшение условий эмиссии облигаций тесно связано с активизацией первичного рынка акций.

Рассмотрим меры, которые могут быть приняты для развития российского облигационного рынка.

1. Упрощение процедуры эмиссии (см. ранее).
2. Отмена ограничений на выпуск облигаций, предусмотренных Гражданским кодексом. В настоящее время ГК содержит ограничения на выпуск облигаций размерами уставного капитала или обеспечения, предоставленного третьим лицом. Исключение из этого ограничения сделано для ипотечных ценных бумаг и биржевых облигаций. Ограничение ГК не выполняет своего предназначения по защите интересов кредиторов, однако препятствует долговому финансированию на внебиржевом рынке.
3. Снижение требований к биржевым облигациям. В настоящее время биржевые облигации могут выпускаться только эмитентами, чьи акции прошли листинг на фондовой бирже. Данное ограничение затрудняет использование биржевых облигаций, существенно сужая круг их эмитентов. Между тем, учитывая значимую роль фондовой биржи в определении условий допуска биржевых облигаций, данное требование могло бы быть исключено или заменено на более мягкое.
4. Налоговое стимулирование. В качестве меры, стимулирующей развитие внутреннего рынка облигаций, может быть предложено освобождение инвесторов от налога на прибыль, получаемой от операций с облигациями и дохода по ним.

Создание возможностей секьюритизации и создания структурированных продуктов. Необходимость создания условий для секьюритизации и выпуска структурированных продуктов вытекает из задач ускоренного развития финансового рынка, который предполагает обеспечение финансовым организациям широких возможностей по распределению рисков и рефинансированию. Задачи по созданию возможностей выпуска структурированных продуктов, помимо прочего, должны удовлетворить спрос клиентов услуг финансовых организаций на комбинации различных обязательств, сочетающих в себе долговые, безрисковые обязательства и обязательства рисковые, зависящие от различных изменяемых рыночных показателей. В настоящее время секьюритизация осуществляется российскими компаниями преимущественно за рубежом, а структурированные продукты если и предлагаются российским клиентам, то на основании зарубежного законодательства.

Рассмотрим меры, которые могут быть приняты для развития в России секьюритизации и структурированных продуктов.

1. Для развития секьюритизации необходимо решение основных правовых проблем, препятствующих ее осуществлению в России: регулирование создания юридических лиц для специальных целей (SPV)- компаний с особым статусом и правилами управления, регулирование ликвидационного неттинга для требований из обеспечения, регулирование передачи прав требования, введение номинальных счетов и др.
2. Для создания условий для выпуска структурированных продуктов необходимо предоставление финансовым организациям (кредитным организациям и профессиональным участникам рынка ценных бумаг) возможностей выпуска финансовых инструментов, удостоверяющих различные комбинации обязательств, в том числе сочетаний долговых обязательств и обязательств, которые зависят от изменения цен или показателей в отношении различных финансовых инструментов и товаров. Для того, чтобы упростить механизм создания новых финансовых инструментов, целесообразно ввести полномочия ФСФР по квалификации финансовых инструментов и их допуску. Создание возможности для выпуска структурированных продуктов предполагает отказ от действующей в настоящее время традиции описания финансовых инструментов в законе, замену его на регулирование на уровне нормативных актов ФСФР.
3. Упрощение процедуры эмиссии (см. ранее) должно содействовать выпуску структурированных продуктов, создаваемых в форме ценных бумаг.
4. Введение возможности инвестирования в инструменты секьюритизации и структурированные продукты средств инвестиционных фондов.

Развитие срочного рынка. В России необходимо опережающее развитие срочного рынка, как биржевого, так и внебиржевого, для того чтобы обеспечить широкие возможности по использованию его для

снижения рисков операций на фондовом и товарном рынках — хеджирования, в том числе экспортных операций.

Для того чтобы исключить фрагментацию, срочный товарный биржевой рынок и срочный фондовый рынок должен создаваться единым. Биржевые производные финансовые инструменты обладают общей природой и обращаются среди одного круга участников финансового рынка. Складывающаяся фрагментация товарного и фондового рынков производных финансовых инструментов затруднит развитие товарного рынка производных финансовых инструментов, а впоследствии потребует усилий по консолидации соответствующих рынков.

Рассмотрим меры, которые могут быть приняты для развития срочного рынка.

1. Совершенствование инфраструктуры (см. ранее).
2. Введение ликвидационного неттинга для обеспечения защиты от системного риска в случае банкротства одного из участников срочного рынка.
3. Распространение общего порядка налогообложения налогом на добавленную стоимость производных финансовых инструментов на поставочные товарные инструменты.
4. Расширение круга участников рынка производных финансовых инструментов — введение возможности совершения срочных сделок страховыми организациями, а также отмена запрета кредитным организациям на осуществление срочных сделок, базовым активом которых являются товары.
5. Поддержка регуляторами (в первую очередь ФСФР и Банком России) генеральных соглашений по внебиржевым финансовым инструментам, принимаемых саморегулируемыми организациями.

Создание сектора иностранных ценных бумаг. Как уже говорилось выше, создание в России международного финансового центра означает, что иностранные эмитенты, по крайней мере, эмитенты стран региона, станут воспринимать российский рынок как первичный рынок, альтернативный их национальному рынку, предоставляющий наилучшие возможности для финансирования благодаря концентрации на нем инвестиционного спроса и финансовых услуг.

Допуск иностранных ценных бумаг должен осуществляться во всех возможных формах — в форме российских депозитарных расписок как лучшей форме, предназначенной для неквалифицированных инвесторов, и в форме прямого допуска, то есть самих ценных бумаг. Представляется, что в том случае, если в России удастся создать эффективные правила размещения ценных бумаг и работы инвестиционных банков (см. ранее), процедуры размещения иностранных ценных бумаг не потребуют установления большого числа особенностей.

Рассмотрим меры, которые могли бы быть приняты для развития сектора иностранных бумаг.

1. Основными мерами, которые могли бы быть приняты для создания сектора иностранных ценных бумаг в России являются меры по упрощению процедуры эмиссии и развития возможностей деятельности инвестиционных банков (см. ранее). При этом правила эмиссии иностранных ценных бумаг должны быть одинаковыми с правилами эмиссии российских и отличаться, только по причинам, связанным с особенностями юрисдикции соответствующего эмитента. Предварительный допуск на национальной бирже, как представляется, не должен быть условием их допуска на российский рынок.
2. Налоговое стимулирование деятельности инвестиционных банков, размещающих ценные бумаги на территории России (см. ранее).

Приложения

Приложение 1. Динамика капитализации и ВВП по 40 странам с развитыми и развивающимися рынками за период 1995–2006 гг.

Таблица 1а. Ежегодные темпы прироста капитализации, %

	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	Среднее
Аргентина	18,3	32,6	-23,5	85,1	98,0	15,9	-46,3	-62,4	19,3	2,5	7,7	20,2
Бразилия	47,0	17,7	-37,0	41,7	-0,8	-17,6	-33,5	89,5	40,8	43,7	49,6	29,2
Канада	32,7	16,7	-4,3	47,4	5,1	-16,7	-17,9	55,4	31,7	25,9	14,7	17,2
Чили	-10,7	9,3	-28,0	31,5	-11,5	-6,8	-15,5	81,3	35,7	16,6	27,9	16,4
Мексика	17,5	47,0	-41,4	67,9	-18,7	0,8	-18,3	18,8	40,3	39,1	45,7	10,2
США	23,7	33,3	18,9	23,7	-9,2	-8,3	-19,9	28,5	14,4	4,1	0,0	12,1
Австрия	4,4	5,2	-4,5	-3,2	-9,4	-18,1	30,1	70,9	57,4	47,2	52,6	17,3
Бельгия	14,2	14,3	79,4	-24,7	-1,3	-9,1	-23,1	36,1	17,6	10,9	44,5	12,9
Чехия	15,4	-29,3	-5,8	-2,1	-6,7	-15,2	70,3	11,1	74,7	24,2	26,8	27,3
Дания	27,5	30,8	5,5	6,5	2,3	-17,9	-13,1	58,4	24,4	10,1	6,8	15,1
Финляндия	42,9	16,2	110,7	126,1	-16,0	-35,1	-27,1	22,7	7,9	10,1	3,5	33,0
Франция	13,2	14,1	47,0	48,8	-2,0	-18,8	-17,7	40,2	17,6	10,9	37,0	15,2
Германия	16,2	23,0	32,6	30,9	-11,3	-15,6	-35,5	56,1	10,7	2,2	34,1	12,8
Греция	41,7	41,3	134,1	155,3	-45,7	-21,9	-20,6	55,4	17,2	15,9	43,5	33,7
Венгрия	119,8	184,0	-6,3	16,3	-26,3	-13,8	26,5	27,6	71,6	13,5	28,7	46,5
Ирландия	34,5	42,1	34,9	3,3	19,1	-8,0	-19,8	40,9	34,1	0,0	43,1	18,1
Италия	23,2	33,5	65,3	27,8	5,5	-31,4	-8,9	27,9	28,4	1,1	28,6	17,4
Люксембург	7,4	3,7	4,5	1,5	-5,4	-30,1	4,0	50,9	34,3	2,2	55,2	14,6
Нидерланды	6,2	23,8	28,7	15,3	-7,9	-28,5	-12,4	21,7	17,6	10,9	14,2	14,7
Норвегия	28,8	15,8	-29,4	35,7	2,1	6,2	-2,5	40,7	49,4	35,0	46,6	22,4
Польша	83,8	44,6	68,6	44,6	5,8	-16,8	10,5	29,3	91,3	32,0	58,8	121,3
Португалия	34,3	58,0	61,6	5,6	-8,7	-23,6	-7,5	36,0	17,6	10,9	-11,9	20,2
Румыния	-43,0	1000,0	62,0	-14,1	22,5	98,6	114,8	22,4	111,1	74,7	59,2	140,1
Россия	134,7	244,4	-83,9	250,5	-46,1	95,8	63,0	85,8	16,1	104,7	141,0	86,5
Словакия	76,7	-16,3	-47,2	9,8	14,8	28,0	22,2	46,0	58,7	-0,4	26,9	18,7
Испания	22,7	19,6	38,5	7,3	16,8	-7,1	-0,7	56,2	29,5	2,0	37,8	20,2
Швеция	38,8	10,3	2,2	33,9	-12,0	-28,0	-24,2	61,6	30,0	10,1	39,9	16,7
Швейцария	-7,3	43,1	19,8	0,6	14,3	-21,0	-11,7	31,6	13,6	13,3	29,6	14,8
Турция	44,5	103,5	-44,9	235,0	-38,2	-32,3	-28,0	101,4	43,8	64,3	0,5	52,3
Великобритания	23,6	14,7	18,9	23,5	-12,1	-16,0	-13,9	32,0	14,5	8,6	24,1	10,7
Австралия	27,2	-5,2	11,2	30,0	-12,8	0,6	1,0	54,5	32,6	3,6	36,3	15,6
Гонконг	48,0	-8,0	-16,9	77,4	2,3	-18,8	-8,5	54,3	20,6	22,5	62,6	21,5
Индия	-3,6	4,8	-18,1	75,5	-19,8	-25,4	18,7	113,0	39,0	42,6	48,1	23,6
Япония	-15,8	-28,2	12,6	82,2	-30,6	-28,7	-5,6	43,0	21,0	24,3	3,6	9,4
Корея Республика	-23,7	-66,8	163,1	226,6	-56,6	28,2	13,4	32,0	30,0	67,5	16,3	36,7
Новая Зеландия	20,9	-21,0	-18,0	12,3	-32,9	-5,8	22,3	52,0	32,3	-7,2	10,4	11,2
Филиппины	36,9	-61,1	12,6	19,4	-38,4	-18,2	-12,6	27,0	22,8	38,7	70,3	18,1
Китай	170,5	81,4	12,1	43,0	75,7	-9,8	-11,6	47,1	-6,1	22,0	210,8	42,3
Южная Африка	-13,9	-3,9	-26,6	54,2	-21,9	-31,8	32,1	45,0	70,1	24,1	26,5	19,1
Мир — всего	13,4	16,6	17,4	33,6	-10,4	-13,9	-16,3	35,8	18,3	11,8	20,1	12,2

Источник: расчеты по базам данных МВФ, ВБ и ВФБ.

Таблица 16. Ежегодные темпы роста фондовых индексов, %

	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	Среднее
Аргентина	13,9	24,7	-24,5	21,9	-23,1	-18,3	91,2	89,2	17,4	21,5	49,9	24,0
Бразилия	63,8	44,8	-33,5	151,9	-10,7	-11,0	-17,0	97,3	17,8	27,7	32,9	33,1
Канада	25,7	13,0	-3,2	29,7	6,2	-13,9	-14,0	24,3	12,5	21,9	14,5	10,6
Чили	-14,6	-2,2	-25,0	43,8	-5,8	10,9	-7,0	45,8	22,5	2,7	34,4	9,6
Мексика	21,0	55,6	-24,3	80,1	-20,7	12,7	-3,8	43,5	46,9	37,8	48,6	27,0
США	19,1	30,3	16,6	9,1	1,0	-10,2	-19,8	28,8	12,6	7,0	17,9	10,2
Австрия	10,8	13,5	-4,6	6,2	-7,4	1,7	3,1	30,2	48,8	42,7	26,6	15,6
Бельгия	21,3	32,9	41,2	-8,7	-6,9	-7,0	-24,3	12,3	34,8	25,1	23,5	13,1
Чехия		26,7	-26,9	24,2	16,5	-13,6	17,0	41,6	50,9	46,9	9,7	19,3
Дания							-21,4	30,0	21,6	39,6	15,2	17,0
Финляндия	46,5	32,3	68,5	162,0	-10,6	-32,4	-34,4	4,4	3,3	31,1	17,9	26,2
Франция	26,7	24,5	28,5	52,4	-1,0	-20,9	-31,1	17,4	9,2	25,3	19,4	13,7
Германия	28,2	47,1	17,7	39,1	-7,5	-19,8	-43,9	37,1	7,3	27,1	22,0	14,0
Греция	2,1	58,5	85,0	102,2	-38,8	-23,5	-32,5	29,5	23,1	31,5	19,9	23,4
Венгрия						-9,2	9,4	20,3	57,2	41,0	19,5	23,0
Ирландия	22,1	48,7	23,2	1,5	12,8	-0,3	-30,0	23,2	26,0	18,8	27,8	15,8
Италия	13,1	58,2	41,0	22,3	5,4	-25,1	-23,7	14,9	17,5	13,9	19,0	14,2
Люксембург				39,7	-0,7	-19,6	-29,2	29,0	26,8	26,7	33,0	13,2
Нидерланды	36,0	41,5	18,7	27,0	-3,9	-21,1	-34,7	5,1	5,7	25,3	16,4	10,6
Норвегия	28,9	29,3	-28,4	46,0	1,1	-16,2	-32,7	42,5	32,0	34,2	28,4	15,0
Польша	89,1	2,3	-12,8	41,3	5,0	-26,7	3,2	44,9	27,9	33,7	41,6	22,7
Португалия	32,6	65,2	26,2	12,6	-8,2	-19,0	-20,7	17,4	18,0	17,2	33,3	15,9
Румыния				-2,6	8,1	-4,8	126,9	26,0	103,5	38,2	28,5	40,5
Россия	141,8	97,9	-85,2	197,4	-18,2	81,5	38,1	58,0	8,3	83,3	70,7	61,2
Словакия		15,7	-47,2	-18,0	19,2	31,4	15,9	26,9	83,9	26,5	0,6	15,5
Испания	42,8	40,0	32,6	23,2	-6,8	-9,6	-31,2	36,5	13,7	12,7	29,3	16,6
Швеция	39,4	27,0	10,9	66,5	-12,0	-16,9	-37,4	29,8	17,6	32,6	23,6	16,5
Швейцария	18,5	55,0	15,4	11,7	11,9	-22,0	-26,0	22,1	6,9	35,6	20,7	13,6
Турция	143,8	253,6	-25,4	490,4	-37,9	46,0	-24,8	79,6	34,1	59,3	-1,7	92,5
Великобритания	11,7	19,7	10,9	21,2	-8,0	-15,4	-25,0	16,6	9,2	18,1	13,2	6,6
Австралия	10,1	7,9	7,5	12,1	0,1	6,5	-11,4	11,1	22,6	16,2	19,9	9,3
Гонконг	33,5	-20,3	-6,3	68,8	-11,0	-24,5	-18,2	34,9	13,2	4,5	34,2	9,9
Индия			-16,5	63,8	-20,6	-17,9	3,5	72,9	13,1	42,3	46,7	20,8
Япония	-6,8	-20,1	-7,5	58,4	-25,5	-19,6	-18,3	23,8	10,2	43,5	1,9	3,6
Корея Республика	-26,2	-42,2	49,5	82,8	-50,9	37,5	-9,5	29,2	10,5	54,0	4,0	12,6
Новая Зеландия	19,9	2,9	-3,3	17,0	-9,1	16,7	4,2	26,5	28,0	9,0	18,7	11,9
Филиппины	22,2	-41,0	5,3	8,8	-30,3	-21,8	-12,8	41,6	26,4	15,0	42,3	5,1
Китай							-17,5	10,3	-15,4	-8,3	130,4	19,9
Южная Африка	24,1	-37,0	-0,9	70,1	-38,5	-5,8	8,4	62,8	44,6	16,2	27,8	15,6

Источник: расчеты по базам данных МВФ, ВБ и ВФБ.

Приложение 2. Показатели развития инвестиционных фондов в различных странах с развитыми и развивающимися рынками за период 1992–2006 гг.

Таблица 2а. Открытые инвестиционные фонды, доля ВВП, %

	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	Среднее	Кап./ВВП	Trade/ВВП
Группа I																		
Люксембург	1354,3	1794,4	1843,8	1578,6	1863,8	2236,2	2690,0	3311,2	3811,1	3850,6	3745,5	3837,0	4188,4	4451,1	5296,9	3056,9	156,37	2,83
Ирландия	11,0	10,4	14,3	12,8	10,6	28,4	57,9	99,9	144,3	185,7	207,6	230,9	256,7	271,2	349,3	126,1	50,29	65,20
Гонконг	16,0	26,4	22,2	23,8	26,2	33,7	59,8	113,5	118,5	104,4	102,7	161,4	207,2	259,2	333,0	107,2	364,64	1797,5
Среднее	460,4	610,4	626,7	538,4	633,5	766,1	935,9	1174,8	1358,0	1380,3	1352,0	1409,8	1550,8	1660,5	1993,1	1096,7	190,43	82,59
США	26,2	31,4	30,7	38,3	45,4	54,2	63,5	74,3	71,3	69,2	61,2	67,6	69,2	71,5	78,6	56,9	121,95	159,65
Австралия	6,2	8,1	12,8	9,8	11,6	10,3	79,8	92,3	88,2	90,5	86,5	98,3	99,6	57,7	70,7	54,8	84,27	48,74
Франция	32,6	37,4	36,4	33,1	33,9	34,8	42,5	45,1	54,4	53,2	58,0	64,2	67,0	64,1	78,8	49,0	65,89	48,32
Канада	9,3	15,6	16,3	18,5	25,6	31,5	35,2	41,4	39,1	38,0	34,3	39,5	42,3	43,4	44,5	31,6	92,69	54,15
Испания	14,4	18,3	20,3	22,1	30,1	34,7	43,8	35,6	27,4	23,5	24,6	25,8	27,7	29,7	30,2	27,2	63,93	91,35
Австрия	7,7	9,6	21,6	15,2	20,2	20,6	26,9	26,4	29,2	28,6	32,2	34,6	35,6	35,5	39,8	25,6	20,86	7,83
Швейцария	9,7	14,1	14,5	14,2	15,9	20,4	25,7	31,2	33,8	30,3	29,9	28,2	26,2	32,0	42,0	24,5	207,07	177,45
Италия	3,3	6,5	7,7	7,3	10,5	17,9	36,7	40,3	39,5	33,0	31,9	32,6	30,5	25,6	24,4	23,2	38,03	37,30
Корея Республика	14,9	19,3	19,2	18,1	0,0	10,3	47,8	37,5	21,6	24,8	27,3	20,0	26,1	25,3	31,7	22,9	49,83	101,14
Швеция	6,9	12,3	9,5	11,0	12,9	18,4	22,1	33,1	32,6	29,8	24,0	28,9	30,7	33,3	46,1	23,4	97,95	88,23
Бельгия	4,0	7,0	8,0	9,2	10,8	13,7	22,5	26,1	30,8	30,2	30,5	32,0	33,1	30,9	35,0	21,6	58,17	13,12
Бразилия	4,8	5,5	10,0	9,0	13,4	13,4	15,1	21,9	24,7	29,1	21,0	33,9	36,5	36,6	39,3	21,0	35,90	15,83
Великобритания	8,5	13,7	12,8	13,6	16,9	17,8	19,5	25,7	25,1	22,1	18,5	21,9	22,9	24,5	33,1	19,8	141,58	113,59
Нидерланды	10,4	15,0	17,8	15,0	16,3	18,7	20,4	23,7	25,2	20,6	20,1	17,5	16,9	14,9	16,5	17,9	106,20	102,85
Греция	1,0	3,7	6,1	8,8	12,7	21,2	26,3	30,3	26,0	20,3	20,0	22,0	20,7	14,1	11,3	16,3	55,35	32,38
Португалия	8,1	10,8	14,2	13,3	15,2	14,5	20,1	17,1	15,6	15,2	16,5	17,3	17,1	15,5	16,1	15,1	34,48	20,03
Дания	2,5	3,2	3,6	3,6	5,1	7,7	11,3	15,9	20,5	21,3	23,5	23,3	26,6	29,1	34,6	15,5	49,93	32,69
Новая Зеландия	2,6	4,2	4,8	11,3	11,5	11,3	13,2	14,8	15,0	12,6	12,5	11,9	11,4	9,5	12,4	10,6	44,76	15,82
Среднее	9,6	13,1	14,8	15,1	17,1	20,6	31,8	35,2	34,4	32,9	31,8	34,4	35,6	33,0	38,1	26,5	76,05	64,47

Таблица 2а. Открытые инвестиционные фонды, доля ВВП, % (продолжение)

	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	Среднее	Кап./ВВП	Trade/ВВП
Япония	9,1	10,4	9,1	8,9	9,0	7,2	9,6	11,3	9,1	8,3	7,6	8,3	8,7	10,3	13,3	9,3	73,14	47,15
Германия (открытые фонды)	3,4	3,9	5,3	5,3	5,7	6,8	8,7	11,1	12,5	11,3	10,3	11,3	10,8	10,6	11,7	8,6	40,86	44,23
Финляндия	0,1	0,7	1,1	0,9	2,0	2,9	4,4	8,1	10,6	10,7	12,5	15,6	20,0	23,1	32,3	9,7	101,62	80,18
Норвегия	2,1	4,0	4,1	4,6	6,2	8,3	7,4	9,6	9,7	8,7	8,1	9,8	11,6	13,3	16,1	8,3	40,36	35,23
Чили	0,0	3,6	4,9	4,4	4,3	5,5	3,7	5,6	6,1	7,4	10,0	11,6	13,1	11,7	12,1	6,9	99,66	10,04
Словакия	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	3,2	5,2	6,4	5,8	1,4	9,58	0,97
Турция	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	1,6	3,1	3,3	5,9	6,0	6,0	1,7	33,11	54,73
Венгрия	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	1,6	3,1	3,6	4,2	4,4	6,1	4,7	4,9	5,5	6,3	3,0	27,68	19,66
Индия	2,4	2,9	3,6	2,8	2,5	2,3	2,1	2,9	3,0	3,2	4,0	5,0	4,8	5,1	6,2	3,5	40,63	39,96
Чехия	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,6	0,9	2,5	3,6	2,9	4,5	4,5	4,5	4,3	4,8	2,2	23,22	14,01
Польша	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,3	0,5	0,9	1,6	2,9	4,0	4,8	5,8	8,5	1,9	21,98	5,57
Мексика	0,0	0,0	0,0	3,1	0,0	0,0	0,0	4,0	3,2	5,1	4,7	5,0	5,2	6,2	7,5	2,9	30,02	9,89
Аргентина	0,1	0,1	0,2	0,2	0,7	1,8	2,3	2,5	2,6	1,4	1,0	1,5	1,5	2,0	2,9	1,4	31,91	3,72
Филиппины	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,2	0,1	0,3	0,6	1,0	1,1	1,5	1,3	0,4	38,38	8,70
Россия (открытые и интервальные ПИФы)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1	0,2	0,2	0,3	0,6	0,1	42,53	15,43
Румыния	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,1	0,1	0,2	0,04	12,97	1,37
МИР	14,3	17,8	17,8	19,3	22,4	26,8	35,2	41,6	40,9	40,3	37,6	41,4	42,5	43,2	49,5	31,51	417	24,4

Группа III

Приложение 3. Материалы отчета Ernst and Young

Настоящий документ содержит информацию исключительно ознакомительного характера и не может служить в качестве официальной рекомендации. «Эрнст энд Янг» не несет ответственность за возможные ошибки и упущения, а также за последствия использования настоящей публикации.

Ни одна часть настоящего исследования не может быть использована в какой бы то ни было форме (графической, электронной или механической, включая ксерокопии, цифровые носители и поисковые системы) без разрешения владельца авторского права — «Эрнст энд Янг (СНГ) Б.В.».

1. Бразилия

Основные выводы

Сильные стороны	Слабые стороны
<ul style="list-style-type: none"> • К 2007 году Бразилия привлекла за последние два года больше капитала, чем за последние двадцать лет, и стала крупнейшим в мире рынком IPO. • Практически все бразильские компании зарегистрированы на фондовой бирже Сан-Паулу (Bovespa). • Развитие законодательство в области корпоративного управления. • Высокая степень защиты частных инвесторов. • Наличие центрального контрагента для проведения расчетов по сделкам. • Финансирование иностранными инвесторами составило две трети роста бразильского фондового рынка на волне недавних изменений в сфере регулирования по образцу США. 	<ul style="list-style-type: none"> • Одна из основных проблем, стоящих перед Бразилией, — относительно низкий уровень инвестиций в инфраструктуру. • Расходы на ведение бизнеса обычно расцениваются как слишком высокие. • Комиссия по рынку ценных бумаг (CVM) признает, что существуют некоторые сложности в принуждении к выполнению требований регулирования. • На внутреннем рынке ценных бумаг, ликвидность которого по сравнению с крупными рынками США и Европы является довольно низкой, преобладают государственные облигации. • Существуют значительные различия между бразильскими стандартами бухгалтерского учета и МСФО.
Возможности	Риски
<ul style="list-style-type: none"> • Общий рост экономики. • В последнее время увеличилось значение рынка капитала. • Дальнейшее развитие и либерализация законодательства. • С 2010 года бразильские банки, финансовые институты и компании, зарегистрированные на бирже, должны перейти на МСФО. • В 2000 году в рамках BOVESPA начала работу площадка «Новый рынок» (Novo Mercado), представляющая сегмент основного рынка компаний, в добровольном порядке принявших более жесткие стандарты корпоративного управления и требования к раскрытию информации, нежели установленные бразильским законодательством. • Самый развитый рынок производных финансовых инструментов в Латинской Америке. 	<ul style="list-style-type: none"> • Растет дефицит пенсионного фонда, несмотря на реформу Конгресса по повышению минимального пенсионного возраста и введение налогов, взимаемых с пенсионеров. Из-за дефицита ограничивается выделение средств, необходимых для развития экономики Бразилии. • Высокая зависимость от экономики США.

1. Динамика основных макроэкономических показателей: 2001–2007 годы

Бразилия занимает первое место по ВВП (номинальному и паритету покупательной способности) среди стран Латинской Америки благодаря крупным и высокоразвитым отраслям экономики: сельское хозяйство, горнодобывающий сектор, промышленное производство, сектор услуг, а также многочисленные трудовые ресурсы. Бразилия активно развивает свое присутствие на международных финансовых рынках и товарно-сырьевых биржах и входит в «большую четверку» стран с развивающейся рыночной экономикой, так называемые страны БРИК (Бразилия, Россия, Индия и Китай). Основные статьи экспорта — воздушные суда, кофе, автомобили, соевые бобы, железная руда, апельсиновый сок, сталь, этанол, текстильная продукция, обувь, консервированная солонина и электротехническое оборудование. Согласно данным Международного валютного фонда и Всемирного банка, по паритету покупательной способности экономика Бразилии занимает девятое место в мире и десятое из расчета по рыночным валютным курсам.

Таблица 1. Основные макроэкономические показатели Бразилии

	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Реальный ВВП (изменение в %)	2,6	1,1	5,7	3,2	3,7	5,3
Номинальный ВВП (млрд долларов США)	505,7	552,5	663,5	881,7	1072,7	1321
Номинальный ВВП на душу населения (долларов США)	2867	3087	3654	4786	5742	6976
Валютный курс (бразильского реала за доллар США на конец периода)	3,53	3,53	2,66	2,34	2,14	1,78
Рейтинг S&P (для займов в иностранной валюте)	BB+/негативный/B	BB+/стабильный/B	BB/стабильный/B	BB/позитивный/B	BB+/стабильный/B	BB+/позитивный/B
Рейтинг агентства Fitch (для займов в иностранной валюте)	B	BB+	BB-	BB-	BB-	BB

Источник: Global Insight.

2. Основные реформы и изменения норм регулирования, способствовавшие росту рынка ценных бумаг: 2004–2007 годы

Для развития финансовой системы Бразилии правительство страны провело ряд реформ. Программа реформирования финансового сектора предусматривает: меры по повышению эффективности финансового посредничества и расширению доступа к финансовым услугам; реформы по повышению прозрачности финансовой системы и эффективности контроля и надзора как в отношении банковской системы, так и рынка ценных бумаг; шаги, направленные на создание надежной системы защитно-превентивных мер в случае финансового кризиса.

Таблица 2. Соотношение капитализации рынка и ВВП по странам в первой половине 2007 года (%)

	Корея	Бразилия	Япония	Великобритания	США	Россия
Капитализация рынка к ВВП	121,6	105,9	103,81	146,05	127,59	77,37

Источники: Bloomberg, Global Insight, «Эрнст энд Янг».

Таблица 3. Основные вопросы регулирования

Корпоративный сектор	Финансовый сектор	Либерализация рынка
<ul style="list-style-type: none"> Изменения в новом корпоративном законодательстве (Lei das Sociedades Anônimas), одобренные Конгрессом в 2001 году и вступившие в силу в марте 2002 года. Данный закон значительно расширяет права миноритарных акционеров и повышает эффективность корпоративного управления. Против закона высказались многие зарегистрированные на бирже компании, которые привыкли работать на рынке с менее строгими требованиями к листингу и раскрытию информации, а также низкими стандартами представления отчетности. 	<ul style="list-style-type: none"> В 2003 году был принят законопроект, предоставивший операционную независимость Центральному банку. Были приняты дополнительные меры по управлению кредитными рисками; особое внимание было обращено на новую систему осуществления платежей, представленную в 2002 году и позволившую сократить влияние системных рисков на Центральный банк. В декабре 2000 года девять существующих бирж объединились в единую биржу, расположенную в Сан-Паулу и принявшее название биржи Bovespa, расположенной в этом городе (официальное название — Bolsa do Brasil). 	<ul style="list-style-type: none"> В начале 2000 года Валютный совет Бразилии выпустил резолюцию 2689, в рамках которой были сняты ограничения на инвестиции нерезидентов, позволившие иностранным инвесторам осуществлять операции со всеми инвестиционными продуктами, имеющимися в распоряжении внутренних инвесторов.

Стандарты бухгалтерского учета

Существуют значительные различия между общепринятыми принципами бухгалтерского учета (ОПБУ) Бразилии и МСФО. Бразильские банки, финансовые институты и компании, зарегистрированные на бразильских биржах, перейдут на МСФО в 2010 году.

3. Финансовые рынки

Рынок акций

Рынок ценных бумаг Бразилии входит в число наиболее динамично развивающихся в Латинской Америке: на Фондовой бирже Сан-Паулу (BOVESPA) зарегистрировано почти 400 компаний. Торги акциями 37 из них также осуществляются в США, в основном в форме американских депозитарных расписок. На внутреннем рынке ценных бумаг, преобладают государственные облигации и его ликвидность является относительно низкой по сравнению с крупными рынками США и Европы. В связи с этим в предоставлении долгосрочного финансирования бразильским предприятиям фондовая биржа играла довольно скромную роль, хотя по сравнению с большинством стран Латинской Америки данный рынок является довольно крупным. По мере увеличения важности рынка капитала в последнее время данный сценарий претерпевает изменения. Дальнейшее развитие рынков капитала является ключевым стимулом роста в частном секторе Бразилии. Одним из основных факторов такого развития является рыночная дисциплина, которая возможна лишь в том случае, если финансовая информация, предоставленная компаниями, соответствует таким требованиям инвесторов, как достоверность, своевременность предоставления, надежность и возможность сопоставления по международным критериям.

Таблица 4. Соотношение показателей капитализации рынка и ВВП

	2003	2004	2005	2006	2007
Капитализация внутреннего рынка (млрд долларов США)	234	341	482	723	1 399
Номинальный ВВП (млрд долларов США)	552,5	663,5	881,7	1072,7	1321
Капитализация / ВВП (%)	42,35%	51,39%	54,67%	67,40%	105,90%

Источники: BOVESPA, Global Insight.

Таблица 5. Основные показатели финансового рынка

	2003	2004	2005	2006	2007
Капитализация внутреннего рынка (млрд долларов США)	234	341	482	723	1399
Количество компаний, зарегистрированных на бирже	391	388	343	350	-
Рыночная концентрация (%)	64,2	61,3	59,4	54,6	-
Обращаемость акций местных компаний (%)	40,2	43,0	42,8	45,5	-
Количество зарегистрированных фондов, торгуемых на бирже (ETF)	0	1	1	1	-

Источники: BOVESPA, ВФБ.

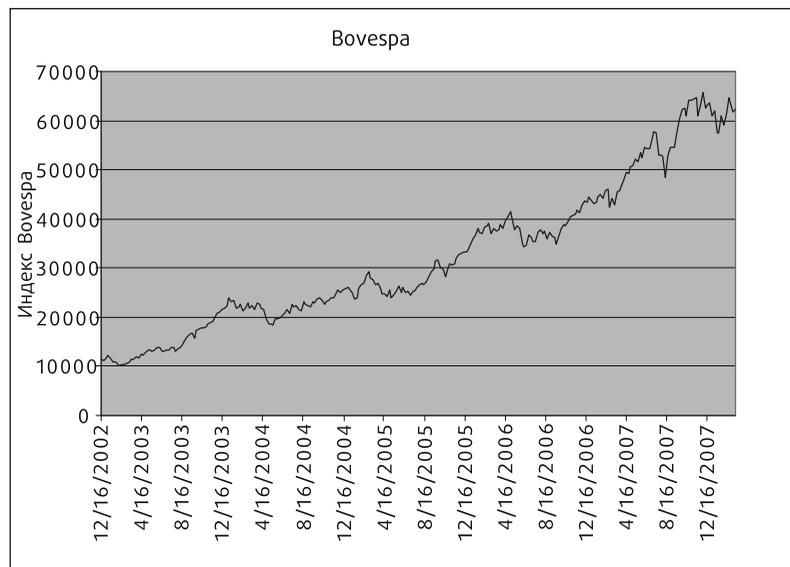
Таблица 6. Ежедневный средний объем торгов

	2004	2005	2006	2007
Ежедневный средний объем торгов на бирже Bovespa (млрд долларов США)	0,42	0,67	1,12	2,56

Источник: BOVESPA.

Основной индекс бразильского фондового рынка BOVESPA высокоспекулятивен и волатилен, однако при обычных условиях он в основном повторяет динамику торгов на Нью-Йоркской фондовой бирже (NYSE) и Nasdaq в США. Несмотря на убытки, понесенные в период с 2001 по 2002 г., биржа переживает уверенный рост с 2003 года.

Рис 1. Индекс Bovespa



Источник: Bloomberg.

IPO

В 2007 году практика проведения IPO в Бразилии была неожиданно успешной: за последние два года стране удалось привлечь больше средств, чем за предыдущие двадцать. Рынок IPO Бразилии стал третьим по величине в мире, объем привлеченных с его помощью средств составляет 10% от мирового рынка первичных размещений. Большинство бразильских компаний, размещающих акции на рынке, ориентируются либо на внутренних потребителей, либо на международных экспортеров сырьевых товаров. На фоне недавних изменений в сфере регулирования по образцу США на долю финансирования иностранных инвесторов пришлось две третьих роста бразильского фондового рынка. Биржа BOVESPA продемонстрировала свою ликвидность, разместив четыре эмиссии минимальной стоимостью 1 млрд долларов, включая собственное IPO стоимостью 3,2 млрд долларов, что является для Бразилии абсолютным рекордом.

Столь высокая активность на рынке бразильских IPO обусловлена недавно установившейся макроэкономической стабильностью, мировым спросом на экспорт Бразилии, высокими ценами на сырьевые товары, низкой инфляцией и улучшением в сфере корпоративного управления. В 2007 году 64 бразильских компании разместили акции на сумму 27,3 млрд долларов, побив рекорд 2006 года, когда рост на рынке IPO составил 251%.

Практически все бразильские компании зарегистрированы на Фондовой бирже Сан-Паулу (BOVESPA). Несмотря на то что на BOVESPA были размещены четыре эмиссии, и стоимость каждой превысила 1 млрд долларов, большинство сделок характеризуются небольшим объемом (средний размер составляет около 274,7 млн долларов). В 2007 году Bovespa провела собственное IPO стоимостью 3,2 млрд долларов, что стало абсолютным рекордом в стране. Активность по проведению IPO в Бразилии продолжает опережать рост индекса Bovespa в среднем на 11,4%, что увеличивает аппетиты инвесторов. Самым крупным IPO Бразилии за год стала эмиссия акций Фондовой биржи Сан-Паулу (BOVESPA), находящейся в собственности Bovespa Holding. Стоимость размещения составила 3,2 млрд долларов. При общей рыночной капитализации зарегистрированных компаний около 1,4 трлн долларов объем торгов на Bovespa с 2000 года увеличился в шесть раз, что помогло ей стать наиболее крупным и динамично развивающимся фондовым рынком Южной Америки.

Публичное размещение акций такой крупной товарно-фьючерсной биржи Бразилии, как Bolsa de Mercadorias & Futuros (BMF), привлекло средства в размере 2,9 млрд долларов. BMF является крупнейшим рынком производных финансовых инструментов в Латинской Америке и занимает четвертое место

в мире по торговле фьючерсами. В настоящее время между BOVESPA и BMF ведутся переговоры о слиянии, что может обеспечить Сан-Паулу статус финансового центра Латинской Америки.

Таблица 7. Статистические данные по IPO

IPO и размещения	2003	2004	2005	2006	2007
Общее число IPO на внутренних фондовых биржах		6	8	26	64
Средства, привлеченные в результате IPO на внутренних фондовых биржах (млн долл.)		1177,4	2488,1	5822,1	28 648,2
Число допэмиссий на бразильском рынке	3	5	13	19	16
Средства, привлеченные в результате допэмиссий на бразильском рынке (млн долл.)	203,7	888,9	3590,7	6404,6	7743,8

Источник: Bloomberg, BOVESPA, «Эрнст энд Янг».

В 2007 году на BOVESPA были зарегистрированы 64 новые компании, что на 146% превысило показатель 2006 года, который составил 26 новых компаний.

Согласно данным, опубликованным на 3 января, общий объем средств, привлеченных в 2007 году в результате IPO на внутреннем рынке, составил 28,7 млрд долларов. Исходя из этой суммы, доля международных инвесторов составляет 70,0%.

С 1991 года бразильские компании получили возможность привлечения средств посредством выпуска американских депозитарных расписок (ADR) и глобальных депозитарных расписок (ГДР), которые могут торговаться на свободном рынке. За последние несколько лет бразильские компании начали увеличивать объем средств, привлеченных посредством выпуска ценных бумаг на Нью-Йоркской фондовой бирже (NYSE), в связи с тем что доверие инвесторов к ценным бумагам стран Латинской Америки выросло. Тем не менее данный вид привлечения финансирования довольно дорог, и по практическим соображениям доступ к нему имеют лишь крупнейшие компании.

Торговля после IPO

По показателям прибыли от участия в проведении IPO бразильский фондовый рынок не занимает лидирующих позиций. Только 44% акций компаний, размещенных в период с 2003 по 2007 г., торговались с премией к цене размещения через год после размещения (для акций, размещенных после сентября 2006 года, в качестве периода владения рассматривался период с момента размещения до декабря 2007 года). Средняя премия за эти акции составляет приблизительно 42%.

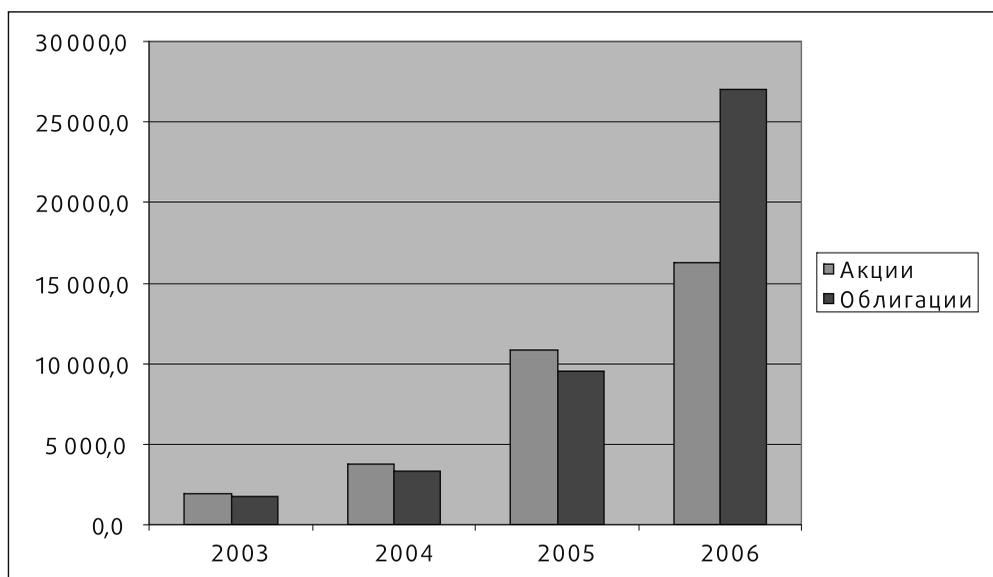
Тенденции в области привлечения капитала

Таблица 8. Финансирование с помощью долевых ценных бумаг и корпоративных облигаций (млн долларов США)

	2003	2004	2005	2006
Акции	1 955,1	3 787,5	10 885,7	16 241,0
Облигации	1 724,7	3 309,6	9 562,3	27 031,4

Источник: ВФБ.

Таблица 9. Тенденции в области привлечения капитала



Freeboard

В 2002 году биржа BOVESPA приобрела внебиржевую торговую систему Soma (Sociedade Operadora do Mercado de Ativos) за 1 млн долларов. Soma стала вспомогательным подразделением BOVESPA; на Soma осуществляются торги акциями компаний с низким уровнем капитализации.

Рынок облигаций

Согласно данным Комиссии по ценным бумагам, в 2006 году объем выпуска местных облигаций существенно увеличился до 39,1 млрд долларов, после резкого роста до 17,7 млрд долларов в 2005 году с 3,6 млрд долларов в 2004 году (в 2003 году показатель составил лишь 0,74 млрд долларов). За 2006 год было размещено 47 эмиссий, за 2005 – 45. Доступ как на местные, так и международные рынки облигаций имеют лишь крупные и хорошо известные компании, несмотря на то, что оба типа рынков остаются ограниченным источником средств и подвержены влиянию волатильности, наблюдаемой на финансовых рынках.

Бразильский рынок федеральных долговых обязательств является одним из наиболее ликвидных и сложных среди стран с развивающейся рыночной экономикой благодаря широкому ряду предлагаемых долговых инструментов (облигации с фиксированной ставкой, облигации с плавающей ставкой, а также облигации, индексируемые с учетом инфляции). Сектор государственных долговых обязательств является более развитым, нежели сектор корпоративных облигаций. Инструменты с фиксированным доходом торгуются на регулируемом рынке в специальной торговой системе BOVESPA FIX, которая представляет собой интегрированную платформу для осуществления торговых, депозитарных и расчетных операций с облигациями компаний. Система позволяет инвесторам торговать среди прочих необеспеченными долговыми обязательствами, коммерческими векселями и ценными бумагами, обеспеченными активами, а также обеспечивает прозрачность сделок, так как данные о ценах и предложениях представляются всем участникам рынка в режиме реального времени. Такой принцип работы позволяет усовершенствовать процессы выявления цены и корректировки «по рынку» портфелей институциональных инвесторов. Расчет по сделкам на BOVESPA FIX производится через бразильскую депозитарно-клиринговую корпорацию CBLC по формуле T+0 и T+1.

Таблица 10. Статистика рынка облигаций Бразилии

	2003	2004	2005	2006	2007
Международные долговые ценные бумаги – корпоративные эмитенты (непогашенная задолженность, млрд долларов)	13,7	10,7	10,8	13,9	14,2
Международные долговые ценные бумаги – финансовые институты (непогашенная задолженность, млрд долларов)	34,0	34,9	35,5	43,2	50,1
Внутренние долговые ценные бумаги – финансовые институты (непогашенная задолженность, млрд долларов)	52,1	74,4	125,5	178,2	234,5 (3-й кв.)
Внутренние долговые ценные бумаги – корпоративные эмитенты (непогашенная задолженность, млрд долларов)	2,7	4,0	4,8	5,7	6,9 (3-й кв.)

Источник: www.biz.org.

Рынок производных финансовых инструментов

Торговля производными финансовыми инструментами по акциям осуществляется на площадке BOVESPA. Торговые операции с другими типами производных финансовых инструментов (по валюте, сырьевым товарам, индексам и т. п.) сконцентрированы на Бразильской товарно-фьючерсной бирже (BM&F). BM&F занимает лидирующие позиции в области торговли фьючерсами в Латинской Америке и входит в число крупнейших бирж по торговле производными финансовыми инструментами в мире.

4. Инфраструктура рынка

Основным регулирующим органом финансового рынка является Комиссия по финансовому надзору – организация, не зависящая от Центрального банка и Министерства финансов. Комиссия по финансовому надзору контролирует деятельность Комиссии по ценным бумагам и фьючерсам, осуществляющей функции регулирующего органа рынка капитала.

Биржи и альтернативные рынки

BOVESPA является основной и единственной биржей Бразилии, на которой осуществляются сделки с акциями бразильских компаний. Биржа была основана 23 августа 1890 года и в течение многих лет оказывает услуги бразильскому рынку капитала и экономике страны. В рамках процесса реструктуризации рынка капитала Бразилии, завершено в 2000 году, BOVESPA стала фондовой биржей Бразилии. В структуру BOVESPA входят не только фондовый рынок, но и вспомогательное подразделение под названием SOMA — Sociedade Operadora do Mercado de Ativos, а также дочерняя компания Bovespa Servicos, предоставляющая услуги в области информационных технологий. В 1997 году BOVESPA также учредила расчетную палату, получившую название CBLC – Companhia Brasileira de Liquidação e Custódia, занимающуюся клирингом и расчетами по операциям всего бразильского фондового рынка.

В 2000 году в рамках BOVESPA начала работу площадка «Новый рынок» (Novo Mercado), представляющая сегмент основного рынка для акций, выпущенных компаниями, которые в добровольном порядке приняли более строгие по сравнению с бразильским законодательством стандарты корпоративного управления и требования к составлению финансовой отчетности.

В результате корпоративной реструктуризации с 28 августа 2007 года BOVESPA более не является некоммерческой организацией, а функционирует в форме акционерного общества. В результате такой корпоративной реструктуризации был создан BOVESPA Holding, в структуру которого входят полностью принадлежащие ему дочерние компании: Фондовая биржа Сан-Паулу (BVSP) – ответственная за операции фондовой биржи и организованных внебиржевых рынков – и Бразильская депозитарно-клиринговая компания (CBLC).

В октябре 2007 года Bovespa Holding S.A. – контролирующий акционер Фондовой биржи Сан-Паулу (BVSP) — и Бразильская депозитарно-клиринговая компания осуществили процедуру листинга своих акций на торговой площадке «Новый рынок» BOVESPA.

Процедуры торгов

В октябре 2005 года BOVESPA упразднила свою торговую площадку, и все торги теперь осуществляются исключительно через электронную торговую систему MEGA BOLSA.

Поддержание порядка проведения торгов

В сентябре 2003 года BOVESPA ввела институт маркетмейкеров – официально уполномоченных организаций, цель которых — способствовать повышению ликвидности заранее установленной группы активов. Роль маркетмейкеров BOVESPA могут играть:

- члены биржи;
- брокеры и дилеры, не являющиеся членами;
- инвестиционные банки;
- универсальные банки, управляющие портфельными инвестициями.

Маркетмейкеры берут на себя обязательство ежедневно участвовать в торгах с твердыми предложениями о покупке и продаже определенного количества активов. Регистрируя свои предложения, маркетмейкеры устанавливают биржевые котировки на торгуемые ценные бумаги, в том числе и на низколиквидные активы.

BOVESPA также разработала систему «Домашний брокер» – интернет-среду, позволяющую физическим лицам в Бразилии получать доступ к фондовому рынку.

Расчеты по операциям с ценными бумагами

Расчеты производятся CBLC (Бразильской депозитарно-клиринговой компанией) на третий рабочий день после даты торгов. CBLC (Бразильская депозитарно-клиринговая компания) выполняет функции Центрального депозитария ценных бумаг, Системы расчетов по операциям с ценными бумагами и Главного контрагента по сделкам с долевыми ценными бумагами, производными финансовыми инструментами и корпоративными долговыми инструментами. CBLC является коммерческой организацией, владельцами которой являются участники рынка, и саморегулируемой организацией под надзором Бразильской комиссии по ценным бумагам и Центрального банка.

5. Финансовые институты

Рынок ценных бумаг регулируется и контролируется Национальным валютным советом, высшим регулирующим органом финансовой системы, и Бразильской комиссией по ценным бумагам (CVM), независимым федеральным агентством, связанным с Министерством финансов. Бразильская комиссия по ценным бумагам (CVM) была учреждена на основании принятого Конгрессом Закона № 6385/76, предоставляющего этому агентству регулирующие полномочия по отношению ко всем участникам, услугам и видам деятельности рынка ценных бумаг, включая биржи, брокерские фирмы, публичные компании и инвесторов. Закон дает CVM право расследовать и оценивать нарушения на рынке и наказывать за них. Комиссия по ценным бумагам (Comissao de Valores Mobiliarios — CVM) осуществляет надзор за всей деятельностью на рынке. В соответствии с законодательством Бразилии BOVESPA предоставлены полномочия саморегулируемого органа, что дает BOVESPA право устанавливать правила и процедуры, в том числе применительно к поведению, и контролировать их выполнение брокерскими фирмами, зарегистрированными компаниями и инвесторами.

Компании, осуществляющие управление активами, имеют в Бразилии ограниченную сферу деятельности в связи с низким уровнем государственных и частных сбережений. В областях с высокими темпами роста активов, таких как паевые инвестиционные фонды, национальные и иностранные банки создали существенные управленческие структуры и продолжают расширять свои сети.

Доля характерных для других стран источников средств, переданных в управление, таких как пенсионные сбережения и привлеченные банками средства физических лиц, остается в Бразилии незначительной. Государственная пенсионная система совсем недавно стала функционировать стабильно, а большинство частных пенсионных фондов по-прежнему управляются созданными их организациями самостоятельно или специально учрежденными некоммерческими фондами.

Состоятельные вкладчики продолжают хранить свои ликвидные активы за пределами страны, либо в офшорных центрах, либо в оншорных финансовых центрах, таких как Майами, Нью-Йорк или Швейцария. Налоговые органы активизировали свои усилия по отслеживанию офшорных средств, но уклонение от уплаты налогов остается в Бразилии серьезной проблемой.

6. Инвесторы

Структура инвесторов: статистика за 2003–2007 годы

Таблица 16. Объем торгов на фондовом рынке по группам инвесторов (%)

	2003	2004	2005	2006	2007
Физические лица	26,2	27,5	25,4	24,6	23,0
Институциональные	27,6	28,1	27,5	27,2	29,7
Международные	24,1	27,3	32,8	35,5	34,5
Компании	4,1	3,4	2,6	2,3	2,4
Финансовые организации	18,0	13,8	11,7	10,4	10,4

Источник: BOVESPA.

Защита прав инвесторов

На фондовой бирже BOVESPA существует несколько правил, обеспечивающих защиту инвесторов. Регулируются действия должностных лиц, сотрудников или агентов брокерских фирм, являющихся членами фондовой биржи BOVESPA или утвержденных ей, получивших от инвесторов заявку сделок с участием посредников и осуществления депозитарной деятельности, в частности, в случаях неисполнения или ненадлежащего исполнения требований; неразрешенного использования денежных средств или ценных бумаг, в том числе осуществления сделок с привлечением финансирования или купли-продажи акций на бирже (маржинальный счет); передачи клиенту незаконных ценных бумаг или ценных бумаг, запрещенных к обращению; отсутствия доказательств подлинности индоссамента на ценных бумагах или недействительности доверенности или документа, необходимого для передачи ценных бумаг; прекращение обращения ценных бумаг.

Недавно BOVESPA начала торги нового инвестиционного продукта Protected and Participative Investment (Protecao do Investimento com Participacao — POP). Подобный продукт защищает частных инвесторов от возможных убытков.

Согласно стандартам компании ежеквартально подготавливают управленческие отчеты. Общие собрания акционеров проходят в удобное для посещения время. Все вопросы, предлагаемые к рассмотрению миноритарными акционерами, должны быть включены в повестку дня, а уведомления о проведении соб-

рания должны содержать достоверную и полную информацию о темах, подлежащих обсуждению. Если компания реализует программы выпуска иностранных депозитарных расписок, таких как, например, американские депозитарные расписки (АДР) или глобальные депозитарные расписки (ГДР), собрание создается не позднее чем за 40 дней до даты его проведения.

«Новый рынок» (Novo Mercado)

Специальный сегмент, Novo Mercado, сформирован для компаний, добровольно подписавших договор с BOVESPA и, следовательно, принявших более строгие стандарты корпоративного управления, нежели установленные законодательством. Другими словами, регистрация компании в данном специальном сегменте требует соблюдения ряда корпоративных правил, расширяющих права акционеров и требующих принятия политики, нацеленной на повышение прозрачности путем раскрытия и распространения исчерпывающей информации.

Ожидается, что правила «Нового рынка» (Novo Mercado) приведут к изменениям в новом законе о корпорациях (Lei das Sociedades Anonimas), утвержденном Конгрессом в 2001 году. Закон, вступивший в силу в марте 2002 года с целью улучшить права миноритарных акционеров, предусматривает более строгие правила корпоративного управления и улучшает правила раскрытия информации. Бразильская комиссия по ценным бумагам (Comissao de Valores Mobiliarios—CVM) в июне 2002 года опубликовала ряд рекомендаций для компаний, добровольно принимающих стандарты корпоративного управления.

На Novo Mercado действуют правила притока иностранного капитала в соответствии с американскими стандартами корпоративного управления, правила «одна акция – один голос», требования к большей прозрачности, правила защиты миноритарных акционеров и требования к повышенному качеству раскрываемой информации.

Благодаря законодательным изменениям, повышающим уровень комфорта международных инвесторов на бразильских площадках, иностранные инвесторы во многом способствовали развитию биржевого рынка Бразилии. За последние несколько лет крупные международные инвесторы приобрели более двух третей всех акций, котируемых на бразильских биржах.

7. Глобализация рынков ценных бумаг

Устранение ограничений для иностранных инвестиций

Впервые иностранные инвестиции были разрешены 31 мая 1991 года. В начале 2000 года Валютный совет Бразилии выпустил резолюцию 2689, в рамках которой были сняты ограничения на инвестиции нерезидентов, позволившие иностранным инвесторам осуществлять операции со всеми инвестиционными продуктами, имеющимися в распоряжении внутренних инвесторов. Кроме того, новое законодательство разрешает и упрощает процедуры привлечения инвестиций от физических лиц.

В 2007 году иностранные инвесторы профинансировали свыше двух третей бразильского фондового рынка. Сегодня как частные, так и институциональные иностранные инвесторы, могут вкладывать в бразильский рынок ценных бумаг.

Компании-нерезиденты вправе инвестировать в фондовые рынки, рынки бумаг с фиксированной процентной ставкой, рынки деривативных инструментов. Нерезидентам также доступны и многие другие возможности, которые ранее предоставлялись только резидентам. Сняты все ограничения на состав портфеля и на перевод ресурсов с одного рынка на другой.

Инвесторы, не являющиеся резидентами, должны выбрать юридического и налогового представителей, а также посредника, ответственного за исполнение требований к раскрытию информации и за регистрацию в Центральном банке и Комиссии по ценным бумагам.

Финансовые активы и ценные бумаги, котируемые на бирже, а также иные формы финансовых инструментов подлежат регистрации, находятся на хранении или на депозитных счетах в соответствующих компетентных учреждениях или в иных регистрационных, расчетных или депозитарных учреждениях, признанных и утвержденных Комиссией по ценным бумагам и биржам Бразилии или Центральным банком Бразилии.

Бразильским законодательством не предусмотрено ограничений в отношении зарубежных переводов доходов с капитала, дивидендов и процентов. Прямые и косвенные иностранные инвестиции могут быть свободно репатрированы. Перевод денежных средств внутри страны и репатриация средств подлежат регистрации в Центральном банке Бразилии. Местный администратор иностранного инвестора при необходимости предоставляет в компетентные органы отчет по сделкам.

8. Вопросы налогообложения

Вопросы налогообложения занимают важное место как в развитии экономики страны в целом, так и в развитии рынка ценных бумаг в частности. При этом наиболее важным представляется не столько наличие определенных налоговых льгот для участников рынка ценных бумаг, сколько наличие развитой и эффективной системы налогообложения в целом. Так, некоторыми ключевыми налоговыми вопросами, влияющими на принятие инвестиционного решения, являются: 1) наличие действующего налогового законодательства; 2) общий уровень налоговой нагрузки на инвесторов; 3) определенность в налогообложении операций с ценными бумагами; 4) наличие эффективных механизмов урегулирования вопросов по неоднозначным налоговым вопросам; 5) эффективное взаимодействие налоговых органов с налогоплательщиками в рамках четко определенного правового поля; 6) наличие международных договоров об избежании двойного налогообложения.

Бразилия относится к странам с традиционной системой налогообложения, то есть не позиционируется как страна с льготным налогообложением.

В следующей таблице представлены основные налоги, применяемые к доходам предприятий, осуществляющим налогооблагаемую деятельность в Бразилии.

Наименование налога	Ставка, %
Налог на доход, включая налог на прирост стоимости	34
Налог на доходы, удерживаемый у источника выплаты	
• дивидендов	0
• процентов	15
• роялти	15
• прирост стоимости	15/25
Налог на осуществление финансовой деятельности	0,38

Налоговая система Бразилии характеризуется большим разнообразием налогов. Занятое население облагается совокупностью налогов, формирующих для организаций относительно высокое налоговое бремя, одновременно делая рабочую силу в Бразилии одной из самых дорогих в мире. Договоры об избежании двойного налогообложения заключены с более 30 странами.

Ряд финансовых операций, например, выдача ссуд, краткосрочные валютные сделки, облагаются налогом на финансовые операции в размере 0,0041% за день. Инвестиционная деятельность облагается налогом на финансовые сделки по ставке 0,38% за сделку, исключение составляют инвестиции в государственные ценные бумаги и ценные бумаги бразильских компаний-резидентов.

С целью развития северных регионов страны для инвестиционных компаний предусмотрен 75% налоговый вычет из суммы налога на прибыль. С этой целью также предусмотрены освобождение от ряда местных налогов и снижение ставки НДС.

Для компаний, участвующих в ряде социальных программ, предусмотрены льготы по налогу на прибыль в размере 4%.

Бразилия заключила международные договоры об избежании двойного налогообложения с более чем 28 странами мира.

Налоговые льготы для физических лиц

Доход физических лиц облагается налогом по прогрессивной шкале от 0 до 27,5%.

Налоговая система Бразилии не предусматривает существенных льгот по налогообложению физических лиц.

2. Великобритания

Основные выводы

Сильные стороны	Слабые стороны
<ul style="list-style-type: none"> • Мировой финансовый центр с прямым доступом к финансовым рынкам, потребителям и поставщикам профессиональных услуг. Как и в Нью-Йорке, все основные инвестиционные банки и брокеры имеют существенное присутствие в Лондоне. Лондон – важнейший мировой финансовый центр. Лондонская фондовая биржа является наиболее привлекательной европейской биржей для листинга. • Хорошо развитая инфраструктура финансового рынка. • Большой объем капитала для всех видов ценных бумаг. Хорошая ликвидность. • Основанные на принципах требования, предъявляемые к листингу, и требования эффективного корпоративного управления. • Концентрация специалистов, участвующих в рыночных операциях. • Отсутствие ограничений в отношении движения капитала, хотя в стране действуют требования по раскрытию информации такого рода для целей формирования статистической базы данных и противодействия легализации денежных средств, полученных преступным путем. • Общая стоимость доступа к капиталу в Лондоне ниже, чем брокерские комиссии в США (более выгодные ценовые скидки при IPO, комиссия за андеррайтинг ниже на 50%, более низкий объем вознаграждения за оказание профессиональных услуг в целом). 	<ul style="list-style-type: none"> • Невыгодное положение относительно конкурентов в плане налогового режима по налогу на прибыль предприятий и налогу на личные доходы.
Возможности	Риски
<ul style="list-style-type: none"> • Слияние и поглощение с другими международными биржами. • Появление новых инструментов на рынке. 	<ul style="list-style-type: none"> • Жесткая конкуренция со стороны других основных мировых и международных финансовых центров (Нью-Йорк по-прежнему является устойчивым рынком, Гонконг привлек огромные суммы нового капитала в ходе IPO в 2006 году). • Повышение ликвидности на местном уровне и интереса международных инвесторов позволило компаниям провести размещение ценных бумаг на местных биржах.

1. Динамика основных макроэкономических показателей: 2001–2007 годы

Великобритания является одной из самых дружественных стран мира для ведения бизнеса и иностранных инвестиций. Местные финансовые рынки открыты для конкуренции из-за рубежа уже в течение длительного времени, однако отечественные организации утратили свои лидирующие позиции только в инвестиционно-банковской сфере. Лондон является одним из крупнейших мировых финансовых центров с высокоразвитыми рынками для всех видов ценных бумаг, валют, производных финансовых инструментов и инструментов денежного рынка.

Таблица 1. Основные макроэкономические показатели Великобритании

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Реальный ВВП (изменение в %)	2,4	2,1	2,8	3,3	1,8	2,8	3,1
Номинальный ВВП (млрд долларов)	1 446,1	1587,4	1 830,8	2 170,2	2 242,8	2 398,5	2 770,8
Номинальный ВВП на душу населения (долларов)	24 463	26 759	30 742	36 271	37 249	39 623	45 443
Индекс потребительских цен (изменение в %)	1,2	1,3	1,4	1,3	2	2,3	2,3
Валютный курс (английских фунтов за доллар США на конец периода)	0,69	0,62	0,56	0,52	0,58	0,51	0,5

Источник: информация Global Insight.

2. Основные реформы и изменения норм регулирования, способствовавшие росту рынка ценных бумаг: 2004–2007 годы

Инфраструктура рынка в Великобритании является одной из наиболее развитых в мире. Финансовые рынки функционируют в стране в течение длительного времени. Но власти страны продолжают совершенствовать законодательство. Правила листинга в Великобритании основаны на принципе «соблюдай или объясняй», нормативно-правовой концепции, которая допускает большую гибкость и при этом создает надежную защиту инвесторов, не перегружая компании дорогостоящими и ненужными обязательствами. Подход Великобритании, основанный на принципах, фундаментально отличается от предписательного подхода США, основанного на нормах, изложенных в Законе Сарбейнса-Оксли. В результате Великобритания создала более экономически эффективную и прагматичную структуру по сравнению с США.

Передовая система корпоративного управления Великобритании, известная как «Объединенный кодекс», считается одной из самых лучших в мире согласно рейтингам «Новое глобальное корпоративное управление» за сентябрь 2006 года. Корпоративное управление, основанное на принципах, дает компаниям свободу действий, позволяя инвесторам принимать обоснованные решения.

Общая стоимость доступа к капиталу в Лондоне ниже, чем тарифы в США (более выгодные ценовые скидки при IPO, стоимость андеррайтинга ниже на 50%, более низкий объем вознаграждения за оказание профессиональных услуг в целом).

Таблица 2. Соотношение капитализации рынка и ВВП в 2007 году по странам (%)

	Китай	Тайвань	Япония	Великобритания	США	Россия
Рыночная капитализация / ВВП	137,52	182,96	103,81	146,05	127,59	77,37

Источники: Bloomberg, Global Insight, «Эрнст энд Янг».

Стандарты бухгалтерского учета

UK GAAP приняты в качестве стандарта бухгалтерского учета в Великобритании.

3. Финансовые рынки

Рынки акций

Несмотря на то что в начале десятилетия количество новых размещений акций на основной площадке Лондонской фондовой биржи снизилось вследствие снижения объема торгов, процесс восстановления начался в 2003 году, и ситуация продолжает улучшаться. Объем привлеченных средств значительно увеличился, так же как и количество размещений иностранных компаний.

Таблица 3. Динамика соотношения рыночной капитализации и ВВП

	2003	2004	2005	2006	2007
Рыночная капитализация (млрд долларов)	2375	2755	3053	3808	4047
ВВП (млрд долларов)	1830,8	2170,2	2242,8	2398,5	2770,8
Капитализация/ВВП (%)	129,72%	126,95%	136,12%	158,77%	146,05%

Источники: Bloomberg, Global Insight.

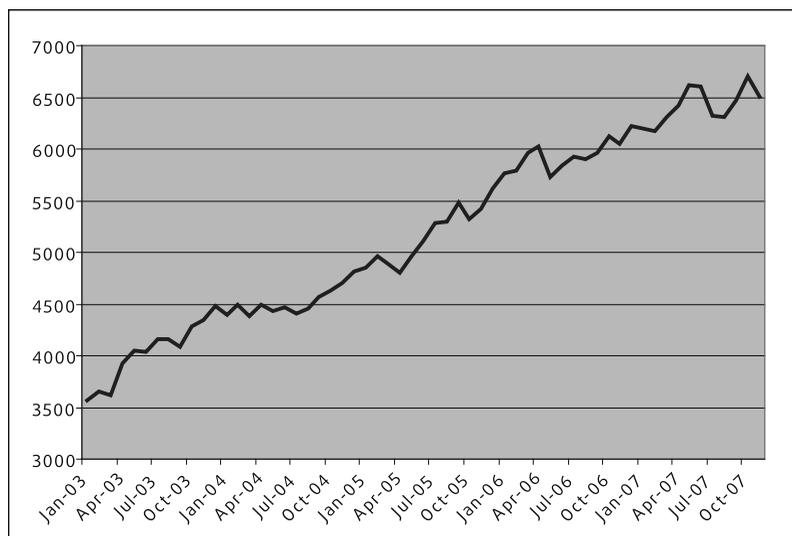
Таблица 4. Основные параметры финансового рынка

	2003	2004	2005	2006	Первое полугодие 2007
Капитализация внутреннего рынка, млрд долларов	2375	2755	3053	3808	4047
Количество компаний, имеющих листинг	9763	10 243	11 009	12 620	
Рыночная концентрация	42,7%	40,2%	40,9%	37,1%	
Обращаемость акций отечественных компаний	106,6%	116,6%	110,1%	124,8%	

Источники: Bloomberg, ВФБ.

Наиболее отслеживаемым индексом по акциям является публикуемый газетой Financial Times фондовый индекс, основанный на курсах ведущих акций, известный как индекс FTSE 100 (или "Footsie"). Этот индекс основан на курсах акций 100 крупнейших компаний, размещенных на Лондонской фондовой бирже. Акции, используемые для расчета этого индекса, могут меняться время от времени в результате поглощений компаний, слияний, новых выпусков акций и размещений, а также обычного увеличения или снижения курса. 1 ноября 2007 года индекс FTSE 100 закрылся на отметке 6502, достигнув наибольшего значения (6751,7) в октябре.

Рис 1. Динамика индекса FTSE



Источник: Bloomberg.

IPO

Таблица 5. Статистика IPO

IPO и другие размещения акций	2003	2004	2005	2006	2007
Количество IPO внутри страны	24	75	83	110	82
Объем средств, привлеченных в результате IPO внутри страны (млн долларов)	5514,7	6924,9	18 835,5	30 158,4	35 825,6
Вторичные размещения внутри страны	90	70	117	179	158
Объем средств, привлеченных в результате вторичных размещений внутри страны (млн долларов)	10 696,5	22 158,5	21 521,4	26 393,3	29 906,1
Количество IPO национальных компаний за рубежом	1	1	4	1	2
Объем средств, привлеченных в результате IPO национальных компаний за рубежом (млн долларов)	30	75,4	2 326,1	3,2	42
Количество вторичных размещений национальных компаний за рубежом	2	4	2	5	2
Объем средств, привлеченных в результате вторичных размещений национальных компаний за рубежом (млн долларов)	759,5	2 052,6	725,6	222,6	199,9

Источник: Bloomberg.

Таблица 6. Количество IPO на основном рынке и рынке альтернативных инвестиций (AIM)

	2003	2004	2005	2006	5 месяцев 2007
AIM	54	94	302	315	243
Основной рынок / PSM	28	24	65	94	80

Источник: Лондонская фондовая биржа.

Таблица 7. Международные IPO на фондовых биржах за 2006 год

Лондон	95
Nasdaq	22
NYSE	18
Euronext	11
Deutsche Borse	10

Источник: Лондонская фондовая биржа.

Торговля после IPO

Великобритания занимает лидирующие позиции по объему прибыли, полученной в результате участия в IPO. Около 61,8% акций компаний, размещенных в 2003-2007 годах, торговались с премией к цене размещения через год после размещения (для акций, размещенных после сентября 2006 года, в качестве периода владения рассматривался период с момента размещения до сентября 2007 год). Средний размер премии для таких акций составляет приблизительно 65%.

Тенденции в области привлечения капитала

В Великобритании доступны любые формы привлечения капитала. Существует конкуренция между внутренними и иностранными банками по предоставлению краткосрочных и долгосрочных кредитов. Институциональные и розничные инвесторы по-прежнему желают принимать долговые и долевые обязательства, хотя это все еще затруднительно для менее крупных компаний. Лизинг, факторинг и частные инвестиции представляют собой финансовые методы, широко используемые для малых и средних предприятий. Также с 1 января 2007 года появились инвестиционные фонды недвижимости (REIT), основанные на модели фондов, существующих в США.

Таблица 8. Капитал, привлеченный в результате выпуска облигаций по сравнению с акциями

	Млн долларов			
	2003	2004	2005	2006
Акции	30,215.80	32,480.40	51,838.00	94,368.00
Облигации	446,313.50	489,641.40	678,693.10	918,301.90

Источник: ВФБ.

Торговая площадка для предприятий малого и среднего бизнеса (SME) и Freeboard

AIM является рынком Лондонской фондовой биржи для малых и растущих компаний. Торги начались в июне 1995 года. AIM представляет собой отдельный рынок, который имеет свои особенности, руководство и маркетинговую группу, но его деятельность контролируется биржей. В отличие от основной площадки выход на AIM осуществляется на основе документа о допуске на AIM, который отвечает требованиям «Объявления открытой подписки на акции» в соответствии с «Правилами сделок с ценными бумагами 1995 года» и дополнительной информации, которая является важной, по мнению биржи, для защиты интересов инвесторов (см. также раздел «Требования листинга»).

Рынок облигаций

Корпорации могут выпускать облигации как в фунтах стерлингов, так и в иностранных валютах. Займы в иностранной валюте отражают не только финансирование иностранными аффилированными компаниями, но и преимущества перевода займов в иностранной валюте в фунты стерлингов для использования внутри страны. Как правило, в облигации инвестируют либо страховые компании, имеющие четкое представление о фирмах-заемщиках, либо некоторые специализированные владельцы капитала. Розничные инвесторы более заинтересованы в корпоративных облигациях, но предпочитают инвестировать средства через инвестиционные фонды, чем в результате прямых покупок.

Таблица 9. Статистика рынка облигаций Великобритании

	2003	2004	2005	2006	2007
Международные долговые ценные бумаги – корпоративные эмитенты (непогашенная задолженность, млрд долларов)	205,2	218,2	202,8	257	283
Международные долговые ценные бумаги – финансовые институты (непогашенная задолженность, млрд долларов)	869,3	1153,1	1323	1796,7	2195,4
Внутренние долговые ценные бумаги – финансовые институты (непогашенная задолженность, млрд долларов)	285,3	334,7	300,5	379,4	-
Внутренние долговые ценные бумаги – корпоративные эмитенты (непогашенная задолженность, млрд долларов)	31	31,9	22,7	23,1	-

Источник: www.bis.org

Рынок производных финансовых инструментов

EDX London Ltd является биржей производных финансовых инструментов под управлением Лондонской фондовой биржи. Рынок был образован в 2003 году для целей объединения ликвидности и передового опыта Лондонской фондовой биржи и передовой технологии использования производных финансовых инструментов, предложенной OMX AB. Члены EDX могут торговать стандартизированными или гибкими фьючерсами и опционами на индексы или акции на трех связанных международных биржах: Стокгольмской фондовой бирже, Копенгагенской фондовой бирже и фондовой бирже Осло.

Торги происходят на основе электронной торговой платформы CLICK. Расчеты по торгам осуществляются при помощи технологии SECUR через LCH.Clearnet. Около 150 контрактов имеются в наличии для торговли на EDX London.

4. Инфраструктура рынка

Биржи и альтернативные рынки

Министерство финансов несет ответственность за регулирование сектора финансовых услуг и осуществляет деятельность через Управление по финансовому регулированию и надзору (FSA) и Банк Англии.

Управление по финансовому регулированию и надзору является независимым неправительственным органом, который был создан в соответствии с Законом о финансовых услугах и рынках от 2000 года для целей регулирования сектора финансовых услуг в Великобритании. В соответствии с Законом о финансовых услугах и рынках четыре основополагающие цели деятельности FSA заключаются в следующем:

- поддержание доверия к финансовой системе Великобритании;
- повышение уровня общественного понимания финансовой системы;
- сохранение надлежащей степени защиты потребителей;
- содействие снижению уровня преступности в финансовой сфере.

Лондонская фондовая биржа регулирует рыночную деятельность в качестве признанной инвестиционной биржи (RIE), а Управление по финансовому регулированию и надзору контролирует компании, зарегистрированные на основном рынке биржи.

На основном рынке компании имеют возможность выбора между основным или вторичным котировальным списком.

Для того чтобы попасть в первичный список, компания должна соответствовать высочайшим стандартам, предъявляемым к регулированию и раскрытию информации в Европе, причем не обязательно это должно быть первое или единственное размещение.

Компания, которая уже зарегистрирована на бирже в стране нахождения, может выбрать размещение в Великобритании, сохранив листинг на внутреннем рынке.

В первичный котировальный лист могут быть включены исключительно обыкновенные акции (нельзя размещать долговые и депозитарные расписки (DRs)). Листинговые требования для DR отличаются от требований основного (первичного) листинга.

В рамках основного рынка существуют специальные объединения по определенным секторам. Одним из наиболее известных является techMARK, международный рынок для компаний, работающих в области современных технологий; был открыт в 1999 году. Также существует techMARK mediscience — рынок для размещения акций компаний, работающих в области здравоохранения.

Таблица 10. Условия размещения на Лондонской фондовой бирже

	Основная площадка	AIM
Доход, выручка и/или прибыль	75% результатов деятельности заявителя должно быть подтверждено динамикой прибыли за три года	Не применимо
Количество акций в обращении и рыночная капитализация	Рыночная капитализация должна составлять не менее 1,4 млн долларов	Не применимо
Срок деятельности	Три года	Не применимо
Оборотный капитал и / или активы	Достаточный объем оборотного капитала для осуществления деятельности как минимум в последующие 12 месяцев	Достаточный объем оборотного капитала для осуществления деятельности как минимум в последующие 12 месяцев
Количество акционеров и / или распределение акций среди акционеров	Требования отсутствуют, однако не менее 25% акций должно находиться в свободном обращении.	Не применимо
Срок запрета продажи (lock up)	В некоторых случаях может потребоваться установление 12-месячного срока запрета продажи акций в случае частичной распродажи акций	Заинтересованные стороны, в том числе акционеры, которым принадлежит более 10% акций компаний, торгующихся менее двух лет, не имеют права продавать акции в течение года с момента их выпуска. Компании, работающие в области разведки и добычи ресурсов, не являющиеся независимыми компаниями и получающие выручку не менее чем в течение двух лет, должны гарантировать, что все связанные стороны и соответствующие сотрудники соблюдают требование Правила 7 AIM о запрете продажи акций. Как правило, назначенные консультанты требуют установления срока запрета продаж даже для компаний, имеющих необходимый опыт, для того чтобы завоевать доверие инвесторов и содействовать поддержанию благоприятного положения акций компании на рынке. В определенных случаях могут быть сделаны исключения для частных инвесторов

Особые требования, предъявляемые к иностранным эмитентам.

Если эмитенты являются иностранными компаниями, они должны соблюдать требования:

- любой иностранной фондовой биржи, на которой они размещают свои ценные бумаги;
- любого соответствующего органа власти или подобного регулирующего органа, который регулирует размещение.

В случае размещения ценных бумаг Управлением Великобритании по листингу (UKLA) и на зарубежных фондовых биржах эмитент должен гарантировать, что соответствующая информация одновременно становится известной общественности (посредством уведомления Нормативно-правовой информационной службы) и на каждой прочей фондовой бирже.

В случае заявки на вторичное размещение долевых ценных бумаг иностранная компания, желающая зарегистрироваться на фондовой бирже Великобритании, должна соблюдать нормативные критерии Управления Великобритании по листингу. Иностранные эмитенты, желающие провести вторичное размещение, должны уведомить биржу о любых изменениях в структуре капитала или основных заинтересованных лиц в компании.

Иностранный эмитент, подающий заявку на вторичное размещение долевых ценных бумаг, должен выполнять стандартные требования, предъявляемые к любым предполагаемым размещениям.

В случае подачи заявки на получение допуска для определенного класса акций к дате допуска установленное количество акций данного класса ($\geq 25\%$) должно находиться в публичном обращении на территории одного или нескольких государств в пределах европейской экономической зоны. Возможен учет владельцев на территории одной или нескольких стран, не входящих в европейскую экономическую зону, если акции размещены в такой стране или странах.

Акции компании, учрежденной за пределами европейской экономической зоны, не зарегистрированной на бирже страны регистрации или страны, на территории которой присутствует основной пакет акций такой компании, могут быть допущены к торговле только в том случае, если FSA сделало заключение о том, что факт отсутствия регистрации на бирже не связан с необходимостью защиты интересов инвесторов.

Зарубежный эмитент вторичных долевых ценных бумаг, подающий заявку на первичный листинг, должен выполнять стандартные требования, как при подаче заявки впервые, а также дополнительные требования, относящиеся к листингу долевых целых бумаг.

Сравнение требований листинга для основного (первичного) листинга и ГДР.

	Лондон Первичное размещение	GDR
Нормативно-правовые требования	ЕС и другие	ЕС
Наличие спонсора	Требуется	Не требуется
Аудированная финансовая отчетность по МСФО (или по аналогичным стандартам)	Требуется	Требуется
Обязательная проверка на наличие дополнительных обязательств	Требуется	Не требуется
Соответствующие процедуры подготовки финансовой отчетности/система внутреннего контроля за подготовкой финансовой отчетности	Требуется (отчет совета директоров о внутреннем контроле и управлении рисками в составе годового отчета)	Не требуются
Оборотный капитал (за год)	Требуется	Не требуется
Акции в свободном обращении – 25% акций	Требуется	Требуется
Режим корпоративного управления	Полное соответствие положениям Сводного кодекса корпоративного управления Великобритании	Факультативно
Включение в индекс	Возможно	Нет
Требования независимой комплексной проверки	Высокие	Менее жесткие
Частота представления отчетности	Ежеквартально	Ежегодно
Одобрение акционеров на осуществление крупных сделок (свыше 25%)	Требуется	Не требуется

Допуск иностранных компаний на AIM не предусматривает соблюдения каких-либо дополнительных правил, однако предполагается, что эмитент будет соблюдать определенные требования законодательства Великобритании, а также отвечать описанным выше критериям участия на основной площадке.

Эмитентам, акции которых торгуются на AIM, не предъявляются требования к минимальному размеру компании, сроку деятельности в сфере трейдинговых операций или количества акций, находящихся в публичном обращении. Однако все претенденты должны иметь назначенного консультанта из утвержденного реестра. Данное лицо отвечает перед LSE за соответствие заявителя необходимым критериям.

Для получения допуска на AIM компании должны представить соответствующий документ, содержащий информацию о директорах, учредителях, операционной деятельности и финансовом положении компании (данный документ не проверяется биржей на предмет соответствия требованиям, предъявляемым к листингу в Великобритании). Листинговое агентство Великобритании (UKLA) делает ссылку на указанный документ, представляемый для получения допуска на AIM, только в случае подготовки проспекта эмиссии в соответствии с Директивой о проспекте эмиссии.

AIM имеет упорядоченный процесс, облегчающий допуск иностранных компаний, зарегистрированных на других крупных биржах и акции которых торгуются на указанных биржах в течение периода не менее 18 месяцев. На такие компании не распространяется требование в отношении подготовки заявочного документа о допуске, однако до получения допуска они обязаны сделать подробное публичное заявление. Последняя по времени годовая отчетность не должна относиться к периоду, отстающему от даты представления более чем на девять месяцев.

Сравнение требований LSE и AIM с требованиями других международных бирж

Требование	Лондон		США		Евронекст Евролист	Немецкая биржа
	LSE	AIM	NYSE	NASDAQ		
Срок деятельности	3 года	-	3 года	2 года	3 года / 2 года	3 года / 1год
Минимальная рыночная капитализация	1,4 млн долларов	-	750 млн долларов	От 4 млн долларов	-	1,6 млн долларов
Прибыль	75% бизнеса из собственных доходов	-	25 млн долларов для иностранных эмитентов	От 1млн долларов	-	-
Требования к оборотному капиталу	Достаточность на период >12 мес.	Достаточность на период >12 мес.	-	-	-	-
Количество акций в публичном обращении	25%	-	5000 акционеров для иностранных эмитентов	От 1 млн акций	25%	-
Lock-in	В некоторых случаях 12 мес.	В некоторых случаях 12 мес.	По требованию андеррайтера 6 мес.	По требованию андеррайтера 6 мес.	По требованию андеррайтера 6 мес.	-
Платеж за листинг	Рыночная капитализация (BP, млн.) До 5. max 5,450 5-10. max 10,897 10-50 max32,793 50-250 max87,423 250-500 max117,711 500-1000 max145,361 1000-2000 max179,361 >2000 max272,400	BP 4, 340	Долларов США за акцию. >75млн 0,0048 75-300млн 0,00375 <300млн 0.0019		Рыночная капитализация (евро) До 10 млн – 10 000 долларов До 100 млн – 0,6% До 500 млн -0,4% Выше 500 млн -0,3%	3000 евро – доступ 2500 евро – включение
Ежегодные платежи	От BP 3,585 до BP 35,347 по прогрессивной шкале от рыночной капитализации	BP 4,340	0,00093 долларов за акцию, мин 38,000 долларов	От 30,000 долларов до 95,000 долларов по прогрессивной шкале от числа акций	От 3,000 евро до 20,000 евро по прогрессивной шкале от числа акций	10,000 евро
Контакт с биржей и процесс IPO	12-24 месяца	12-24 месяца	12-24 месяца	12-24 месяца	6-12 месяцев	6-12 месяцев

Процедуры торгов и поддержание порядка проведения торгов

Торги на внутреннем рынке

Торговая система Лондонской фондовой биржи (SETS) представляет собой электронную книгу регистрации заявок с установленными лимитами, используемую для операций с акциями «голубых фишек», в том числе включенных в индексы FTSE 100, UK FTSE, Eurotop 300, опционами на указанные акции, а также с акциями, подлежащими включению в индекс FTSE (хотя, как правило, ценные бумаги автоматически не переносятся в SEAQ в случае, если они перестают отвечать какому-либо из заявленных ранее критериев, установленных для данной ценной бумаги).

Электронная система информации о курсах ценных бумаг на Лондонской фондовой бирже (SEAIQ) представляет собой систему, отражающую котировки, используемые в качестве исходной цены при осуществлении телефонных торгов между участниками рынка и зарегистрированными маркетмейкерами. Указанный способ торговли применяется в отношении всех обращаемых на внутреннем рынке ценных бумаг, не включенных в SETS, с которыми работают два или более зарегистрированных маркетмейкера.

SETS представляет собой сервис по торговле ценными бумагами, включенными в индекс FTSE 250, в настоящий момент торгуемыми в SEAIQ, а также по торговле иными ценными бумагами, соответствующими критериям для торговли на LSE. Данный сервис представляет собой электронную систему регистрации сделок (вариант системы SETS) с большим запасом ликвидности.

SEAIQ имеет механизм «SEAIQ Crosses», позволяющий участникам рынка получать средние котировки для сравнения их с другими заявками, размещенными на бирже, четыре раза в день.

The Stock Exchange Automated Trading System (SEATS PLUS) представляет собой расширенный вариант системы SEATS, по которому проводятся сделки с менее ликвидными ценными бумагами, обращающимися на внутреннем рынке, с которыми работают менее двух маркетмейкеров.

Биржа также имеет систему регистрации сделок с покрытыми варрантами, в рамках которых маркетмейкеры, выступая в качестве принципала, обеспечивают ликвидность для облегчения автоматизированного исполнения заявок.

Альтернативный рынок фондовой биржи

AIM является рынком Лондонской фондовой биржи для малых и растущих компаний. Ценные бумаги, торгуемые на данном рынке, могут быть отнесены к категории торгуемых на внутреннем рынке в зависимости от степени их ликвидности.

Международная секция LSE

На базе системы SETS существует Международная книга регистрации заявок (IOB), предназначенная для заключения сделок на внутреннем рынке. Инвесторам предлагается открытая и гибкая система размещения заявок и информация о ликвидности ценных бумаг, обеспечивающая совершение сделок с наиболее ликвидными ценными бумагами иностранных компаний.

SEAIQ International представляет собой систему отображения котировок ценных бумаг иностранных эмитентов. Зарегистрированные маркетмейкеры обеспечивают непрерывное поступление информации о двусторонних котировках на рынок, где преимущественно работают институциональные инвесторы.

The International Retail Service (IRS) представляет собой систему обслуживания, специально ориентированную на британских розничных инвесторов. Она обеспечивает легкий доступ к системе торгов акциями иностранных эмитентов. Система позволяет осуществлять торговлю акциями крупнейших европейских и американских компаний («голубыми фишками») по ценам, номинированным в фунтах стерлингов. Сбор котировок осуществляется принципалами, обеспечивающими гарантированную ликвидность для облегчения исполнения заявок розничных инвесторов.

The International Bulletin Board (IBB) представляет собой гибридный вариант системы торгов ранее не котировемыми вторичными ценными бумагами зарубежных эмитентов.

Пакетная торговля (block trades)

Механизм пакетной торговли показывает информацию об операции, размер которой превышает не менее чем в 75 раз «нормальный» рыночный размер (NMS) в отношении ценной бумаги с NMS в 2000 акций или в 50 раз превышает NMS в отношении ценной бумаги с NMS в 1000 акций. Существовала общая договоренность относительно того, что на фондовой бирже следует установить единый режим пакетной торговли для любых ценных бумаг, основанный на среднем дневном обороте (ADT), а не только для ценных бумаг, допущенных на рынок, регулируемый на основе директив ЕС. Действительно, большинство фирм придерживалось мнения, что режим пакетной торговли следует сделать доступным для всех зарегистрированных на бирже фирм, а не только для маркетмейкеров.

Пакетные внебиржевые операции – «запасы скрытой от глаз ликвидности»

Проект Turquoise («Бирюза») представляет собой торговую платформу, учрежденную консорциумом инвестиционных банков, который может соперничать с Лондонской фондовой биржей и другими европейскими биржами. Проект Turquoise был разработан семью инвестиционными банками: Citigroup, Credit Suisse, Deutsche Bank, Goldman Sachs, Merrill Lynch, Morgan Stanley и UBS. Помимо этого, после учреждения проекта французские банки BNP Paribas и Societe Generale подали заявки на вхождение в число его акционеров. Банки, на долю которых приходится по меньшей мере половина объема торговли акциями в Европе и обладающие обширным опытом работы на высококонкурентном рынке торговли акциями в США, должны обладать конкурентными преимуществами по сравнению с действующими биржами. Помимо традиционной платформы для совершения биржевых операций проект Turquoise имеет функцию «dark liquidity» (скрытая от глаз ликвидность) для совершения операций с крупными пакетами акций без привлечения широкого внимания, что снижает вероятность отрицательного влияния таких операций на цены.

Расчеты за ценные бумаги

Лондонская фондовая биржа и расчетная система CRESTCo установили стандартный срок расчета T+3, который вступил в силу в феврале 2001 года. Срок расчета T+3 применяется в отношении акций отечественных компаний и ценных бумаг с фиксированной процентной ставкой, которые обращаются на Лондонской фондовой бирже.

В феврале 2001 года Лондонская клиринговая палата (LCH), Лондонская фондовая биржа и CRESTCo учредили Центральную контрагентскую услугу (CCP) для электронной книги заказов на Лондонской фондовой бирже (SETS). Данная услуга обеспечивает анонимность участников сделки после ее совершения на одной из лондонских торговых площадок, что способствует увеличению ликвидности, доступной лондонским рынкам капитала в интересах всех инвесторов. Фирмы, совершающие торговые операции через SETS, защищены от неисполнения обязательств своими торговыми партнерами. В рамках данной услуги фирмы также могут производить зачет результатов операций с разными производными инструментами и на разных денежных рынках, что повышает эффективность обработки расчетов. На первом этапе LCH производит расчет по каждой операции, совершенной участниками рынка, по принципу «как есть». На втором этапе CCP, которая была введена в действие 1 июля 2002 года, предлагает возможность зачета результатов операций, совершенных через SETS, прошедших процедуру клиринга в LCH EquityClear и процедуру расчета в CREST.

В CREST ценные бумаги в электронной форме размещаются на счетах владельцев, обозначенных принятыми в системе индивидуальными номинальными именами.

5. Финансовые институты

Двумя основными источниками средств для проводимых в Великобритании операций по управлению активами являются привлеченные банками средства физических лиц и независимых пенсионных фондов. Основной объем указанных операций в настоящий момент приходится на крупные местные и иностранные финансовые группы. Лидерами рынка в данном направлении являются такие компании, как Barclays Global Investors, Deutsche Asset Management и Schroder Investment Management.

Таблица 11. Зарегистрированные участники рынка

Вид деятельности	Разрешение, выданное FSA	Разрешение на деятельность в пределах ЕЕА	Итого
Личные инвестиции	5005	1	5006
Управление инвестициями	1632	3	1635
Ценные бумаги и фьючерсы	967	8	975
Банковская деятельность (в том числе эмитенты электронных денег и институты ипотечного кредитования)	301	99	400
Страховые компании	723	478	1201
Брокеры по общему страхованию	9473	0	9
Ипотека	3588	1	3589
Фирмы, оказывающие профессиональные услуги	652	0	652
Общества взаимного кредита	562	0	562
Прочие	605	9	614
Информация о категории отсутствует	3	4859	4862
Итого	23 511	5 458	28 969

Источник: FSA.

6. Инвесторы

Структура инвесторов: статистика

Таблица 12. Держатели акций британских компаний

в % от общего объема	2001	2002	2003	2004	2005
Другие страны	35,7	35,9	36,1	36,3	40
Страховые компании	20	19,9	17,3	17,2	14,7
Пенсионные фонды	16,1	15,6	16	15,7	12,7
Частные лица	14,8	14,3	14,9	14,1	12,8
Трасты	1,3	1,2	1,5	1,4	1,6
Инвестиционные трасты	1,6	1,3	1,7	2,5	2,4
Другие финансовые организации	7,2	7,7	8,3	8,2	9,6
Благотворительные фонды	1	1,1	1,2	1,1	0,9
Частные нефинансовые компании	1	0,8	0,7	0,6	1,8
Компании частного сектора	-	0,1	0,1	0,1	0,1
Банки	1,3	2,1	2,2	2,7	3,4
Итого	100	100	100	100	100

Источник: National Statistics Online.

Таблица 13. Структура инвесторов по регионам

в % от общего объема	2001	2002	2003	2004	2005
Европа	38	37	36	34	30
Острова Великобритании	1	1	1	1	1
Северная Америка	32	30	31	32	33
Азия	19	21	22	22	21
Африка	10	11	10	11	13
Австралия и Океания	0	0	1	1	2
Итого	100	100	100	100	100

Источник: National Statistics Online.

Защита прав инвесторов

Снижение уровня преступности в финансовой сфере является одной из четырех основополагающих целей деятельности Управления по финансовому регулированию и надзору (FSA). В соответствии с Законом о финансовых услугах и рынках от 2000 года, деятельность FSA должна быть направлена на снижение возможного участия лиц, деятельность которых является объектом регулирования со стороны FSA, а также иных лиц в операциях, проводимых «с целью совершения преступлений в финансовой сфере». К преступлениям в финансовой сфере относятся любые противоправные действия, включающие в себя легализацию средств, полученных незаконным путем, мошенничество, недобропорядочные действия или недобросовестную рыночную практику. Указанная цель деятельности FSA тесно связана с тремя другими

целями деятельности данной организации, к которым относятся защита интересов инвесторов, поддержание доверия инвесторов к рынку, а также обеспечение надлежащего информирования общественности.

В рамках выполнения задач, связанных с противодействием преступлениям в финансовой сфере, FSA уделяет основное внимание структуре управления рисками и соответствующим системам и средствам контроля, используемым участниками рынка.

В настоящий момент приоритетными направлениями деятельности FSA в части надзора за деятельностью компаний с большим объемом торгов являются следующие: обеспечение ответственности со стороны высшего руководства, предотвращение недобросовестной рыночной практики, борьба с незаконными операциями с ценными бумагами на основе внутренней информации о деятельности компании-эмитента, выявление нарушений правил и принципов допуска к листингу, работа со спонсорами, рассмотрение ситуаций, связанных с конфликтом интересов, и предотвращение рыночных злоупотреблений, предполагающих заключение опционной сделки на основании непубличной информации относительно потенциально крупной сделки с соответствующими товарами с целью получения прибыли. К основным приоритетным задачам в части надзора за деятельностью розничных компаний относятся следующие: обеспечение ответственности со стороны высшего руководства, борьба с недобросовестными продажами, рассмотрение жалоб, отслеживание соблюдения правил, ограничивающих участие в оказании финансовых услуг, и выявление случаев неадекватного использования финансовых ресурсов.

7. Глобализация рынка ценных бумаг

Мировой финансовый центр

По рейтингу The Global Financial Centers Index 2 (GFCI 2), основанному на сравнительном анализе внешних данных и текущих оценках в отношении конкурентоспособности, Лондон несколько опережает Нью-Йорк. *Глобальные финансовые центры* обладают достаточным количеством финансовых организаций, что позволяет им выступать в качестве посредника во взаимоотношениях участников рынка финансовых услуг на международном, национальном и региональном уровнях. Следующие две строчки рейтинга занимают Гонконг и Сингапур. Оба города являются *международными финансовыми центрами*, осуществляющими большой объем трансграничных операций (т. е. операций между пунктами как минимум двух юрисдикций). В настоящий момент в Лондоне торгуются акции более 40% иностранных компаний и совершается свыше 30% всего объема валютно-обменных операций. Кроме того, Лондон является мировым лидером по внебиржевым сделкам с производными финансовыми инструментами и торговле металлами. По количеству иностранных IPO Лондон в настоящий момент опережает Нью-Йорк. Кроме того, по количеству хеджевых и частных инвестиционных фондов Великобритания приближается к США: 215 глобальных хеджевых фондов управляются из Лондона.

Благодаря стабильным условиям деятельности, позитивному отношению к иностранным инвестициям и развитости финансового сектора Великобритании по-прежнему входит в число стран, являющихся наиболее благоприятными с точки зрения ведения бизнеса. Страна характеризуется отлаженной макроэкономической политикой, а также имеет благоприятные условия для ведения бизнеса, сформировавшиеся благодаря ранее проведенным реформам в области налогообложения, а также инициативам, направленным на сокращение объема вмешательства государства в экономику. Растущий уровень задолженности объясняется необходимостью привлечения средств для инвестирования в государственный сектор и решения накопленных задач. При этом стоит отметить, что по стандартам ЕС данный уровень не является устрашающе высоким, и дефицит госбюджета постепенно сокращается. В Великобритании отсутствуют ограничения в отношении движения капитала, хотя в стране действуют требования к раскрытию информации такого рода для целей формирования статистической базы данных и противодействия легализации денежных средств, полученных преступным путем. Наблюдается тенденция в сторону дальнейшего ужесточения правил, связанных с противодействием легализации незаконно полученных доходов. Указанные правила (равно как и большинство изменений в сфере регулирования финансовой деятельности) формируются исходя из позиции, выработанной на уровне ЕС. Коммерческие процентные ставки и стоимость валют формируются исходя из сложившихся на рынке условий.

Существует высокая вероятность того, что Лондон по-прежнему будет играть роль крупнейшего мирового финансового центра, характеризующегося высокоразвитым рынком обращения всех видов ценных бумаг, валют, производных финансовых инструментов и инструментов денежного рынка. Ввиду того что Лондонская фондовая биржа главным образом ориентируется на тенденции, царящие на мировых рынках ценных бумаг, с мая 2006 года по май 2007 года наблюдалась активизация биржевой деятельности и ее дальнейшее развитие. Из всех европейских площадок Лондонская фондовая биржа по-прежнему остается наиболее привлекательным местом для первичного размещения акций. В подтверждение давно циркулировавших слухов о слиянии Лондонская фондовая биржа заявила 23 июня 2007 года о приобретении итальянской фондовой биржи Borsa Italiana.

Услуги, предоставляемые российским эмитентам

В состав LSE входит служба Russian IOB Equity Derivatives Services, позволяющая осуществлять торговлю производными на индексы и депозитарные расписки на акции российских компаний, занесенные в Международную книгу заявок на российские депозитарные расписки. Клиринговые операции осуществляет LCH.Clearnet. FTSE Russia IOB Index – это индекс на депозитарные расписки российских компаний, который был введен рейтинговой компанией FTSE Group и Лондонской фондовой биржей. Данный индекс

представляет собой взвешенный индекс рыночной капитализации, отражающий показатели деятельности десяти крупнейших и наиболее ликвидных российских компаний, депозитарные расписки которых включены в Международную книгу регистрации сделок Лондонской фондовой биржи. Начиная с 1 декабря 2006 года участники EDX London могут использовать указанный индекс для торговли фьючерсами и опционами на индексы, а также депозитарными расписками российских компаний.

8. Вопросы налогообложения

Вопросы налогообложения занимают важное место как в развитии экономики страны в целом, так и в развитии рынка ценных бумаг в частности. При этом наиболее важным представляется не столько наличие определенных налоговых льгот для участников рынка ценных бумаг, сколько наличие развитой и эффективной системы налогообложения в целом. Так, некоторыми ключевыми налоговыми вопросами, влияющими на принятие инвестиционного решения, являются: 1) наличие действующего налогового законодательства; 2) общий уровень налоговой нагрузки на инвесторов; 3) определенность в налогообложении операций с ценными бумагами; 4) наличие эффективных механизмов урегулирования вопросов по неоднозначным налоговым вопросам; 5) эффективное взаимодействие налоговых органов с налогоплательщиками в рамках четко определенного правового поля; 6) наличие международных договоров об избежании двойного налогообложения.

Великобритания относится к странам с традиционной системой налогообложения, то есть не позиционируется как страна с льготным налогообложением.

В следующей таблице представлены основные налоги, применяемые к доходам предприятий, осуществляющим налогооблагаемую деятельность в Великобритании.

Наименование налога	Ставка, %
Налог на доход	30
Налог на прирост стоимости	30
Налог на доходы, удерживаемый у источника выплаты	
- дивидендов	0
- процентов	20
- роялти	20
Пошлина на реализацию ценных бумаг	0,5

Прирост стоимости при реализации ценных бумаг нерезидентами, не осуществляющими деятельность на территории Великобритании, освобожден от налога на прирост стоимости.

Существуют налоговые льготы для доходов по определенным видам государственных ценных бумаг. В Великобритании применяются специальные правила налогообложения доверительных фондов.

Благодаря большому количеству международных договоров об избежании двойного налогообложения нерезиденты, не осуществляющие деятельность в Великобритании, могут потенциально получить освобождение от налогообложения инвестиционных доходов (дивиденды, проценты, прирост стоимости), получаемых в Великобритании.

Великобритания заключила международные договоры об избежании двойного налогообложения с более чем 118 странами мира. По большинству из заключенных договоров ставки налога на доходы, удерживаемого у источника выплаты, могут быть снижены до 0% по процентам и роялти.

3. ГОНКОНГ

Основные выводы

Сильные стороны	Слабые стороны
<ul style="list-style-type: none"> • В высшей степени рыночная экономика, основанная на принципах политики свободного рынка, низкого налогообложения и невмешательства государства. • Международный финансовый центр в Азии (третий рейтинг среди финансовых центров мира после Лондона и Нью-Йорка), который завоевал доверие международных инвесторов, – 39% оборота рынка денежных средств приходится на иностранных инвесторов. • В 2006 году Гонконгская фондовая биржа впервые стала лидером IPO по объему привлеченного капитала в мировом масштабе (19%, или 46 млрд долларов), опередив Лондонскую (13,5%) и Нью-Йоркскую фондовые биржи (10%). • Мощный экономический рост в Гонконге и материковом Китае. Общепринятые стандарты бухгалтерского учета Гонконга идентичны МСФО. • Наличие развитой расчетно-клиринговой системы и высококоразвитая система управления рисками. • Наличие емкого и высоколиквидного рынка валютных свопов. 	<ul style="list-style-type: none"> • Рынок Гонконга отличается присутствием холдингов-конгломератов и фирм, где доминируют крупные пакеты акций, принадлежащие семьям. • На основной площадке НКЕх в значительной степени преобладают финансовые компании (41% рыночной капитализации приходится на финансовый сектор). • Высокая степень зависимости от иностранного капитала и материкового Китая. • Рынок долговых инструментов относительно невелик в сравнении с рынком банковских услуг и долевых инструментов. • Жесткие биржевые ограничения по операциям с биржевыми производными инструментами вынуждают отдельных трейдеров уходить на внебиржевые рынки или иностранные биржи.
Возможности	Риски
<ul style="list-style-type: none"> • Гонконг представляет собой значимый центр привлечения капитала для потребностей материкового Китая. Значительная доля иностранных инвестиций, направляемых в Китай, проходит через фондовый рынок Гонконга. • Государство отслеживает негативные тенденции на рынке производных финансовых инструментов и при необходимости принимает жесткие меры в отношении спекулянтов. 	<ul style="list-style-type: none"> • Вероятно, бум размещений ценных бумаг китайских компаний в долгосрочной перспективе пойдет на спад по мере развития и расширения операций на фондовых рынках материкового Китая. • Зависимость от притока капитала из материкового Китая, а также риски, связанные с «пузырем» на китайских рынках.

1. Динамика основных макроэкономических показателей: 2001–2006 годы

Экономика Гонконга отличается в высшей степени рыночным характером и основана на принципах политики свободного рынка, низкого налогообложения и невмешательства государства. Гонконг – важный международный финансово-торговый центр, где сконцентрировано самое большое в Азиатско-Тихоокеанском регионе количество головных офисов компаний. В 80-х годах в экономике Гонконга произошли структурные изменения, ставшие результатом переноса производства на предприятия материкового Китая и выхода на первый план сектора услуг при поддержке эффективной правовой системы, действующей на этой территории. В 1997–98 годах стабильно высокие темпы роста замедлились практически до нуля вследствие коллапса на рынке активов, вызванного спекулятивными сделками по купле-продаже собственности. Результатом снижения благосостояния стало развитие дефляции и дефицит фискального баланса, в значительной степени зависящего от дохода по сделкам с земельными участками. Ускорение роста благодаря экспортным операциям, оздоровление рынка недвижимости, интенсивность деятельности на котором повысилась после заключения с материковым Китаем соглашения о свободной торговле, позволили ослабить дефляцию и начать восстановление баланса бюджета. С середины 2004 года в Гонконге вновь наблюдаются средние темпы инфляции, причем в консолидированных отчетах правительства три года подряд отражается профицит (с 2004/2005 по 2006/2007 годы включительно). По таким показателям, как валовой внутренний продукт на душу населения и валовой региональный продукт, Гонконг является богатейшей в КНР городской агломерацией. ВВП на душу населения в Гонконге (по паритету покупательной способности) превышает экономические показатели четырех крупнейших западноевропейских стран (Великобритании, Франции, Германии, Италии), а также Японии.

Таблица 1. Основные макроэкономические показатели

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Реальный ВВП (изменение в %)	0,6	1,8	3,2	8,6	7,5	6,9	6,3
Номинальный ВВП (млрд долларов)	166,5	163,7	158,4	165,8	177,8	189,8	206,7
Номинальный ВВП на душу населения (долларов)	24 802	24 273	23 541	24 444	26 095	27 677	29 861
Индекс потребительских цен (изменение в %)	-1,6	-3	-2,6	-0,4	0,9	2	2
Рейтинг S&P (иностранная валюта)	AA- / стабильный / A-1+	AA- / негативный / A-1+	AA- / стабильный / A-1+	AA- / стабильный / A-1+	AA- / стабильный / A-1+	AA- / позитивный / A-1+	AA- / позитивный / A-1+
Рейтинг Fitch (иностранная валюта)	AA- F1+ стабильный	AA- F1+ стабильный	AA- F1+ негативный	AA- F1+ стабильный	AA- F1+ стабильный	AA- F1+ позитивный	AA- F1+ позитивный
Валютный курс (гонконгских долларов за доллар США на конец периода)	7,8	7,79	7,76	7,77	7,75	7,78	7,8

Источники: Global Insight, Fitch, S&P.

2. Основные реформы и изменения норм регулирования, способствовавшие росту рынка ценных бумаг: 2004–2007 годы

В 2000 году гонконгский рынок ценных бумаг претерпел существенные изменения структурного характера: произошло слияние гонконгской фондовой и фьючерсных бирж. В результате слияния сами биржи и их клиринговые центры получили статус дочерних компаний холдинга – Hong Kong Exchanges and Clearing. В ходе слияния бирж произошло отделение функций управления от собственности бирж, повысилась эффективность регуляторных функций. С 27 июня 2000 года HKEx зарегистрирована на основной площадке.

Таблица 2. Этапы основных изменений в Гонконге

Корпоративный сектор	Финансовый сектор	Либерализация рынка	Прочее
В июле 2006 года Законодательный совет одобрил создание Совета по вопросам финансовой отчетности (FRC), государственного органа, в чью ответственность входит расследование нарушений со стороны аудиторов зарегистрированных на бирже компаний.	В 2003 году Законодательный совет принял важнейший Закон о ценных бумагах и фьючерсах (SFO), заменивший собой десять законов, регулировавших эту сферу, что позволило привести законодательство Гонконга в соответствие с международной практикой.	В 2004 году центральное правительство объявило о намерении материкового Китая использовать иностранные рынки капитала и укреплять сотрудничество между Гонконгом и материковым Китаем.	2005 год – переход на стандарты бухгалтерского учета по МСФО.

Стандарты бухгалтерского учета

По состоянию на 2005 год GAAP Гонконга идентичны МСФО, за исключением одного стандарта и ряда интерпретаций, которые не имеют аналогов в МСФО. Помимо этого, в редакции ГСФО и МСФО имеется ряд несущественных расхождений.

3. Финансовые рынки

Рынки акций

По данным Комиссии по ценным бумагам и фьючерсам, в 2006 году рынок ценных бумаг Гонконга занимал седьмое место в мире и второе (после Токийской биржи) в Азии по объему капитализации. Фондовый рынок Гонконга является крупным источником капитала для местных компаний, а также для компаний, зарегистрированных в Китайской Народной Республике (КНР), что послужило причиной серьезного интереса к этому рынку со стороны иностранных инвесторов. Гонконг стал международным финансовым центром, где возможности по привлечению капитала предоставляются местным, азиатским и международным корпорациям. На основной площадке НКЕх преобладают компании финансового сектора (41% рыночной капитализации зарегистрированных на бирже компаний). На компании сектора недвижимости и телекоммуникаций приходится соответственно 10,4 и 15,2%. Помимо этого, рынок Гонконга характеризуется присутствием холдингов-конгломератов и фирм, где доминируют крупные пакеты акций, принадлежащие семьям. Их влияние заключается в том, что другим акционерам предоставляется меньше возможностей участия в корпоративном управлении, чем на Западе.

Таблица 3. Соотношение капитализации рынка и ВВП (%)

	Гонконг	Тайвань	Япония	Великобритания	США	Россия
Рыночная капитализация / ВВП	1283,99	182,96	103,81	146,05	127,59	77,37

Источники: Bloomberg, Global Insight.

Ценные бумаги, торгуемые на рынках холдинга Hong Kong Exchanges and Clearing (НКЕх), включают в себя акции, варранты, деривативы, долговые ценные бумаги, бумаги фондов, торгуемых на бирже, а также прочие зарегистрированные на бирже ценные бумаги. На 2007 год на основной площадке Hong Kong Exchanges and Clearing (НКЕх) было зарегистрировано 979 компаний, в том числе пять иностранных, и 156 зарегистрированных на материковой части Китая. Еще 198 компаний зарегистрировано на рынке растущих компаний (Growth Enterprise Market – GEM).

В конце 2006 года суммарная рыночная капитализация всех ценных бумаг, зарегистрированных на основной площадке, достигла рекордного показателя – 1715 млрд долларов, увеличившись на 61% по сравнению с 1055 млрд в конце 2005 года. На долю компаний материкового Китая (по месторасположению активов) приходится 50% суммарной рыночной капитализации (основная площадка и GEM) в конце 2006 года, т.е. рост по сравнению с концом 2005 года составил 39%.

Таблица 4. Статистика рынка ценных бумаг

	2003	2004	2005	2006	2007
Капитализация отечественного рынка, млрд долларов	715	861	1 055	1 715	2 654
Количество компаний, прошедших листинг	1037,0	1096,0	1135,0	1173,0	
Рыночная концентрация	55,3%	52,2%	51,6%	46,9%	
Обращаемость акций отечественных компаний	51,7%	57,7%	50,3%	62,1%	
Количество зарегистрированных фондов, торгуемых на бирже (ETF)	5	7	10	9	

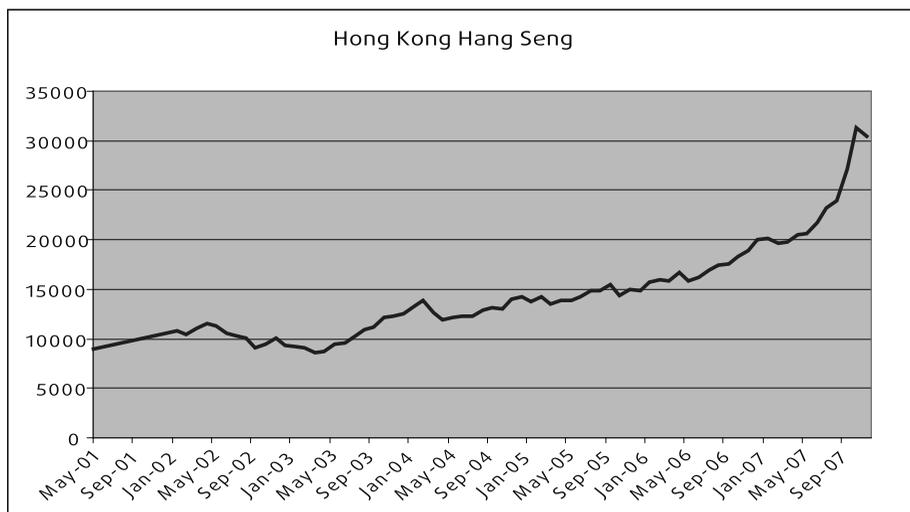
Источники: Bloomberg, ВФБ.

На фоне уверенного экономического роста в Гонконге и материковом Китае рынки ценных бумаг и производных инструментов продемонстрировали хорошие показатели, побив в 2006 году новые рекорды. 30 июня 2007 года суммарная капитализация рынка ценных бумаг на основной площадке и GEM достигла рекордного значения 2028 млрд долларов США.

Согласно отчету «Эрнст энд Янг», в 2006 году НКЕх впервые завоевала лидерство IPO по объему привлеченного капитала в международном масштабе (19%, или 46 млрд долларов), опередив Лондонскую (13,5%) и Нью-Йоркскую фондовые биржи (10%) (во многом благодаря мегасделкам двух китайских банков – Индустриального и коммерческого банка Китая (ICBC) и Банка Китая (BOC)).

По состоянию на конец 2006 года Гонконг занимал третье место среди членов Всемирной федерации бирж по объему привлеченного капитала, второе – по привлечению капитала новыми зарегистрированными эмитентами и шестое место – по уровню рыночной капитализации. Годовые рыночные обороты в 2006 году достигли 1079,4 млрд долларов, на 85% превысив значения предшествующего года. Гонконгский фондовый индекс Hang Seng продолжает рост, превышающий исторические максимумы. В 2007 году его значение превысило 30 000 и колеблется в районе этого значения.

Рисунок 1. Динамика индекса Hang Seng Composite



Источник: Bloomberg.

Таблица 5. Статистика данных по IPO

	2003	2004	2005	2006	2007
Общее количество IPO на местных фондовых биржах	64	48	64	59	78
Суммарная величина средств, привлеченных в результате IPO на местных фондовых биржах (млн долларов)	4117	7323	20 533	46 419	37 308
Количество IPO гонконгских компаний внутри страны	44	28	34	15	19
Средства, привлеченные гонконгскими компаниями в результате IPO внутри страны (млн долларов)	1441	2089	3822	1646	3928
Количество IPO китайских компаний внутри страны	19	19	30	43	59
Средства, привлеченные китайскими компаниями в результате IPO внутри страны (млн долларов)	2662	5230	16 710	44 668	33 381
Количество IPO местных компаний за рубежом	4	12	8	8	4
Средства, привлеченные в результате IPO местных компаний за рубежом (млн долларов)	30	1471	718	1535	44
Вторичные размещения внутри страны	94	89	51	117	187
Объем средств, привлеченных в результате вторичных размещений внутри страны (млн долларов)	5338	10 083	7469	17 558	22 104
Вторичные размещения за рубежом	3,00	1,00	0,00	1,00	3
Объем средств, привлеченных в результате вторичных размещений за рубежом (млн долларов)	107	33	0,00	247	264,5

Источник: *Bloomberg*.

Гонконг представляет собой центр привлечения капитала для потребностей материкового Китая. Значительная доля иностранных инвестиций, направляемых в Китай, проходит через фондовый рынок Гонконга, хотя и рынки материковой части страны постепенно открываются для иностранных инвесторов.

В 2006 году Н-акции и «красные фишки» (компании, контролируемые государственными организациями материкового Китая, однако зарегистрированные за его пределами) привлекли в ходе IPO на HKEx 44,6 млрд долларов (16,7 млрд долларов в 2005 году), что составляет 97% суммарных средств, привлеченных посредством IPO.

В 2006 году на рынке IPO в Гонконге задавали тон три крупных китайских банка, при этом на компании финансового сектора пришлось почти 70% от объема средств, привлеченных в рамках публичного размещения. В октябре крупнейший кредитор материковой части Китая, Industrial and Commercial Bank of China (ICBC) привлек свыше 16, млрд долларов в ходе крупнейшей за всю историю сделки в Гонконге. Банк продал 40,7 млрд акций по цене 0,4 долларов США в Гонконге, затем 13 млрд акций по цене 0,4 долларов в Шанхае.

Майское размещение Bank of China (BOC) стало вторым по объему в Гонконге IPO, позволив привлечь средства в сумме 11,1 млрд долларов США. Первичное размещение ICBC и BOC затмили состоявшееся в 2005 году IPO еще одного китайского банка (China Construction Bank), в ходе которого удалось привлечь 9,22 млрд долларов.

В сентябре 2006 года китайский China Merchants Bank привлек свыше 2,4 млрд долларов США, разместив 2,2 млрд акций по цене 1,1 доллар за акцию.

В предстоящие 2–3 года годовой объем IPO в Гонконге вряд ли уменьшится, поскольку китайские компании продолжают искать возможности размещения в Специальном административном районе. Тем не менее бум размещений ценных бумаг китайских компаний в долгосрочной перспективе, вероятно, пойдет на спад по мере развития и расширения операций на фондовых рынках материкового Китая.

Торговля после IPO с премией или дисконтом

Таблица 6. Показатели сделок IPO, зарегистрированных на НКЕх в 2006 году

2006	Дебют	Изм. за 1 нед.	Изм. за 1 мес.	Изм. за 3 мес.	Изм. за 6 мес.
Общее количество IPO	59	59	59	59	31
Средний прирост стоимости акции (сверх цены IPO)	26%	27%	32%	30%	26%
Количество IPO, в ходе которых цена акции увеличилась после проведения размещения	53	49	50	43	19

Источник: Исследование SFC.

Тенденции в области привлечения капитала

Таблица 7. Капитал, привлеченный в форме облигаций и акций

(Источник: ВФБ)

Гонконг	2003	2004	2005	2006
Облигации	5584,8	13 430,10	7827,60	8351,60
Акции (первичные и вторичные размещения)	27 463,40	36 129,20	38 330,80	67 437,40

Как следует из таблицы выше, доля выпуска и публичного размещения акций как формы привлечения капитала стабильно доминирует по сравнению с финансированием путем выпуска облигаций, при этом она выросла с 73% в 2004 году до 89% в 2006 году.

Площадка предприятий малого и среднего бизнеса (SME) и Freeboard

Рынок растущих предприятий (GEM) был создан в ноябре 1999 года, предоставив растущим компаниям, особенно развивающимся или инновационным, альтернативный путь привлечения капитала. Соответственно, требования к листингу для них менее жесткие, чем на основной площадке. Этот рынок управляется Советом SENK, однако функционирует независимо, в качестве самостоятельного подразделения основной площадки.

Учитывая характер рисков для компаний, регистрирующихся на GEM, до начала торгов все инвесторы и их брокеры обязаны подписать отдельный документ о раскрытии информации по рискам, где указывается, что им известно о сопутствующих рисках.

Рынок облигаций

Гонконгский рынок долговых инструментов относительно невелик в сравнении с рынком банковских услуг и рынком акций. Тем не менее с 90-х годов этот рынок переживает значительный рост, стимулируемый государственными усилиями.

Долговой рынок Гонконга включает в себя облигации публичных и частных компаний, государственный долг оформляется в векселя и облигации индексных фондов, выпускаемые Финансовой администрацией Гонконга. Эти инструменты входят в число наиболее активно торгуемых государственных ценных бумаг в мире и обеспечивают значение доходности, на основании которого определяется цена эмиссии долговых инструментов частных компаний. Кроме того, ипотечная корпорация The Hong Kong Mortgage Corp (НКМС) регулярно выпускает облигации с фиксированной ставкой в целях привлечения средств для ипотеки. НКМС была создана в ноябре 1997 года для приобретения у различных банков ипотечных кредитов и трансформирования их в торгуемые ценные бумаги.

По состоянию на сентябрь 2006 года объем гонконгского рынка долговых обязательств частного сектора составлял 76,3 млрд долларов США (непогашенная задолженность по выраженным в гонконгских долларах долговым ценным бумагам без учета векселей и облигаций индексных фондов). На конец декабря 2006 года, по данным Финансовой администрации Гонконга (НКМА), суммарная непогашенная задолженность по векселям и облигациям индексных фондов со сроками погашения от трех месяцев до десяти лет составляла 16,9 млрд долларов США.

Учитывая относительно ограниченный объем гонконгского рынка облигаций, высококачественные корпоративные заемщики, имеющие потребности в значительных объемах капитала, предпочитают выходить на более ликвидные рынки еврооблигаций или облигаций «янки», либо рассматривают возможность международного размещения. Активно функционирует рынок конвертируемых еврооблигаций, на котором компании, зарегистрированные на местных биржах, эмитируют долговые обязательства, конвертируемые в акции.

Такие международные заемщики, как Всемирный банк и Азиатский банк развития предпочитают размещать облигации в Гонконге, а не в Сингапуре из-за наличия высоко развитого и ликвидного рынка валютных свопов.

Огромное значение для Гонконга имеет выпуск облигаций в юанях. Во-первых, положение Гонконга как международного финансового центра несколько поколебалось после кризиса в Азии. Помимо этого, финансовую стабильность Гонконга подрывает слабый рынок местных облигаций. Благодаря возможности организации обращения облигаций в юанях Гонконг, как ожидается, будет стимулировать ряд денежных механизмов, обеспечивающих платежи и расчеты, что ускорит развитие местного рынка облигаций.

Таблица 8. Статистика рынка облигаций

	2003	2004	2005	2006	2007
Международные долговые ценные бумаги – корпоративные эмитенты (непогашенная задолженность, млрд долларов)	14,73	15,223	15,163	15,146	16,2
Международные долговые ценные бумаги – финансовые институты (непогашенная задолженность, млрд долларов)	36,483	36,091	41,774	47,091	53,5
Внутренние долговые ценные бумаги – финансовые институты (непогашенная задолженность, млрд долларов)	22,969	24,926	25,966	25,257	-
Внутренние долговые ценные бумаги – корпоративные эмитенты (непогашенная задолженность, млрд долларов)	6,432	5,831	6,183	7,762	-

Источник: www.bis.org.

Рынок производных финансовых инструментов

Холдинг Hong Kong Exchanges and Clearing (HKEx) предлагает широкий спектр производных финансовых продуктов. На бирже торгуются четыре индексных инструмента на акции, 41 фьючерс на акции, а также три продукта, привязанных к процентным ставкам. Помимо этого, на бирже ведется торговля опционами на индексы и акции, варрантами, а также другими производными продуктами, в том числе инструментами, привязанными к акциям (ELI).

Торговля производными инструментами жестко регулируется, причем органы власти отказались отменить ряд ограничений, установленных после финансового кризиса 1997–1998 годов. К ним относится лимит по крупным позициям на фьючерсы на индекс Hang Seng, в рамках которого любой отдельный инвестор, в распоряжении которого находится более 10 000 контрактов на фьючерсы, обязан уведомить биржу и Комиссию по ценным бумагам и фьючерсам (SFC). Лимит на позицию позволяет государству отслеживать негативные тенденции на рынке производных инструментов и при необходимости принимать

жесткие меры в отношении спекулянтов, однако, по мнению биржи, эти меры привели к оттоку трейдеров с НКЕх на внебиржевой рынок или на иностранные площадки. (С 10 февраля 2006 года в результате лоббистских усилий биржи SFC увеличила лимит позиции по опционам на акции с 20 000 до 50 000). Еще одно ограничение связано с правилом роста котировок, согласно которому короткие продажи (short sales) не разрешаются по ценам ниже максимальной (наилучшей преобладающей) цены спроса, фактически запрещая короткие продажи на падающем рынке.

Несмотря на эти ограничения, в 2006 году объем торгов опционами на акции возрос с 8,7 до 18,1 млн контрактов, выведя НКЕх на второе место в Азии по торговле опционами на акции после Австралии. Торги фьючерсами на фондовый индекс увеличились с 13,3 млн контрактов в 2005 году до 19,7 млн контрактов в 2006 году, однако объем торгов по-прежнему значительно уступает другим ведущим рынкам Азии, в том числе Национальной фондовой бирже Индии (70 млн контрактов), Корее (46 млн контрактов), Сингапуру (31 млн контрактов).

Таблица 9. Статистика рынка производных финансовых инструментов Гонконга

	2003	2004	2005	2006
Количество торгуемых на бирже опционных контрактов на акции	4 220 638	5 611 832	8 772 393	18 127 353
Объем торгуемых на бирже опционов на акции (млн долларов)	14 104	21 024	41 784	88 371
Количество торгуемых на бирже фьючерсных контрактов на акции	18 654	17 274	13 069	102 010
Объем торгуемых на бирже фьючерсных контрактов на акции (млн долларов)	60	83	77	655
Количество торгуемых на бирже опционных контрактов на фондовые индексы	2 150 923	2 133 708	3 367 228	4 915 263
Объем торгуемых на бирже опционных контрактов на фондовые индексы (млн долларов)	147 004	188 094	304 789	578 927
Количество торгуемых на бирже фьючерсных контрактов на фондовые индексы	8 105 877	11 805 613	13 393 462	19 747 246
Объем торгуемых на бирже фьючерсных контрактов на фондовые индексы (млн долларов)	473 457	865 113	987 256	2 014 834

Источник: ВФБ.

4. Инфраструктура рынка

Система регулирования гонконгского рынка инвестиций включает в себя три составляющие. Отдел финансовых услуг в Бюро по финансовым услугам и делам казначейства определяет государственную политику в данной области. Законодательный совет рассматривает законодательные предложения. Комиссия по ценным бумагам и фьючерсам (SFC), созданная в 1989 году в качестве регулятора рынка, осуществляет надзор за рынком акций и фьючерсов. Гонконгский биржевой холдинг НКЕх является саморегулируемой организацией, которая осуществляет функции контроля посредством установления требований листинга и надзора за деятельностью бирж. Данная организация является первичным органом, регулирующим деятельность компаний, зарегистрированных на бирже. Максимально возможная доля участия в холдинге составляет 5%. В соответствии с законом о ценных бумагах и фьючерсах для регистрации на бирже компания должна представить проспект эмиссии на согласование двух органов – SFC и НКЕх. При этом закон предусматривает уголовную ответственность за раскрытие ложной или вводящей в заблуждение информации в документах, направленных в адрес SFC, совершенной как намеренно, так и по неосторожности.

В 2000 году гонконгский рынок ценных бумаг претерпел существенные изменения структурного характера: произошло слияние гонконгской фондовой и фьючерсных бирж. В результате слияния сами биржи и их клиринговые центры получили статус дочерних компаний холдинга — Hong Kong Exchanges and Clearing. НКЕх получила листинг на собственной основной торговой площадке 27 июня 2000 года.

НКЕх является единственной действующей биржей в Гонконге.

Требования листинга

	Основная торговая площадка НКЕх	Рынок растущих предприятий (GEM) НКЕх
Доход, выручка и (или) прибыль – один из трех тестов должен быть удовлетворительным. (для компаний по добыче и переработке минеральных ресурсов, а также для компаний, занятых в новых проектах в области инфраструктуры, предполагаются исключения из данных правил)	<p>Тест на прибыль:</p> <ul style="list-style-type: none"> Прибыль за последний по времени год деятельности: 20 млн гонконгских долларов (2,5 млн долларов США); минимальная совокупная прибыль за два предыдущих года: 30 млн гонконгских долларов (3,8 млн долларов США) Рыночная капитализация на момент листинга: 200 млн гонконгских долларов (26,5 млн долларов США) <p>Тест на рыночную капитализацию/выручку/ денежные потоки:</p> <ul style="list-style-type: none"> Минимальная выручка в размере 500 млн гонконгских долларов (64 млн долларов США) за последний по времени проаудированный финансовый год Минимальная рыночная капитализация на момент листинга: 2 млрд гонконгских долларов (256,3 млн долларов США) <p>Тест на рыночную капитализацию / выручку:</p> <ul style="list-style-type: none"> Минимальная выручка в размере 500 млн гонконгских долларов (64 млн долларов США) за последний по времени проаудированный финансовый год Минимальная рыночная капитализация на момент листинга: 4 млрд гонконгских долларов (511,7 млн долларов США) 	
Срок деятельности	Минимум три финансовых года	Активная финансовая деятельность в течение двух лет*
Количество акционеров и/или распределение акций среди акционеров	Минимум 300 акционеров; максимальный пакет находящихся в публичном обращении акций, принадлежащий трем крупнейшим акционерам, составляет 50%	Минимум 300 акционеров
<p>В дополнение к требованиям, применимым в отношении гонконгских эмитентов, иностранные компании должны включать в заявку на листинг краткую информацию об учредительных документах, а также соблюдать соответствующие требования регулятивных органов страны, в которой они учреждены или иным образом зарегистрированы.</p> <p>На фондовой бирже, как правило, регистрируются компании, учрежденные в одной из следующих юрисдикций: Гонконг, Бермудские острова, Каймановы острова, Китайская Народная Республика. Регистрация компаний, учрежденных в других юрисдикциях, рассматривается в индивидуальном порядке. В отношении указанных компаний действуют правила, распространяющиеся на иностранных эмитентов.</p>		

Процедуры торгов и поддержание порядка проведения торгов

Торги на бирже проводятся в соответствии с установленным порядком. До открытия торговой сессии система принимает только заявки категории «at-auction» и «at-auction limit». В ходе торговой сессии система принимает заявки категории «limit», «enhanced limit» и «special limit» с опционом «All-or-Nothing Qualifier», предполагающим незамедлительное исполнение заявки в полном объеме – в противном случае заявка отклоняется без занесения ее в центральную книгу заявок. Торги проводятся через терминалы, расположенные в торговом зале биржи, или с использованием дистанционного оборудования, установленного в офисах участников торгов. Все ценные бумаги, зарегистрированные и (или) торгуемые на бирже, обрабатываются программой AMS/3, осуществляющей автоматический подбор заявок.

По состоянию на конец 2006 года общее число брокеров, оказывающих услуги по торговле акциями в режиме реального времени через систему маршрутизации НКЕх, составляло 61. Некоторые из них (как, например, Tai Fook Securities) также используют комплексные мобильные платформы для торговли ценными бумагами через мобильную телефонию третьего поколения (3G) с поддержкой видеосигнала. По результатам исследования розничных инвесторов, опубликованного НКЕх в июне 2006 года, в 2005 году на онлайн-трейдеров, постоянно или время от времени торгующих акциями в режиме реального времени, приходится 38,5% от общего числа трейдеров (по сравнению с 35,8% в 2004 году). Кроме того, согласно данным исследования, в 2005 году 59% трейдеров торговали акциями исключительно через банковские учреждения (по сравнению с 46% в 2001 году).

Расчеты по ценным бумагам

Гонконгская клиринговая компания Hong Kong Securities Clearing Company Limited (HKSCC) использует централизованную расчетно-клиринговую систему (CCASS) при проведении операций с разрешенными ценными бумагами, зарегистрированными или торгующимися на Гонконгской фондовой бирже (SEHK). Расчеты по торговым операциям, производимым на фондовой бирже, производятся в CCASS в режиме постоянных нетто-расчетов (CNS) либо в режиме индивидуальных расчетов (Isolated Trade – IT). При работе в режиме CNS централизованная расчетно-клиринговая система (HKSCC) берет на себя функцию проведения взаиморасчетов между участниками по каждой сделке, гарантируя, что расчеты по таким операциями будут производиться на нетто-основе. Для обеспечения выполнения контрактных обязательств со стороны участника расчетов был создан Гарантийный фонд. Расчеты по индивидуальным операциям производятся отдельно по каждой сделке (trade-for-trade) и не являются гарантированными.

Все расчеты по биржевым операциям производятся по схеме T+2.

При проведении денежных расчетов в системе CCASS каждый участник открывает счет в специально назначенном банке и уполномочивает HKSCC выдавать электронное платежное поручение на списание средств с указанного счета или его пополнение для целей проведения денежных расчетов. Соответствующие проводки по указанным денежным расчетам, а также иной дебиторской и кредиторской задолженности по расчетам с HKSCC сначала формируются в бухгалтерских книгах участника. После этого формируется электронное платежное поручение, направляемое в межбанковский клиринговый центр Hong Kong Interbank Clearing Limited (HKICL) для обработки и осуществления взаиморасчетов в режиме «овернайт» путем списания средств с соответствующего банковского счета одного участника и кредитования их на банковский счет другого участника. При осуществлении торгов в режиме CNS специально назначенные банки подтверждают факт оплаты на следующее утро после дня расчетов, после чего ценные бумаги, зарезервированные для покупателя, поступают в его распоряжение.

Клиринговые операции по всем опционным контрактам на акции, торгуемые на бирже, производятся через SEHK Options Clearing House Limited (SEOCH), 100%-ное дочернее предприятие биржи. Расчеты по всем фьючерсным и опционным контрактам производятся ежедневно с поправкой на рыночную стоимость контракта.

Клиринговые операции по фьючерсам, опционным контрактам и опционам на акции производятся в системе расчетно-клиринговых операций с производными инструментами (DCASS).

5. Финансовые институты

Наличие в Гонконге большого числа финансовых продуктов и услуг привело к возникновению целого ряда разнообразных финансовых институтов, предлагающих специализированные услуги. К небанковским финансовым институтам относятся фирмы, специализирующиеся на различных схемах управления коллективными инвестициями, такими как траст-фонды, паевые фонды, инвестиционные схемы страхования, пул пенсионных фондов, а также инвестициями, находящимися в доверительном управлении MPF (обязательный резервный фонд — гонконгский фонд обязательного пенсионного страхования) и паевыми инвестиционными фондами MPF. Деятельность всех указанных учреждений подлежит лицензированию и регулируется Комиссией по ценным бумагам и фьючерсам (SFC). Кроме того, SFC выдает лицензии компаниям, ведущим один из следующих девяти видов деятельности, подлежащих обязательному регулированию: операции с ценными бумагами, операции с фьючерсными контрактами, валютно-обменные операции с заемными средствами, консультирование по операциям с ценными бумагами, фьючерсными контрактами и операциям корпоративного финансирования, предоставление автоматизированных брокерских услуг, маржинальная торговля ценными бумагами и управление активами. Положениями Закона о ценных бумагах и фьючерсах (вступившего в силу 1 апреля 2003 года) предусматривается новый порядок лицензирования, согласно которому любому юридическому или физическому лицу достаточно получить только одну лицензию, дающую право на ведение различных видов деятельности, подлежащей регулированию (за исключением маржинальной торговли ценными бумагами).

Кроме перечисленных выше организаций, к небанковским финансовым институтам, осуществляющим деятельность в Гонконге, относятся страховые компании, деятельность которых подлежит надзору со стороны Офиса комиссара по делам страхования (назначаемого в качестве страхового надзорного органа), а также фонды венчурного капитала и прямых инвестиций, к которым преимущественно относятся управляющие и инвестиционные компании, деятельность которых подлежит лицензированию со стороны SFC. Услуги по финансовому лизингу и факторингу зачастую оказываются учреждениями, принимающими депозитные вклады.

Деятельность банковских финансовых институтов тесно связана с деятельностью небанковских финансовых институтов. Целый ряд банков, например, также участвует в операциях с ценными бумагами, в управлении активами, а также оказании административных услуг и услуг по доверительному управлению обязательными резервными фондами (MPF). Некоторые банки, такие как HSBC, имеют дочерние компании, занимающиеся страховой деятельностью. Банки, дилерские фирмы, осуществляющие торговлю ценными бумагами, и консультационно-инвестиционные фирмы участвуют в проведении торговых операций с различными инструментами.

6. Инвесторы

Структура инвесторов

Таблица 10. Демографические характеристики инвесторов в акции

Пол	
Мужской	52,40%
Женский	47,60%
Возрастная группа	
18-29	13,60%
30-39	26,00%
40-49	32,30%
50-59	19,50%
>60	8,50%
Средний возраст	45 лет
Образование	
Начальное	5,30%
Среднее (первый уровень)	9,10%
Среднее (второй уровень)	29,90%
Неполное высшее	8,90%
Высшее: без присвоения ученой степени	12,80%
Высшее: наличие ученой степени или ученого звания	33,90%

Источник: НКЕх.

Таблица 11. Доля инвесторов в обороте рынка денежных средств в % от общего числа

	Основные торговые операции участников фондового рынка	Зарубежные инвесторы	Местные розничные инвесторы	Местные институциональные инвесторы
1993/94	3	25	46	26
1994/95	4	30	33	33
95/96	8	32	34	26
96/97	5	22	53	20
97/98	5	32	41	22
98/99	5	32	45	18
99/2000	3	30	49	18
2000/01	4	40	36	19
2001/02	7	37	32	24
2002/03	3	39	30	28
2003/04	7	36	37	22
2004/05	8	36	30	27
2005/06	5	41	27	26

Источник: НКЕх.

Таблица 12. Доля инвесторов в объеме торговли на рынке денежных средств

	2003/04	2004/05	2005/06
Великобритания и Европа	52%	47%	47%
Великобритания	28%	25%	24%
Другие европейские государства	24%	22%	23%
США	25%	29%	26%
Азия	20%	18%	21%
Япония	3%	3%	3%
Материковый Китай	7%	5%	5%
Тайвань	1%	1%	1%
Сингапур	8%	8%	9%
Другие азиатские государства	1%	1%	2%
Прочие	3%	6%	6%
Итого	100%	100%	100%

Источник: НКЕх.

Защита прав инвесторов

Единый фонд компенсационных выплат инвесторам, находящийся в ведении независимой компании (Investor Compensation Company), признаваемый SFC в соответствии с положениями Закона о ценных бумагах и фьючерсах, предусматривает лимит компенсационных выплат из расчета 20 000 долларов США на одного инвестора. Компенсации выплачиваются инвесторам, участвующим в операциях и фьючерсных контрактах по ценным бумагам, зарегистрированным или торгуемым на Hong Kong Exchanges and Clearing Ltd, в случае возникновения у них убытков в результате неисполнения обязательств со стороны участника торгов из числа компаний, зарегистрированных и не зарегистрированных на бирже, банковского учреждения или компании, осуществляющей маржинальную торговлю ценными бумагами.

7. Глобализация рынка ценных бумаг

В соответствии с системой привязки обменных курсов курс гонконгского доллара привязан к курсу доллара США (7,80 гонконгских долларов за 1 доллар США). Денежно-кредитная политика Гонконга во многом повторяет политику США. Указанная привязка не только означает, что поведение национальной валюты Гонконга отражает поведение национальной валюты США, но и то, что Специальный административный район (SAR) должен выстраивать свою политику исходя из цикличности изменения процентных ставок в США. В Гонконге отсутствуют ограничения на проведение операций с иностранной валютой, единственным требованием является раскрытие базовой информации по трансграничным переводам в соответствии с международными обязательствами страны в части противодействия легализации денежных средств, полученных преступным путем, и противодействия международному терроризму.

В 2007 году в соответствии с Индексом международных финансовых центров Гонконг занял третью позицию в списке международных финансовых центров и имеет реальные шансы оказаться в одном ряду с такими глобальными финансовыми центрами, как Лондон и Нью-Йорк. Гонконг занимает лидирующую позицию по степени доступности капитала.

Помимо этого, Гонконг является крупнейшим центром обращения акций предприятий материкового Китая. На гонконгском рынке проводится свыше 70% сделок с акциями предприятий материкового Китая, котирующимися также на фондовых биржах США и Великобритании. Значительная доля иностранных инвестиций, направляемых в Китай, все еще проходит через фондовый рынок Гонконга, хотя и рынки материковой части страны понемногу открываются для иностранных инвесторов.

Что касается крупных международных корпораций, то они предпочитают пользоваться услугами развитой банковской системы Гонконга для финансирования собственных операций вместо того, чтобы проводить листинг своих дочерних компаний на фондовом рынке Гонконга. По состоянию на январь 2007 года лишь десять иностранных компаний были зарегистрированы на основной площадке Гонконгской фондовой биржи.

Международный финансовый центр

По оценкам The City of London Corporation, Гонконг занимает третье место в списке мировых финансовых центров после Лондона и Нью-Йорка. Стоит отметить, что по результатам аналогичного исследования, проведенного в 2005 году, не было выявлено четкого лидера среди финансовых центров Азии. Согласно данным исследования за 2007 год, Гонконг и Сингапур заняли третье и четвертое места соответственно, с большим отрывом от Токио (9-е место) и двух финансовых центров Китая – Шанхая (24-е место) и Пекина (36-е место). Несмотря на то что в настоящий момент на мировой арене присутствуют только два города, которые могут претендовать на роль глобальных финансовых центров (а именно Лондон и Нью-Йорк, занявшие соответственно первое и второе места в рейтинге), реальным претендентом из числа азиатских городов на третье место в списке глобальных финансовых центров является Гонконг. Глобальные финансовые центры обладают достаточным количеством финансовых организаций, что позволяет им выступать в качестве посредника во взаимоотношениях участников рынка финансовых услуг на международном, национальном и региональном уровне.

Международные финансовые центры осуществляют значительный объем трансграничных операций (т. е. операций, в которых участвуют как минимум две юрисдикции). К международным финансовым центрам, через которые проходит существенный объем трансграничных операций, относятся такие города, как Гонконг, Сингапур, Франкфурт.

Другой категорией финансовых центров являются так называемые нишевые финансовые центры, являющиеся мировыми лидерами в каком-либо отдельно взятом секторе, такие как Цюрих (private banking) и Гамильтон (Бермудские острова), занимающий лидирующие позиции по операциям перестрахования.

Национальные финансовые центры осуществляют существенный объем финансовых операций в стране, где они расположены, а региональные финансовые центры осуществляют большой объем операций в конкретном регионе внутри отдельной страны.

8. Вопросы налогообложения

Вопросы налогообложения занимают важное место как в развитии экономики страны в целом, так и в развитии рынка ценных бумаг в частности. При этом наиболее важным представляется не столько наличие определенных налоговых льгот для участников рынка ценных бумаг, сколько наличие развитой и эффективной системы налогообложения в целом. Так, некоторыми ключевыми налоговыми вопросами, влияющими на принятие инвестиционного решения, являются: 1) наличие действующего налогового законодательства; 2) общий уровень налоговой нагрузки на инвесторов; 3) определенность в налогообложении операций с ценными бумагами; 4) наличие эффективных механизмов урегулирования вопросов по неоднозначным налоговым вопросам; 5) эффективное взаимодействие налоговых органов с налогоплательщиками в рамках четко определенного правового поля; 6) наличие международных договоров об избежании двойного налогообложения.

Гонконг относится к странам с льготным налогообложением, в основном направленным на стимулирование притока иностранных инвесторов в определенные сектора экономики, включая рынок ценных бумаг.

В следующей таблице представлены основные налоги, применяемые к доходам предприятий, осуществляющим налогооблагаемую деятельность в Гонконге.

Наименование налога	Ставка, %
Налог на доход	17,5
Налог на доход от прироста стоимости	0
Налог на доходы, удерживаемый у источника выплаты	
• дивидендов	0
• процентов	0
• роялти	5,25/17,5

Налогообложение доходов основано на принципе территориальности, то есть обложению налогом на доход подлежит только доход, получаемый от осуществления деятельности на территории Гонконга. Таким образом, доходы, получаемые нерезидентами, не осуществляющими деятельность на территории Гонконга, не подлежат налогообложению в Гонконге.

Основные виды инвестиционных доходов также освобождены от налогообложения в Гонконге – дивиденды, доходы от прироста стоимости при реализации определенных видов ценных бумаг, проценты, получаемые по определенным депозитам или по государственным облигациям, и т. д. Некоторые виды инвестиционных доходов по определенным долговым ценным бумагам подлежат обложению по сниженной ставке налога на доходы.

Недавно Гонконг принял специальное законодательство, освобождающее иностранные инвестиционные фонды от налога на доходы по инвестиционной деятельности, осуществляемой на рынке ценных бумаг Гонконга.

В целом необходимо отметить, что налогообложение инвестиционной деятельности на рынке ценных бумаг Гонконга также является льготным по сравнению со многими другими финансовыми центрами.

По причине льготного налогообложения Гонконг не имеет широкой сети международных договоров об избежании двойного налогообложения.

4. Индия

Основные выводы

Сильные стороны	Слабые стороны
<ul style="list-style-type: none"> • Общий экономический рост и политическая стабильность. Прогнозы стремительного роста индийских компаний. Максимальные темпы роста среди всех рынков стран с развивающейся экономикой. • Локализация IPO является ключевой тенденцией – на местных фондовых биржах были завершены эмиссии ценных бумаг стоимостью несколько миллиардов долларов. Тенденция к локализации обусловлена ростом доступных местных розничных пулов капитала и увеличением объема активов, размещаемых глобальными управляющими компаниями в Индии. • Международная активность индийских компаний продолжает расширяться быстрыми темпами. • Финансовые рынки и торговая инфраструктура мирового класса. • Иностранные институциональные инвесторы оказывают поддержку роста в Индии, на них приходится до 80% притока новых средств на рынок. • Развитые расчетно-клиринговые системы, расчеты по СРР, цикл расчетов по формуле T+2, развитая система управления рисками. • Размещение ценных бумаг среди квалифицированных инвесторов (QIP) является индийским аналогом правила 144А в США, предоставляющего доступ глобальному институциональному капиталу без формального листинга вне индийских фондовых бирж. Снижение прогнозируемого объема ГДР. • Высокие стандарты корпоративного управления. • Бурный рост фондов прямых инвестиций; многие избирают IPO в качестве стратегии выхода. • Национальная фондовая биржа является мировым лидером в области торговли фьючерсами на акции. • Индийские компании должны проводить листинг своих акций на местной фондовой бирже до размещения акций за рубежом. 	<ul style="list-style-type: none"> • Слабый рынок корпоративных облигаций. Долевое финансирование развито гораздо лучше долгового. • Высокая доля присутствия государства на финансовом рынке (свыше 75% банков находятся в собственности государства). • Существенный разрыв между доходами состоятельного и бедного населения – фактически, между древней и современной экономикой. • Основной причиной для беспокойства является взяточничество – Индия находится на первом месте среди стран, где компании в наибольшей степени готовы давать взятки. • Бюрократические проблемы.
Возможности	Угрозы
<ul style="list-style-type: none"> • Стандарты бухгалтерского учета точно соответствуют Международным стандартам финансовой отчетности (МСФО). • С 1 апреля 2011 года МФСО будут использоваться для компаний, чьи акции торгуются на биржах, и других публичных компаний, включая банки, страховые компании и просто крупные компании. • Рыночные реформы правительства, а также правительственные мероприятия, направленные на дальнейшее развитие индийского рынка. • Дальнейшая приватизация предприятий, находящихся в собственности государства. • В 2004 году появились местные компании по управлению активами, что снизило зависимость индийских рынков от иностранных институтов (например, Fidelity и Templeton) и укрепило стабильность. • Значительный рост в области институционального управления активами как на местном, так и на международном уровне, привел к накоплению средств розничными инвесторами. 	<ul style="list-style-type: none"> • Риск зависимости от неконтролируемой нестабильности международных рынков и оттока капитала иностранных инвесторов. • Перегрев фондового рынка и экономики в целом. Вероятность взрыва «пузыря».

1. Динамика основных макроэкономических показателей: 2001–2006 годы

Экономика Индии, согласно прогнозам, займет третье место в мире по паритету покупательской способности (за 2007 год). В переводе на доллары США размер индийского ВВП составляет 1,1 трлн долларов, что соответствует 12 месту в мире (в 2007 году). Индия занимает второе место по темпам экономического роста в мире, в 2006 году ВВП вырос на 9,4%. Тем не менее высокая плотность населения в Индии приводит к тому, что ВВП на душу населения составил 3800 долларов по паритету покупательной способности и 813 долларов по номиналу. Всемирный банк классифицирует индийскую экономику как низкоприбыльную.

Экономика Индии разнообразна и включает сельское хозяйство, ремесленное производство, текстильную, обрабатывающую промышленность, а также широкий спектр услуг. Несмотря на то что две трети работников в Индии все еще зарабатывают на жизнь, прямо или косвенно занимаясь сельским хозяйством, сектор услуг расширяется, а его роль в индийской экономике становится более важной. С началом эры информационных технологий многие молодые и образованные индийцы, свободно говорящие по-английски, постепенно превращают Индию в своего рода “бэк-офис” глобальных компаний, переносящих туда службы поддержки клиентов и технической поддержки. Индия является основным экспортером высококвалифицированной рабочей силы в области программного обеспечения, финансовых услуг, а также технологии программирования. Другие секторы, включая промышленное производство, фармацевтическую, биотехнологическую, нанотехнологическую, телекоммуникационную, судостроительную, авиационную промышленность и туризм, демонстрируют значительный потенциал и высокие темпы роста.

Таблица 1. Макроэкономическая статистика

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Реальный ВВП (изменение в %)	5,2	3,7	8,4	8,3	9,2	9,4	8,5
Номинальный ВВП (млрд долларов)	483,4	505,7	593,7	689,9	808,9	910,6	1137,2
Номинальный ВВП на душу населения (долларов США)	466	480	554	635	733	813	973
Индекс потребительских цен (изменение в %)	3,7	4,4	3,8	3,8	4,2	5,8	6,4
Рейтинг агентства S&P	BB / негатив- ный / B	BB / негатив- ный / B	BB / ста- биль- ный / B	BB / по- зитивный / B	BB+ / стабиль- ный / B	BB+ / позитив- ный / B	BB / по- зитивный / B
Рейтинг агентства Fitch	BB+ B стабиль- ный	BB+ B негатив- ный	BB B ста- биль- ный	BB+ B стабиль- ный	BB+ B стабиль- ный	BBB- B стабиль- ный	
Валютный курс (индийских рупий за доллар США на конец периода)	48,18	48,03	45,6	43,58	45,06	44,24	39,41

Источники: Global Insight, Bloomberg.

2. Основные реформы и изменения норм регулирования, способствовавшие росту рынка ценных бумаг: 2004–2007 годы

Организованные финансовые рынки существуют в Индии более века. На сегодняшний день рынок финансовых инструментов с варьирующимися сроками погашения представлен акциями, долговыми обязательствами, контрактами на сырьевые товары и валюту. Процесс реформирования рынков капитала, включая денежные рынки, продолжает усиливаться. Для регулирования всех участников рынка было создано Управление по ценным бумагам и биржам Индии (SEBI). Публикация указа о создании депозитариев стала попыткой ликвидации одной из слабых сторон системы. Индийские рынки ценных бумаг сейчас находятся в числе мировых лидеров по модернизации и развитию технологий. Индия входит в число немногих стран, на которых не отразились негативные последствия азиатского кризиса 1997 года. Политики связывают это с медленными и осторожными темпами либерализации счетов капитала. Регулирующие органы принимают все необходимые действия для того, чтобы вывести индийский рынок на международный уровень. Они стремятся сделать Индию образцом для развивающихся рынков капитала.

Таблица 2. Основные реформы

Финансовый сектор	Либерализация рынка	Корпоративный сектор	Прочее
<ul style="list-style-type: none"> 3 мая 2004 года Центральный банк Индии упростил контроль над сферой обмена валюты для индийских резидентов, работающих на иностранные компании для приобретения акций по планам покупки опционов на акции. До настоящего времени индийские резиденты могли лишь покупать иностранные ценные бумаги, выпущенные их компаниями, с дисконтом. Сейчас банки, входящие в состав Резервного банка Индии, могут превышать существующий лимит ценных бумаг, удерживаемых до срока погашения (25% инвестиций), но лишь в тех случаях, если бумаги сверх лимита представляют собой государственные облигации или ценные бумаги, определяемые в соответствии с обязательным коэффициентом ликвидности (SLR). 2005 индийских банков должны принять новые упрощенные правила обеспечения безопасности капитала, известные как Базель II, не позднее 31 марта 2007 года. Неправительственные пенсионные фонды могут инвестировать в акции до 5% своих портфелей. Неправительственные пенсионные фонды также могут инвестировать до 10% своих портфелей в корпоративные долговые инструменты или ценные бумаги паевых инвестиционных фондов, и еще 10% – в государственные ценные бумаги. 	<ul style="list-style-type: none"> 24 марта 2005 года рыночные регуляторы разрешили паевым инвестиционным фондам торговать производными финансовыми инструментами в более свободном режиме, изменив правила, которые ограничивали их в хеджировании и изменении баланса портфелей, что увеличило привлекательность производных финансовых инструментов для местных фондов. Новые правила будут применяться ко всем новым схемам. Для старых схем фонды могут использовать производные финансовые инструменты после получения одобрения инвесторов и предоставления им возможности бесплатного выхода из фонда. 26 июля 2006 года в попытке увеличить присутствие институциональных инвесторов в риелторском секторе Индия разрешила паевым инвестиционным фондам увеличить инвестирование в данной области. 	<ul style="list-style-type: none"> В октябре 2004 года Управление SEBI пересмотрело статью 49, которая объединила все предыдущие требования и добавила несколько новых. SEBI предоставило уже зарегистрированным на биржах компаниям (тем, которые отвечали требованиям капитала или нормативу чистой стоимости, упоминавшемуся ранее, а также тем компаниям, которые в первый раз подали заявку на листинг) срок до 15 апреля 2006 года для приведения показателей в соответствие с новыми требованиями. Ключевым условием стало требование того, чтобы совет директоров состоял, по крайней мере, на одну треть из независимых директоров, если председатель совета директоров является неисполнительным директором. Если председатель является исполнительным директором, по крайней мере, половина совета директоров должна состоять из независимых директоров. 	<ul style="list-style-type: none"> 30 декабря 2004 года в рамках предложения по реформированию области пенсионного страхования был опубликован указ президента о создании регулирующего органа для этой сферы. 9 августа 2004 года вступили в силу новые правила для операционных подразделений (BPO), использующих информационные технологии в области налогообложения: «Юридическое лицо, не являющееся резидентом (Индии), может иметь деловые связи с организациями, являющимися (индийскими) резидентами; юридическое лицо, являющееся резидентом (Индии), будет рассматриваться в качестве постоянного представительства организации, не являющейся резидентом».

Стандарты бухгалтерского учета

Стандарты бухгалтерского учета Индии довольно точно соответствуют Международным стандартам финансовой отчетности. Однако требования к раскрытию финансовой информации в Индии не полностью соответствуют международным принципам бухгалтерского учета, несмотря на старания Института дипломированных бухгалтеров Индии (ICAI), который принял решение о полном переходе на международные стандарты финансовой отчетности, опубликованные Советом по международным стандартам бухгалтерского учета для отчетных периодов с 1 апреля 2011 года. Подобно практике, сложившейся в Австралии, Новой Зеландии и странах Евросоюза, международные стандарты финансовой отчетности (IFRS) будут приняты для компаний, зарегистрированных на биржах, и других публичных компаний, включая банки, страховые компании и крупные предприятия.

3. Финансовые рынки

Рынок акций

Финансовый рынок Индии является одним из старейших в мире и считается самым лучшим и быстрорастущим среди всех рынков стран с развивающейся экономикой. История индийских финансовых рынков началась 200 лет назад, в конце 18 века, когда Индия находилась под правлением Ост-Индийской компании.

Сегодня финансовый рынок Индии более развит, чем многие другие сектора экономики, так как он был организован задолго до них; фондовые биржи Мумбаи, Ахмадабада и Калькутты были созданы в начале 19 века. К началу 1960 года общее число фондовых бирж в Индии увеличилось до восьми, к биржам в Мумбае, Ахмадабаде и Калькутте добавились биржи в Мадрасе, Канпуре, Дели, Бангалоре и Пуне. На сегодняшний день кроме централизованной Национальной фондовой биржи (NSE) и Внебиржевого рынка Индии (OTCEI) в стране функционирует 21 региональная фондовая биржа. Тем не менее рынки ценных бумаг в Индии оставались в состоянии стагнации из-за строгих мер контроля рыночной экономики, которые позволяют небольшому числу монополистов доминировать в соответствующих секторах. Корпоративные инвесторы не допускались во многие сегменты промышленности, в которых доминировали инвесторы, контролируемые государством, что привело к экономической стагнации в начале 90-х годов. В последующие годы, когда в экономике Индии началась «либерализация», сопровождавшаяся устранением или смягчением контроля, на рынках ценных бумаг было проведено большое количество IPO. В результате многие компании в разных сегментах промышленности начали предлагать новые продукты и услуги.

В конце мая 2003 года, после спада в феврале 2000 года, индийские фондовые рынки начали стремительный рост. Тенденция к повышению продолжается уже долгое время, прерываясь из-за коррекции и всплесков волатильности. Положительное влияние на рост оказали высокие фундаментальные экономические и корпоративные показатели, позитивная тенденция на мировых рынках ценных бумаг и высокий уровень спроса со стороны паевых инвестиционных фондов и иностранных институциональных инвесторов (ФИ).

Таблица 3. Соотношение капитализации рынка и ВВП по странам (%)

	Индия	Тайвань	Япония	Великобритания	США	Россия
Капитализация рынка / ВВП	159,6	182,96	103,81	146,05	127,59	77,37

Источники: Bloomberg, Global Insight.

Таблица 4. Рыночная статистика

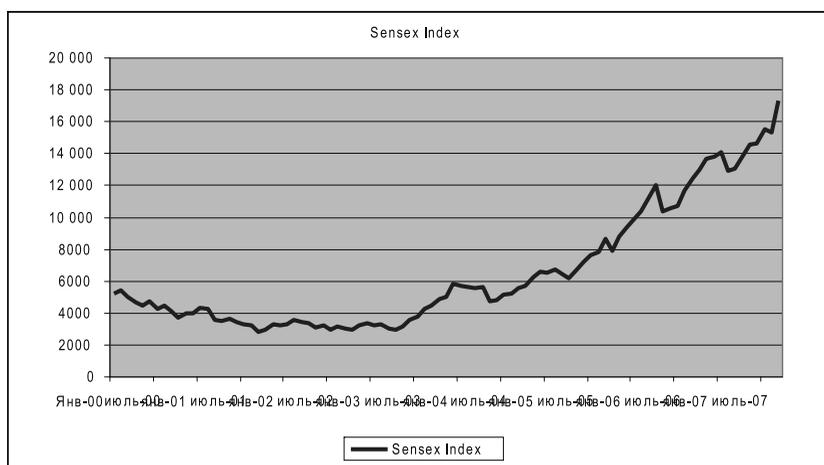
	2003	2004	2005	2006	2007
Капитализация индийского рынка (млрд долларов)	280	386	546	816	1 815
Количество компаний, имеющих листинг на биржах страны	2176	4730	4763	4796	
Рыночная концентрация	80,15%	77,95%	75,2%	77,95%	
Обращаемость акций индийских компаний	83,1%	72,3%	55,53%	49,9%	
Количество зарегистрированных фондов, торгуемых на бирже (ETF)	5	6	5	5	

Для расчета количества зарегистрированных ценных бумаг использовались данные только по рынку BSE (Бомбейской фондовой биржи). Для расчета количества рыночной концентрации и обращаемости акций индийских компаний использовались средние данные по рынкам BSE и NSE (Национальная фондовая биржа). Для расчета количества зарегистрированных фондов, торгуемых на бирже (ETF) использовались средние данные по рынкам BSE и NSE за период с 2003 по 2004 годы; данные только по NSE – за период с 2005 по 2006 годы. Для расчета рыночной концентрации использовались средние данные по 5% наиболее капитализированных и торгуемых компаний Индии по рынкам BSE и NSE.

Источники: «Эрнст энд Янг», Bloomberg.

Расчетный список индекса Sensex Бомбейской фондовой биржи (BSE) представлен акциями 30 крупных и высоколиквидных компаний на рынке. Sensex, который в январе 2004 года поднялся выше отметки в 6000 пунктов всего лишь второй раз за всю историю своего существования, 11 мая 2006 года достиг максимума в 12 671 пунктов. Вместе с тем общая активная продажа акций на рынках стран с развивающейся экономикой и чрезмерное привлечение заемного капитала для выстраивания позиций по производным финансовым инструментам привели к резкому падению в середине мая 2006 года. 18 мая 2006 года Sensex упал на 826 пунктов. В последующий период восстановление рынков проходило довольно медленно и, несмотря на коррекцию в декабре 2006 года, январе и феврале 2007 года, Sensex достиг нового максимума в 14 652 пунктов 8 февраля 2007 года. После этого продажа финансовых инструментов на индийском рынке проходила в соответствии с глобальными тенденциями. Затем ситуация оставалась нестабильной, наблюдалась обеспокоенность по поводу повышения процентных ставок, роста инфляции и ее потенциального влияния на корпоративные прибыли. К середине июля 2007 года, однако, Sensex достиг отметки в 15 300 пунктов.

Рис 1. Динамика индекса SENSEX



Источник: Bloomberg.

IPO

Таблица 5. Статистика IPO

	2003	2004	2005	2006	2007
Общее число IPO на индийских фондовых биржах	2	12	39	68	91
Средства, привлеченные в результате IPO на индийских фондовых биржах (млн долларов)	237,6	2718,1	2201	6361	8264,4
Число IPO индийских компаний за пределами страны	1			1	4
Средства, привлеченные в результате IPO индийских компаний за пределами страны (млн долларов)	876,9			255,3	686)
Вторичные размещения внутри страны		6	16	34	64
Объем средств, привлеченных в результате вторичных размещений внутри страны (млн долларов)		3859,823	4070,9	3329,2	16 069,49
Вторичные размещения за рубежом	2	3	23	26	16
Объем средств, привлеченных в результате вторичных размещений за рубежом (млн долларов)	329	104,7	4238,4	3191,6	7037,5

Источник: Bloomberg.

Стимулом для проведения IPO стал существенный экономический рост

Индийский рынок IPO является довольно универсальным, хотя в 2006 году доминировали энергетические компании, занимая 34% рынка. В 2006 году крупнейшим IPO в Индии стала эмиссия геологоразведочного и нефтедобывающего подразделения Cairn Energy (1,9 млрд долларов), на втором месте оказалось размещение Reliance Petroleum (1,8 млрд долларов). Наиболее существенные прибыли инвесторам также принесли IPO риелторских компаний. В 2007 году аналитики прогнозируют объем привлеченных средств на уровне более 15 млрд долларов благодаря IPO таких компаний, как крупнейший земельный девелопер Индии — DLF.

Стимулом для проведения IPO стало увеличение числа крупных сделок. Увеличение объема сделок соответствует росту экономики и необходимости привлечения капитала.

Локализация IPO возникает благодаря росту капитала и увеличению размещения активов в Индии

Роль иностранного капитала в Индии и международная деятельность индийских компаний продолжает расширяться быстрыми темпами. Сейчас Индия занимает второе после США место по прямым иностранным инвестициям в Лондоне. Активы 500 индийских компаний размещены в Великобритании. Иностранные институциональные инвесторы оказывают поддержку росту в Индии, на них приходится до 3/4 притока новых средств на рынок.

Тем не менее последние 18 месяцев локализация также является одной из ключевых тенденций в Индии. Число размещений стоимостью несколько миллиардов долларов на индийских биржах увеличивается (включая IPO компаний Reliance Petroleum и Cairn India). Тенденция к локализации является производной от роста пулов местного капитала, доступного для инвестиций в Индии, и роста активов, размещаемых глобальными управляющими компаниями в Азии/Индии.

В последние годы в Индии наблюдался существенный рост в области институционального управления активами. В период с 2005 по 2006 год отрасль управления активами выросла на 55%. В 2005 году их стоимость составляла 508,32 млн долларов, а в декабре 2006 года она составила 789,26 млн долларов. Международные компании по управлению активами, такие как Fidelity и Templeton, а также индийские управляющие компании (например, Reliance Mutual Funds) развернули в Индии активную деятельность и начали демонстрировать уверенный рост, привлекая средства розничных инвесторов.

Последние тенденции в листинге в Индии: регистрация на местных биржах и размещение ценных бумаг среди квалифицированных инвесторов

Хотя в Индии более 9000 компаний (крупнейший в мире показатель среди публичных компаний с малым и средним уровнем капитализации) зарегистрированы на 23 биржах, двумя основными биржами являются Бомбейская фондовая биржа (BSE) и Национальная фондовая биржа (NSE).

До середины 2006 года многие компании прошли листинг на индийских биржах, а затем разместили глобальные депозитарные расписки (ГДР). Однако в мае 2006 года стало возможным размещение ценных бумаг среди квалифицированных инвесторов (Qualified Institutional Purchases — QIP), что аналогично правилу 144а Комиссии по ценным бумагам и биржам США.

К QIP относятся институциональные инвесторы, обладающие достаточным опытом и знаниями для инвестиционной деятельности на рынках капиталов, в том числе:

- публичные финансовые институты;
- коммерческие банки;
- фонды взаимных инвестиций;
- иностраные институциональные инвесторы, зарегистрированные в SEBI;
- финансовые институты;
- фонды венчурного капитала, зарегистрированные в SEBI;
- иностраные инвесторы в фондах венчурного капитала, зарегистрированные в SEBI;
- государственная корпорация индустриального развития;

страховые компании, зарегистрированные в IRDA;
фонды сбережений с минимальным размером Rs.25 crores (25* 10 млн рупий);
пенсионные фонды с минимальным размером Rs. 25 crores (25* 10 млн рупий).

Сейчас QIP в Индии пользуются большой популярностью. С их помощью открываются возможности для обеих сторон: Индия может получить доступ к денежным средствам без проведения листингов за рубежом, а иностранные инвесторы могут осуществлять капиталовложения в индийские компании. QIP предоставляет доступ к глобальному институциональному рынку посредством размещения акций среди институциональных инвесторов без формального листинга за пределами Индии.

Инвесторы и эмитенты предпочитают QIP, так как полагают, что такое размещение является более эффективным. Оно выгодно как для инвесторов, так и для эмитентов, поскольку регулирующие органы не вмешиваются в его проведение. QIP позволяет эффективно использовать имеющиеся средства и время. Вся ликвидность остается на одном рынке, а не разделяется, как это происходит при размещении ГДР, когда ликвидность распределяется между Лондоном, Люксембургом и Индией.

Подавляющее большинство индийских компаний зарегистрировано только на фондовых биржах Индии. Тем не менее все большее число индийских компаний проводят листинг за рубежом, что в первую очередь связано с высокой оценочной стоимостью и прозрачностью бирж Лондона, Сингапура, Люксембурга как ведущих фондовых бирж в мире. По закону индийские компании должны проводить листинг своих акций на местной фондовой бирже до регистрации на зарубежных биржах.

Решение относительно того, где проводить листинг, зависит от нормативных критериев бирж Лондона, Люксембурга, Сингапура и других европейских бирж. Очень немногие компании выбирают регистрацию на рынках США из-за требований GAAP США и закона Сарбейнса-Оксли. Лишь компании, работающие в области информационных технологий, и некоторые банки выходят на рынок США и проводят там листинг.

Торговля после IPO

В 2007 году, через год после проведения IPO, ценные бумаги приблизительно 40% индийских компаний торговались с премией к цене размещения. Вплоть до конца 2006 года средний размер премии составлял около 12%, однако с началом рыночного бума ситуация изменилась. Среднее значение премии для компаний, осуществивших IPO в период с 2006 по 2007 год, повысилось до 23%. Доля акций компаний, торгующихся с премией после размещения в 2007 году, превысила 60%.

Тенденции в области привлечения капитала

Рост объема средств, привлеченных благодаря эмиссии прав (rights offerings), в 2006–2007 годах замедлился (см. таблицу 6).

Таблица 6. Тенденции: объем привлеченных средств и количество финансовых инструментов (долларов США)

Финансовый инструмент		2003	2004	2005	2006	
Акции	По номиналу	Количество	1 315 789	3 212 482	1 331 558	2 260 398
		Сумма	31 359 649	82 606 700	93 209 055	84 086 799
	С премией	Количество	2 412 280	8 490 133	10 874 390	28 933 092
		Сумма	288 157 894	4 265 488 756	5 319 130 049	6 103 074 141
ССПС (система центрального расчетного контрагента)		Количество	Нет данных	Нет данных	Нет данных	Нет данных
		Сумма	Нет данных	Нет данных	Нет данных	Нет данных
Облигации		Количество	1 754 385	1 376 778	1 109 632	Нет данных
		Сумма	570 175 438	992 198 256	858 189 081	Нет данных
Прочее		Количество	438 596	Нет данных	Нет данных	226 040
		Сумма	2 850 877	Нет данных	Нет данных	2 260 398
Итого		Количество	5 701 754	13 079 394	13 315 579	31 419 530
		Сумма	892 543 859	5 340 064 249	6 292 942 743	6 189 421 338

Источник: SEBI handbook of statistics, 2006 год, стр. 22-23.

Таблица 7. Тенденции: объем привлеченных средств и количество финансовых инструментов (долларов США)

		2003	2004	2005	2006
Публичные компании	Количество	3 070 175	8 031 206	7 545 495	23 282 098
	Сумма	798 026 315	510 899 495	5 468 264 536	5 265 370 705
Права	Количество	2 631 578	5 048 187	5 770 084	8 137 432
	Сумма	94 517 543	231 069 297	802 485 575	924 050 633
Котируемые	Количество	4 385 964	8 260 670	8 211 274	13 562 387
	Сумма	664 912 280	4 552 088 113	3 219 485 131	3 717 450 271
IPO	Количество	1 315 789	4 818 724	5 104 305	17 857 143
	Сумма	227 850 877	787 976 135	3 051 264 980	2 471 971 067

Источник: SEBI handbook of statistics, 2006 год, стр. 22-23.

Как и в Китае, в Индии основным источником капитала являются акции. Рынок корпоративных облигаций относительно мал. Тем не менее в последние годы ситуация улучшается.

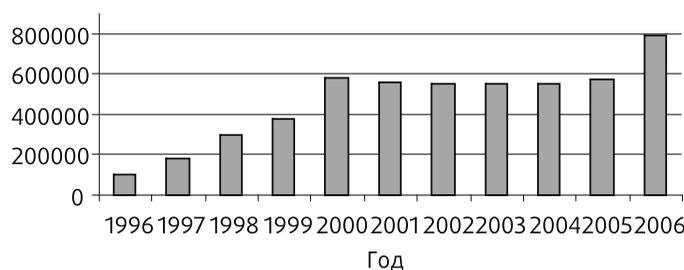
Закрытое размещение долговых обязательств продолжало оставаться одним из источников привлечения капитала для индийских компаний в 2006–2007 финансовом году, хотя интереса к открытому размещению долговых обязательств по-прежнему не было. Компании также обратились к внешним коммерческим займам и к растущим фондовым рынкам. Одной из причин популярности долговых обязательств является то, что банки чаще кредитуют компании путем покупки долговых обязательств по закрытой подписке, нежели предоставляют необеспеченные кредиты. Более того, многосторонние агенты недавно начали предоставлять частичные кредитные гарантии по облигациям, что позволяет компаниям с низким кредитным рейтингом выручить средства.

Рост в области частных инвестиций в Индии является ключевым стимулом для проведения IPO

Около (3–5 млрд долларов) частных инвестиций приходится на инвестиции ведущих компаний, таких как Carlyle, Blackstone, Texas Pacific и Warburg Pincus в Индии.

При высоком уровне частных инвестиций они являются основным стимулом для проведения размещения, так как частные компании ищут выхода через IPO. В 2006 году посредством займов под залог частного акционерного капитала было получено больше денежных средств, чем через IPO – 7,46 млрд долларов в 2006 году против 2,26 млрд в 2005 году. Ожидается, что в 2007 году данный показатель достигнет уровня в 10 млрд долларов. Финансовые спонсоры смогли увеличить крупные пулы постоянного капитала и повысить необходимость инвестиций. Некоторая часть вырученных средств направлена на инвестиции непосредственно в Индию, хотя найти крупный и привлекательный объект для инвестиций довольно сложно. В Азии/Индии конкурентная борьба за активы среди финансовых спонсоров, хедж-фондов и институциональных инвесторов привела к повышению цен и ухудшению характеристик прибыли. Есть еще одно препятствие для осуществления частных инвестиций в Индии. Как и во многих странах Азии, в Индии около 90% акций компаний, которые торгуются на открытых рынках, принадлежат членам одних и тех же семей. Фондам прямых инвестиций очень непросто выкупить акции, находящиеся в собственности таких семей.

Рис 2. Рост частных размещений долговых обязательств



Источник: SEBI.

Таблица 8. Объем средств, привлеченных на долговом рынке (млрд долларов)

	2005	2006
Корпоративные эмитенты	13,16	17,98
Государственные эмитенты	32,31	41,07

Источник: NSE.

Торговая площадка для предприятий малого и среднего бизнеса (SME)

До 2005 года в Индии не существовало специальной торговой площадки для предприятий малого и среднего бизнеса (SME), однако Бомбейская фондовая биржа (BSE) и некоторые другие региональные биржи сформировали специальный сегмент для SME. BSE и Федерация фондовых бирж Индии (FISE), в которую входят 20 региональных фондовых бирж, выступили с совместным предложением о создании альтернативной национальной платформы BSE IndoNext, предназначенной для торговли акциями и долговыми обязательствами SME и осуществления торговых операций с бумагами как новых, так и давно образованных компаний. Первый этап создания BSE IndoNext начался 7 января 2005 года.

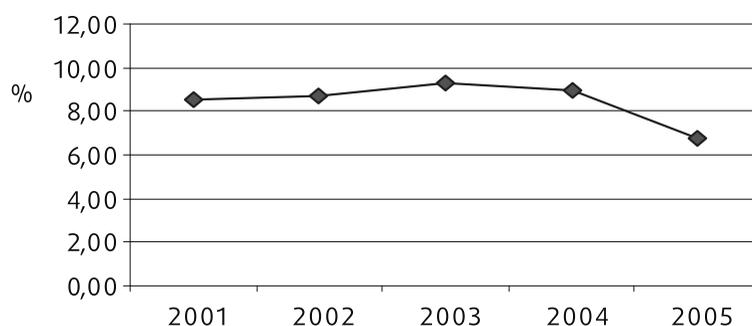
В торговых операциях в рамках платформы Indonexт принимают участие свыше 500 компаний. Однако Indonexт не смогла привлечь большое количество компаний, так как ее доля составляет всего лишь 3–4% дневного оборота BSE.

Основной конкурент BSE (NSE) разрабатывает стратегию запуска отдельной торговой платформы для SME. Деятельность OTCEI, созданной специально для предприятий малого бизнеса, также не была особенно успешной, несмотря на две попытки оживить ее и провести слияние с NSE в 2000 году.

Рынок облигаций

Рынок долговых обязательств Индии стал более насыщенным по объему торговых операций по сравнению со своим первоначальным состоянием около 10 лет назад. С точки зрения объема рынок долговых обязательств Индии занимает третье место в Азии после Японии и Кореи. Данный рынок представлен государственными и корпоративными облигациями при доминирующем положении первых. Рынок корпоративных облигаций все еще находится на ранней стадии развития как с точки зрения микроструктуры рынка, так и в плане влияния на весь рынок в целом. Доля корпоративных облигаций в общем объеме долговых обязательств в действительности снизилась с 34% в 1999–2000 годах до 21% в 2003–2004 годах, а затем восстановилась до уровня 29% в период с 2004 по 2005 год. Мировые рынки долговых обязательств, как правило, превышают фондовые рынки. Тем не менее рынок долговых обязательств в Индии очень мал по сравнению с фондовым рынком.

Рис 3. Частные размещения долговых обязательств/ВВП



Текущая ситуация сложилась из-за того, что отмена государственного регулирования и либерализация рынка долговых обязательств Индии были проведены сравнительно недавно, поэтому он сам находится в относительно ранней стадии развития. Государственные облигации формируют большую часть рынка долговых обязательств – на них приходится около 90–95% бумаг, находящихся в обращении, такая же доля относится к рыночной капитализации и объему торгов. За последние несколько лет на рынке долговых обязательств правительства наблюдался существенный рост. На рынке облигаций еще не началась торговля фьючерсами и опционами, что может сыграть главную роль в выявлении их цен, ликвидности, а также в управлении рисками в ходе торгов на открытом рынке. В 2004 году коэффициент оборачиваемости в 75% был характерен лишь для 28 облигаций. Число облигаций с достаточным уровнем ликвидности в этом периоде снизилось. Для сравнения, число акций отдельных компаний с коэффициентом оборачиваемости выше 75% увеличилось с 207 в 2001 году до 445 в 2004 году.

Тем не менее в последнее время на финансовых рынках и рынках капитала были проведены некоторые реформы и существенная реструктуризация, что снизило количество проблем на розничном рынке облигаций, в частности, с точки зрения обслуживания большего количества инвесторов. В настоящее время торговые операции с корпоративными облигациями осуществляются тремя основными способами:

- непосредственно между участниками торгов, когда расчет по двусторонней сделке осуществляется посредством чеков в валюте центрального банка и передачи ценных бумаг через депозитарию;
- посредством брокера, который сводит покупателя и продавца и помогает осуществить сделку. Брокер обязан сообщать о сделках на фондовую биржу, где он зарегистрирован;
- посредством сегмента частных инвестиций на фондовой бирже, где в анонимной системе книги заказов торгуются корпоративные облигации, а расчеты производятся через клиринговую палату / компанию с новацией.

Таблица 9. Сравнение совокупного объема долговых обязательств, находящихся в свободном обращении / ВВП (%)

Сравнение показателей некоторых стран мира – 2004 год		
	Общий объем непогашенной задолженности (млрд долларов)	% от ВВП
США	19 186,6	163,5
Евросона	9570,2	93,3
Япония	8866,7	182,9
Корея	568,4	75,5
Бразилия	371,6	56,2
Индия	239,2	34,8
Малайзия	106,6	90,5
Чили	41,8	41

Рынок производных финансовых инструментов

Торговля производными финансовыми инструментами в Индии началась в июне 2000 года после того, как Управление SEBI окончательно утвердило ее в мае 2001 года. SEBI разрешило торговлю производными финансовыми инструментами на двух фондовых биржах, NSE и BSE, и использование их клиринговых компаний, которые могут передавать права по обязательствам для проведения расчетов по контрактам с производными финансовыми инструментами. Сначала SEBI утвердило торговлю фьючерсными контрактами на индексы S&P CNX Nifty и BSE-30 (Sensex). До этого регулятор утвердил торговлю опционами по этим двум индексам и опционам по ценным бумагам отдельных компаний.

В закон о торговле ценными бумагами (SCRA) в декабре 1999 года были внесены поправки для включения производных финансовых инструментов в понятие «ценные бумаги» и создания нормативно-правовой базы для управления торговыми операциями с производными финансовыми инструментами. Закон также указал на то, что производные финансовые инструменты будут являться законными и имеющими правовую силу, только если такие контракты торгуются на признанной фондовой бирже, что препятствует торговле производными финансовыми инструментами на внебиржевом рынке. В марте 2000 года правительство также аннулировало постановление 30-летней давности, которое запрещало форвардную торговлю ценными бумагами.

Фьючерсы на акции отдельных компаний продолжают занимать существенную часть сегмента фьючерсов и опционов. В июне 2006 года на них пришлось 55% общего оборота. Основной причиной стало то, что по сравнению с опционами на акции трейдеры не испытывают неудобств с фьючерсами на акции отдельных компаний, так как торговля первыми очень напоминает действовавшую ранее систему брокерских кредитов, так называемую badla system.

Таблица 10. Статистика производных финансовых инструментов

	2003	2004	2005	2006
Число торгуемых на бирже опционов на акции	5 610 170	4 880 987	5 224 485	5 214 191
Объем торгуемых на бирже опционов на акции (млн долларов)	41 812	40 394	40 260	44 479
Число торгуемых на бирже фьючерсов на акции	25 676 441	44 059 058	68 911 754	100 285 737
Объем торгуемых на бирже фьючерсов на акции (млн долларов)	195 463	345 232	510 701	857 436
Число торгуемых на бирже опционов на фондовые индексы	1 332 460	2 868 155	10 140 239	18 702 248
Объем торгуемых на бирже опционов на фондовые индексы (млн долларов)	7 516	23 270	60 025	141 111
Число торгуемых на бирже фьючерсов на фондовые индексы	10 809 530	23 728 357	47 375 214	70 286 227
Объем торгуемых на бирже фьючерсов на фондовые индексы (млн долларов)	64 963	190 575	279 775	515 354

Для расчета данных за 2003–2004 годы использовались средние данные по рынкам BSE (Бомбейской фондовой биржи) и NSE (Национальная фондовая биржа); за 2005–2006 годы – данные только по NSE.

Источник: WFE.

Согласно статистике NSE:

- Объем в сегменте опционов на индексы по сравнению с другими сегментами остается низким, что может быть связано с низкой волатильностью индексов на рынке спот. Обычно опционы считаются более ценными, когда волатильность связанных с ним показателей (в данном случае – индекса) является высокой. С этим связан тот факт, что брокеры не получают высоких комиссий, рекомендуя своим клиентам покупать опционы на индексы, так как низкая волатильность ведет к увеличению промежутка времени, необходимого для закрытия позиции.
- Объем опционов «пут» по индексам и опционов по акциям с января 2002 года увеличился, объем опционов «колл» снизился с 2,86 в январе 2002 года до 1,32 в июне. Снижение объемов опционов «колл» указывает на то, что пессимизм трейдеров в отношении рынка увеличивается.
- Фьючерсные контракты с далекими сроками исполнения практически не торгуются. Опционы на акции со сроком исполнения уже в следующем месяце также не торгуются. На внебиржевом рынке производных финансовых инструментов в последние несколько лет наблюдался резкий рост, сопровождавшийся модернизацией системы коммерческих и инвестиционных банков и глобализацией финансовой деятельности. Этому во многом способствовал прогресс в области информационных технологий. Несмотря на то что торговля производными финансовыми инструментами на обеих биржах и внебиржевом рынке имеет много преимуществ, структура первых является более жесткой, чем структура последнего. Неоднократно обсуждалось, что именно институты с высокой долей заемного капитала и их позиции по производным финансовым инструментам на внебиржевом рынке были одной из основных причин кризиса на финансовых рынках в 1998 году. Подобные факты турбулентности продемонстрировали риски для стабильности рынка, вызванные особенностями торгов производными финансовыми инструментами на внебиржевом рынке.

Внебиржевые рынки производных финансовых инструментов обладают следующими отличительными чертами по сравнению с торговлей производными финансовыми инструментами на биржах.

1. Управление рисками контрагента (кредитными рисками) децентрализовано и осуществляется в рамках отдельных институтов.
2. Отсутствуют формальные единые требования по лимитам по позициям, займам, марже.
3. Отсутствуют формальные правила в отношении рисков и совместного выполнения обязательств.
4. Отсутствуют формальные правила в отношении сохранения стабильности и целостности рынка, а также обеспечения коллективных интересов участников рынка.
5. Контракты на внебиржевом рынке в целом не контролируются регулирующими органами и организациями самоуправления бирж, хотя на них непосредственно влияют национальные законодательные системы, органы банковского контроля и мониторинг рынка.

4. Инфраструктура рынка

Биржи и альтернативный рынок

Закон о торговле ценными бумагами (SCRA) определяет роль различных регулирующих органов на рынке ценных бумаг. Он создан для регулирования денежного рынка и рынка государственных облигаций. RBI (Reserve Bank of India) регулирует сегмент денежного рынка, в который входят долговые обязательства (коммерческие ценные бумаги и депозитарные сертификаты) и рынок государственных облигаций. Рынок неправительственных облигаций регулируется Управлением по ценным бумагам и биржам Индии (SEBI создано 12 апреля 1992 года в соответствии с Законом о регуляторе фондового рынка от 1992 года). SEBI также регулирует деятельность фондовых бирж, проводит мониторинг слияний и поглощений, публикует руководства для лучшего раскрытия информации о капитале и деятельности всех участников рынка (например, инвестиционных банкиров, операторов паевых инвестиционных фондов, фондовых бирж и биржевых брокеров).

В Индии насчитывается 22 фондовые биржи, самыми важными из которых являются Национальная фондовая биржа (NSE) и Бомбейская фондовая биржа (BSE).

По количеству торговых операций с акциями NSE является третьей по величине фондовой биржей в мире после NYSE и NASDAQ.

NSE является мировым лидером по объему торговли фьючерсами на акции. Тем не менее объем торговли опционами на акции и опционами на фондовые индексы остается низким по сравнению с другими фондовыми биржами мира.

По состоянию на 2006 год фондовые биржи Индии занимали восьмое место по числу IPO и по стоимости (6,4 млрд долларов). Несмотря на кризис в мае 2006 года, который привел к снижению стоимости BSE более чем на 100 млрд долларов и вызвал обеспокоенность относительно того, что четырехлетний период роста индийского фондового рынка остался позади, активность в области проведения IPO быстро восстановила положительную тенденцию развития.

Национальная фондовая биржа (NSE) и Бомбейская фондовая биржа (BSE) входят в число мировых лидеров по объему торговых операций. На них приходится около 99% объема торгов и влияния на настроения инвесторов других основных бирж, расположенных в Ахмадабаде, Ченнаи, Коти, Калькутте и Нью-Дели.

NSE и BSE работают в г. Мумбаи (Бомбей). За последние несколько лет NSE существенно расширилась, начав работу в городах, где нет собственных фондовых бирж. NSE продолжает опережать BSE по объемам торгов. На долю NSE приходится около 67% объема торгов акциями в Индии в 2006–2007 финансовом году, на долю BSE – около 33%. В 2006–2007 финансовом году общий оборот на фондовом рынке спот вырос до 439,6 млрд долларов по сравнению с 354,7 млрд долларов в предыдущем финансовом году. Общий оборот BSE составил 216,1 млрд долларов по сравнению с 184,4 млрд в предыдущем финансовом году.

Требования листинга

Требования листинга на NSE включают:

Критерии	Первичные публичные размещения акций (IPO)	Компании, зарегистрированные на других биржах
Оплаченный акционерный капитал (PUEC) / Рыночная капитализация (MC)	PUEC ≥ 2,5 млн долларов и MC ≥ 6,2 млн долларов	PUEC ≥ 2,5 млн долларов и MC ≥ 6,2 млн долларов Или PUEC ≥ 6,2 млн долларов. Или MC ≥ 12,5 млн долларов
Дивиденды в расчете на чистую стоимость	-	Дивиденды выплачиваются не реже чем за два года из последних трех лет, или чистая стоимость 12,5 млн долларов, или распределяемая прибыль не реже чем за два года из последних трех лет
Оценка проекта / листинга	Проект должен получить оценку рекомендованных агентств или заявитель должен иметь договоренности о пополнении оборотного капитала с одним из банков, обладающих собственными средствами не менее 12,5 млн долларов	Иметь регистрацию на любой другой фондовой бирже не менее трех последних лет, или проект должен получить оценку рекомендованных агентств, или заявитель должен иметь договоренности о пополнении оборотного капитала с одним из банков, обладающих собственными средствами не менее 12,5 млн долларов
Иные требования	Отсутствие дисциплинарных взысканий со стороны других фондовых бирж / регулирующих органов за последние три года Удовлетворительный механизм компенсации ущерба по претензиям инвесторов, распределения доли участия и учета судебных дел компании-основателя, если такие имеются	Аналогично требованиям для IPO Отсутствие отрицательной чистой прибыли, Отсутствие ходатайств о ликвидации компании, отсутствие обращений в Совет промышленной и финансовой реконструкции (BIFR)

Примечание:

- Критерии для проведения IPO также применяются к компаниям, которые провели IPO, но не зарегистрированы на NSE при условии, если они подают заявку на листинг в течение полугода с даты завершения эмиссии.
- Требования о представлении информации о дивидендах / чистой прибыли / оценке проекта / листинга не применяются к государственным компаниям, бюджетному сектору, финансовым институтам, национализированным банкам, законодательно учрежденным корпорациям, которые управляются в соответствии с нормативно-правовой базой.

Заявитель или компания-основатель обязаны предоставить NSE годовые отчеты за три предыдущих финансовых года.

Требования для регистрации на BSE сводятся к следующему:

	Крупные компании	Компании с низким уровнем капитализации
Минимальный уровень оплаченного капитала после IPO	0,75 млн долларов	0,75 млн долларов
Минимальный размер эмиссии	2,5 млн долларов	0,75 млн долларов
Минимальная рыночная капитализация	6,2 млн долларов	
Минимальный уровень прибыли/оборота	-	0,75 млн долларов в течение каждого из предшествующих трех лет
Минимальное количество акционеров на открытом рынке после эмиссии	-	1000

Независимая комплексная проверка может проводиться группой независимых аудиторов или представителей торговых банков, назначенных биржей, затраты на проведение которой будет компенсировать компания. Требования к проведению независимой комплексной проверки могут варьироваться, если финансовый институт или назначенный коммерческий банк провел оценку проекта в предыдущем году.

В апреле 2006 года SEBI опубликовало руководство по выпуску Индийских депозитарных расписок (IDR), позволяющих иностранным компаниям проходить регистрацию на индийских фондовых биржах. Для размещения IDR компании необходимо пройти процедуру листинга у себя в стране. Минимальный размер эмиссии IDR составляет 12,5 млн долларов, минимальное число бумаг в заявке – 4990 штук. IDR открыты для квалифицированных институциональных инвесторов, которые не являются индийскими резидентами, и для иностранных институциональных инвесторов, которым для покупки IDR необходимо специальное разрешение центрального банка.

Процедуры торгов

BSE

Торги на BSE осуществляются через электронную торговую систему BSE On Line Trading (BOLT), которая работает с 1995 года. В основе работы системы лежит принцип автоматического подбора заявок, что обеспечивает эффективное функционирование, автоматическое сопоставление приказов и быстрое их выполнение. Торговая система на регулярной основе демонстрирует информацию, связанную с рынком и необходимую трейдерам. Такая информация включает пять лучших предложений о покупке и продаже, объем акций в рамках последней сделки и цену ее проведения, объем инструментов покупки или продажи (независимо от ставок), открытую, максимальную и минимальную цену, общее количество торговых операций, объем и стоимость, а также колебания индекса. Кроме того, предоставляется другая информация, связанная с компаниями. Как только заявки на покупку и продажу совпадают, в системе реального времени создается соответствующее подтверждение. Отчеты как в обычном режиме, так и в режиме реального времени, доступны всем членам биржи по поступившим и неисполненным заявкам, а также по исполненным торговым операциям. Алгоритм выполнения заявок основывается на ценовых и временных приоритетах.

В феврале 2001 года BSE запустила систему торгов через Интернет для того, чтобы предоставить инвесторам дополнительный инструмент для направления заявок на покупку или продажу ценных бумаг. Биржа предоставляет модель провайдера приложений Application Service Provider (ASP) членам биржи — брокерам, их филиалам и субпосредникам через частную сеть, а также Интернет.

NSE

NSE управляет общенациональной торговой системой National Exchange for Automated Trading System (NEAT), основанной на принципе автоматической демонстрации.

NEAT обеспечивает одинаковое время ответа на заявку (trade response) – менее 1,5 секунд и может выполнять до 5 млн торговых операций в день. NSE также внедрила информационную систему на основе

Интернет (NSE's Internet Based Information System или NIBIS) для распространения торговой информации через Интернет.

Поддержание порядка проведения торгов

На индийском рынке нет специалистов, отвечающих за поддержку котировок акций. Внебиржевой рынок — OTCEI – стал первой биржей в Индии, внедрившей институт маркетмейкеров – компаний, которые владели акциями эмитентов и обеспечивали ликвидность путем покупки и продажи их другим участникам рынка. Однако в настоящий момент торги на данной бирже приостановлены.

Пакетная торговля (block trades)

14 января 2004 года SEBI опубликовало циркуляр (№ SEBI/MRD/SE/Cir-7/2004) о раскрытии деталей «особо крупных» сделок для повышения прозрачности рынка при осуществлении подобных сделок на фондовых биржах. Под «особо крупными» сделками понимаются «все сделки на скрипте (на бирже), в которых общее количество купленных / проданных акций превышает 0,5% акционерного капитала компании, зарегистрированной на бирже». Таким образом, количественного лимита в 0,5% можно достичь посредством одной или более сделок, проведенных в течение дня в нормальном рыночном сегменте.

«Крупная сделка (block trade)» должна удовлетворять следующим условиям.

- Данное торговое окно должно оставаться открытым в течение ограниченного периода времени (35 минут с начала торгов), например, торговое окно должно оставаться открытым с 9:55 до 10:30 утра.
- В соответствующих случаях заявки могут размещаться в данном окне по цене, не превышающей +1% от определяющей рыночной цены или цены на момент закрытия торгов накануне.
- Одна заявка может включать минимальное количество акций в размере 500 000 штук при минимальной цене 12,5 млн долларов.
- Каждая торговая операция, проводимая в данном окне, должна быть выполнена; она не может быть уменьшена в размере или отменена.
- Фондовая биржа должна публично раскрывать информацию по крупным сделкам: название сертификата, наименование клиента, количество купленных / проданных акций, цена торгов и т.д. в день ее проведения после официального окончания торгов.
- Фондовые биржи обязаны обеспечить все соответствующие торговые и расчетные операции, а также меры по снижению рисков до уровня, адекватного нормальному сегменту рынка.

Расчеты за ценные бумаги

NSE

На индийском рынке действуют два депозитария, Central Depository Services (India) Ltd и National Securities Depository of India Ltd. Все ценные бумаги, хранящиеся в депозитариях, являются бездокументарными. Клиринговая палата биржи поддерживает хорошо структурированные связи с обоими депозитариями. Прямая передача ценных бумаг на счет и со счета бенефициара обеспечивается только на уровне клиринговой палаты, обеспечивая беспрепятственное движение ценных бумаг в рамках системы расчетов. Клиринговые и расчетные операции производит National Securities Clearing Corporation Ltd (NSCCL). NSCCL — 100%-ное дочернее предприятие, учрежденное NSE в августе 1995 года, которое в апреле 1996 года начало осуществлять клиринговые операции. Все торговые операции производятся в электронном формате через систему центрального расчетного контрагента (CCP). NSCCL доводит сведения об осуществленных торговых операциях до членов клиринговой палаты/депозитариев в день совершения сделки. Депозитарии присылают NSCCL подтверждение о проведении операций через день после ее совершения. На основе подтверждения NSCCL увязывает позиции контрагентов между собой для того, чтобы определить обязательства каждой из них. Член клиринговой палаты должен внести или списать

средства/ценные бумаги с текущего счета. Член палаты также должен соблюдать необходимые меры безопасности при зачислении или списании ценных бумаг. Обязательства в отношении всех ценных бумаг заносятся в систему, чтобы определить обязательства по оплате или получению средств. Обязательства по начислению и списанию средств членов биржи, по последним данным, определяются по формуле T+1 и передаются им в тот же день, таким образом, они могут произвести расчеты в срок T+2. Ценные бумаги/средства зачисляются на счет/снимаются со счета в период T+2, и расчеты по торговым операциям завершаются за два дня после окончания торговой сессии.

В динамическую систему управления рисками входят нормы достаточности капитала, ограничения по торгам и рискам, механизм остановки торгов, основанный на предельных значениях индекса, а также требования к марже (корректировки к рынку).

NSCCL довольно жестко регулирует график произведения расчетов с точки зрения времени получения средств и ценных бумаг, а также случаев недопоставки или нарушений правил поставок. В настоящий момент расчеты по 100% нетто-поставок членов клиринговой палаты проводятся в бездокументарной форме, и случаи недопоставки составляют менее 1% от общего объема поставок. Биржа придерживается строгой системы полной прозрачности штрафов в случаях несоблюдения требований по производству расчетов каждого из членов биржи, выступая в качестве средства предотвращения случаев отклонения от правил произведения расчетов.

Национальная расчетно-клиринговая система

В сентябре 1996 года NSCCL внедрила Национальную расчетно-клиринговую систему (NCSS).

Член палаты, работающий в более чем одном регионе страны, может суммировать все торговые операции с ценными бумагами во всех филиалах. По любой ценной бумаге у члена есть нетто-обязательства либо по получению, либо по поставке этой ценной бумаги. Для произведения расчетов, обязательства одного члена биржи группируются по всем ценным бумагам, и он должен либо выплатить, либо получить денежные средства.

Фонд гарантий осуществления расчетов

Одной из ключевых задач клиринговой корпорации является гарантия осуществления расчетов. Для этого из поступающих средств члены клиринговой палаты создали фонд гарантий осуществления расчетов. Фонд начал работу в июне 1996 года. Единственной биржей в Индии, где расчет по обязательствам гарантирован, является NSE.

У сегмента рынка капитала и сегмента фьючерсов и опционов существуют отдельные фонды осуществления расчетов.

Фьючерсы и опционы

NSCCL является органом, осуществляющим клиринговые операции и расчеты по всем сделкам в сегменте опционов и фьючерсов. NSCCL выступает в качестве законного контрагента по всем сделкам и гарантирует расчеты по ним. Расчеты по всем фьючерсным и опционным контрактам в настоящий момент производятся в чистой сумме. Расчеты по фьючерсным контрактам на индексы и ценные бумаги должны производиться по формуле T+1. Окончательные расчеты по контрактам с истекающим сроком погашения производятся в последний четверг месяца по формуле T+1. Расчеты по опционным контрактам на индексы проводятся по европейскому образцу, т.е. автоматически по формуле T+1. Срок погашения истекает в последний четверг месяца. Расчеты по опционам на ценные бумаги производятся по американскому образцу. Механизм погашения в течение дня является необязательным и производится по формуле T+2. Окончательное погашение производится автоматически в день истечения срока погашения контракта по формуле T+2 в последний четверг месяца. Для гарантии расчетов и управления рисками используется анализ риска стандартного инвестиционного портфеля (SPAN).

5. Финансовые институты

Небанковский финансовый сектор Индии является очень важным и растет очень быстро. Ведущие страховые компании и паевой инвестиционный фонд Unit Trust of India находятся в собственности государства. Они традиционно являлись ключевыми игроками в финансовом секторе как в области сбережений на внутреннем рынке, так и в области кредитования компаний. Тем не менее после либерализационных мер на отдельных рынках роль частных и иностранных компаний становится более важной.

Таблица 11. Статистика участников рынка (количество участников)

	2003	2004	2005	2006
Фондовые биржи (рынок реальных финансовых инструментов)	23	23	22	22
Фондовые биржи (рынок производных финансовых инструментов)	2	2	2	2
Брокеры (сегмент реальных финансовых инструментов)	9519	9368	9128	9335
Корпоративные брокеры (сегмент реальных финансовых инструментов)	3835	3746	3733	3961
Субброкеры (сегмент реальных финансовых инструментов)	13 291	12 815	13 684	23 479
Брокеры (сегмент производных финансовых инструментов)	795	829	994	1120
Иностранные институциональные инвесторы	502	540	685	882
Кастодианы	11	11	11	11
Депозитари	2	2	2	2
Участники депозитария	438	431	477	526
Торговые банки	124	123	128	130
Банки-андеррайтеры	67	55	59	60
Андеррайтеры	43	47	59	57
Доверенные лица по облигационным займам	35	34	35	32
Кредитно-рейтинговые агентства	4	4	4	4
Фонды венчурного капитала	43	45	50	80
Иностранные инвесторы венчурного капитала	6	9	14	39
Регистраторы эмиссий и трансфер-агенты	143	78	83	83
Портфельные управляющие	54	60	84	132
Паевые инвестиционные фонды	38	37	39	38
Институты коллективного инвестирования	0	0	0	0
Зарегистрированные посредники (схемы займов, осуществляемых в акциях)	4	3	3	3

Источник: SEBI.

В последние несколько лет правительство открыло небанковский финансовый сектор частным компаниям. В 1993 году оно разрешило частным компаниям участвовать в паевых инвестиционных фондах, и к марту 2007 года, по данным Ассоциации паевых инвестиционных фондов Индии (Association of Mutual Funds in India), в их собственности находилось 80,32% всех управляемых активов паевых инвестиционных фондов. В 2000 году правительство разрешило частным компаниям участвовать в страховом секторе, хотя доля иностранного участия в нем была ограничена 26%. 23 частных страховых компании, получившие лицензии, большинство которых работали в партнерстве с одной из иностранных компаний, продемонстрировали существенные темпы роста. К марту 2007 года их объединенная доля рынка составила 25,83 и 34,7% на рынках страхования жизни и прочих видов страхования соответственно.

В Индии нет крупных пенсионных фондов или финансовых посредников, которые занимаются только предоставлением услуг пенсионных фондов. Большинство пенсионных сбережений в Индии поступа-

ют в страховые фонды, отчисления в которые должны осуществлять и работники, и работодатели. Обычно фонды выплачивают единовременные пособия при выходе на пенсию. Некоторая часть отчислений работодателей уходит в фонд пенсионного страхования персонала (Employees' Pension Scheme), которым управляет Employees' Provident Fund Organisation (EPFO). Центральные и местные органы власти имеют отдельные пенсионные планы для своих работников.

Паевые инвестиционные фонды в Индии являются активными игроками на рынке первичных и производных финансовых инструментов для частных и публичных компаний, а также на рынке долговых обязательств. Объемы средств, привлеченных в паевые инвестиционные фонды, существенно выросли — до 480 млрд долларов в 2006/2007 финансовом году по сравнению с 270 млрд годом ранее. Общая сумма активов, находящихся под управлением по всем внутренним схемам, по данным Ассоциации паевых инвестиционных фондов Индии, составила на конец марта 2007 года 80 млрд долларов США по сравнению 56 млрд годом ранее.

Операторами паевых инвестиционных фондов в Индии являются управляющие компании (АМС). Сейчас этот сектор является важным, так как по состоянию на 31 марта 2007 года, согласно данным Ассоциации паевых инвестиционных фондов Индии, в него входят 30 компаний, управляющих 756 схемами (каждый фонд работает с несколькими схемами) с объемом активов в 80 млрд долларов.

Растущая отрасль паевых инвестиционных фондов привлекает много новых участников рынка, а также приводит к некоторой консолидации. Lotus India Asset Management Company, совместное предприятие Fullerton Fund Management Group (находящейся в полной собственности сингапурской Temasek Holdings) и Sabre Capital Worldwide (Великобритания), начала работать в ноябре 2006 года. Тогда же Franklin Templeton Investments (США) приобрела полный контроль над своим совместным предприятием в Индии, Franklin Templeton AMC (Индия), выкупив 25% акций, принадлежащих индийской Hathaway Investments.

6. Инвесторы

Структура инвесторов: статистика

Таблица 12. Доля инвесторов в 2006 году (%)

	Доля участия, %
Институциональные инвесторы	20,7
Неинституциональные инвесторы	27,3
Доля учредителей	52,0

Источник: NSE.

Таблица 13. Распределение инвестиций акционеров по типам домашних хозяйств в 2006 году (%)

Домашние хозяйства	Акции	Долговые обязательства / облигации	ПИФы	Прочее	Итого
Все – Индия	15,6	3,47	5,53	75,4	100
Городские	16,62	4,12	6,67	72,62	100
Сельские	13,28	2,03	3,01	81,68	100

Источник: SEBI.

Таблица 14. Доля инвестиций домашних хозяйств в 2006 году (%)

Домашние хозяйства	Инвесторы	Не являющиеся инвесторами
Все – Индия	7,3	92,7
Городские	15,6	84,4
Сельские	4	96

Источник: SEBI.

Защита прав инвесторов

BSE

В соответствии с руководством, опубликованным Министерством финансов и правительством Индии, для удовлетворения претензий инвесторов к членам, не выполняющим свои обязательства, биржа создала фонд защиты инвесторов (IPF). Фондом управляют доверенные лица, назначенные биржей.

Арбитражные решения инвесторов в отношении сторон, не выполняющих свои обязательства, изучаются специальным комитетом, образованным биржей (Defaulters Committee), на предмет их оправданности.

NSE

Биржа поддерживает фонд защиты инвесторов для выплаты компенсаций, на которых могут настаивать инвесторы, понесшие убытки в связи с объявлением любого члена торгов банкротом.

Обычно предъявляются следующие виды претензий:

- претензии в связи с платежами члену торгов за полученные ценные бумаги;
- претензии в связи с поставкой участнику торгов ценных бумаг, плата за которые не была получена;
- претензии в связи со средствами участников торгов, ожидающих инвестиций, или неправомерно использованными средствами участников торгов.

7. Глобализация рынка ценных бумаг

Устранение ограничений для иностранных инвестиций

С января 2000 года SEBI разрешило иностранным компаниям и физическим лицам инвестировать средства в индийские рынки капитала, будучи зарегистрированными иностранными институциональными инвесторами (ФИ), доля участия которых ограничивается 5% капитала компании. ФИ могут производить инвестиции непосредственно во все ценные бумаги, торгуемые на рынках первичных и производных финансовых инструментов Индии. В ФИ входят пенсионные фонды, паевые инвестиционные фонды, инвестиционные трасты, страховые и перестраховочные компании, управляющие компании, иностранные портфельные управляющие, фонды университетов, фонды для пожертвований, благотворительные учреждения и благотворительные трасты/общества с опытом успешной деятельности. По состоянию на март 2007 года на SEBI было зарегистрировано 986 ФИ по сравнению с 882 годом ранее.

В январе 2004 года SEBI уточнило, что ФИ должны совершать сделки, выпускать или держать офшорные производные финансовые инструменты как ноты участия (participation notes) на индийские акции только в пользу юридических лиц, деятельность которых регулируется законодательством страны регистрации ФИ.

Деятельность индийцев-нерезидентов (NRI) и лиц индийского происхождения (PIO) регулируется другими правилами. Они могут покупать и продавать акции и конвертируемые долговые обязательства индийских компаний на фондовых биржах по схеме портфельных инвестиций. Индийцы-нерезиденты/лица индийского происхождения могут приобрести до 5% оплаченного акционерного капитала компании. Общая доля их инвестиций в компании ограничивается 10%, однако она может быть увеличена до 24% по решению акционеров.

Правительство разрешает иностранным паевым инвестиционным фондам (юнит-трастам) производить инвестиции в индийский рынок капитала. Некоторые из этих фондов (например, Fund Magnum, принадлежащий State Bank of India, и Fund Himalayan, принадлежащий Canara Bank) были размещены среди отдельных институциональных инвесторов; другие (включая Citibank) ориентированы на индийцев-нерезидентов. По состоянию на середину 2007 года Unit Trust of India АМС управляет тремя офшорными фондами.

Индийские компании, осуществляющие инвестиции за рубежом

Роль иностранного капитала в Индии и международная деятельность индийских компаний продолжает увеличиваться стремительными темпами. Сейчас Индия занимает второе после США место по прямым иностранным инвестициям в Лондоне. В Великобритании осуществляют свою деятельность около 500 индийских компаний. Иностранные институциональные инвесторы оказывают поддержку росту в Индии, на их долю приходится до 3/4 новых средств, поступающих на рынок.

Акции иностранных компаний на индийских фондовых биржах

В августе 2005 года BSE была трансформирована в акционерную компанию с ограниченной ответственностью. К концу мая 2007 года после того, как BSE продала 51% своих акций 21 инвестору по цене 130 долларов США за штуку, процесс акционирования был завершен. В число этих инвесторов вошли шесть иностранных компаний: немецкая Deutsche Boerse и фондовая биржа Сингапура приобрели по 5% акций каждая, еще 16% купили американские частные инвестиционные фонды Atticus Mauritius и Caldwell Asset Management, а также Dubai Financial и Katre Investment (Кипр). Остаток акций был приобретен различными финансовыми институтами на внутреннем рынке, корпоративными инвесторами и двумя физическими лицами с большим объемом чистого капитала.

В январе и марте 2007 года NSE продала 26% своих акций группе иностранных инвесторов, куда вошли Нью-Йоркская фондовая биржа и Goldman Sachs (США). SEBI одобрило схемы акционирования всех остальных фондовых бирж к июню 2007 года.

Зависимость от иностранного капитала

Индийский фондовый рынок сталкивается с той же угрозой, что и рынок Китая — «перегрев рынка» и создание «ценового пузыря». Тогда как «пузырь» на индийском фондовом рынке был вызван в большей степени притоком иностранного капитала, причиной аналогичного явления на рынке Китая стали сбережения населения.

Недавний приток зарубежных средств привел к росту курса рупии и увеличил обеспокоенность относительно притока «отмытых средств». Регулирующий орган предложил ряд мер по ограничению притока «спекулятивного» иностранного капитала на фондовый рынок Индии.

15 октября 2007 года SEBI предложило ограничить торговлю офшорными производными финансовыми инструментами и ввести меры, направленные на предотвращение выхода незарегистрированных иностранных инвесторов на индийский рынок. Предложение затрагивает половину всех иностранных инвестиций на рынке.

8. Вопросы налогообложения

Вопросы налогообложения занимают важное место в развитии экономики страны в целом и рынка ценных бумаг в частности. При этом наиболее важным представляется не столько наличие определенных налоговых льгот для участников рынка ценных бумаг, сколько наличие развитой и эффективной системы налогообложения. Так, некоторыми ключевыми налоговыми вопросами, влияющими на принятие инвестиционного решения, являются: 1) наличие действующего налогового законодательства; 2) общий уровень налоговой нагрузки на инвесторов; 3) определенность в налогообложении операций с ценными бумагами; 4) наличие эффективных механизмов урегулирования неоднозначных налоговых вопросов; 5) эффективное взаимодействие налоговых органов с налогоплательщиками в рамках четко определенного правового поля; 6) наличие международных договоров об избежании двойного налогообложения.

Индия относится к странам с традиционной системой налогообложения, то есть не позиционируется как страна с льготным налогообложением. В то же время Индия предоставляет ряд существенных налоговых льгот для предприятий, осуществляющих деятельность в определенных индустриях, включая инвестиционную деятельность на рынке ценных бумаг.

В следующей таблице представлены основные налоги, применяемые к доходам предприятий, осуществляющим налогооблагаемую деятельность в Индии.

Наименование налога	Ставка, %
Налог на доход	30
Налог на доход от прироста стоимости	10-40
Налог на доходы, удерживаемый у источника выплаты	
• дивидендов	20
• процентов	20
• роялти	10
• доходы по паям инвестиционных фондов	0
Налог на операции с ценными бумагами	0,017- 0,25

В дополнение к вышеуказанным налогам также применяются надбавки в размере от 2,5 до 10% и налог на образование в размере 2%.

Доходы от прироста стоимости по краткосрочным активам (например, акции, срок владения которыми не превышает 12 месяцев) облагаются по ставкам от 30 до 40%, в то время как аналогичные доходы по долгосрочным активам облагаются по ставкам от 10 до 20%. При этом доходы от прироста стоимости по акциям или паям определенных инвестиционных фондов могут быть освобождены от данного налога при условии уплаты налога на операции с ценными бумагами.

Следующие виды доходов получаемых определенными категориями нерезидентов освобождаются от налога на доходы:

- доходы от вложений в паевые фонды Индии;
- доходы от инвестиций в определенные сберегательные сертификаты;
- доходы от инвестиций в определенные виды облигаций.

Дивиденды, получаемые от индийских компаний, доходы от паев в паевых фондах Индии, а также доходы по венчурным фондам могут быть освобождены от налога на доходы.

Проценты по определенным видам облигаций также подлежат освобождению от налога на доходы как для резидентов, так и для нерезидентов.

Законодательством Индии предусмотрено освобождение от налога доходов инвестиционных фондов, инвестирующих в определенные сектора экономики.

Индия заключила международные договоры об избежании двойного налогообложения с более чем 67 странами мира. По некоторым из заключенных договоров ставки налога на доходы, удерживаемого у источника выплаты, могут быть снижены до 0% по дивидендам и до 10% по процентам.

Налоговые льготы для физических лиц

Физические лица облагаются налогом на доходы по прогрессивной шкале по ставкам от 10 до 30%.

Виды доходов, не облагаемых налогом на доходы:

- долгосрочный прирост стоимости от сделок с листинговыми акциями и долями определенных инвестиционных фондов, если такие сделки прошли через признаваемый рынок ценных бумаг и уплачен налог на сделки с ценными бумагами;
- дивиденды по акциям и долям определенных инвестиционных фондов при условии выплаты дивидендов самими эмитентами или инвестиционными фондами.
- процентный доход, премия при погашении ценных бумаг, облигаций и т.д., выпущенных центральным правительством.

Доход, облагаемый по льготной ставке:

- краткосрочный прирост стоимости от сделок с листинговыми акциями и долями определенных инвестиционных фондов, если такие сделки прошли через признаваемый рынок ценных бумаг и уплачен налог на сделки с ценными бумагами.

Налоговые вычеты:

- долгосрочный прирост стоимости от продажи любого актива в пределах суммы, инвестированной в определенные облигации;
- следующие виды доходов физического лица вычитаются из базы по налогу на доходы в пределах 100 000 рупий:
 - 1) отчисления в определенные страховые фонды;
 - 2) покупка доли в инвестиционном фонде со сроком владения не менее трех лет;
 - 3) покупка акций / облигаций публичных компаний, занимающихся деятельностью в области:
 - развития или управления и поддержания инфраструктуры Индии;
 - телекоммуникационных услуг;
 - развития или управления и поддержания промышленных парков или специальной экономической зоны, предусмотренных центральным правительством;
 - выработки и распределения / передачи и распределения электрической энергии / реконструкции и восстановления электростанций.

5. Казахстан

Основные выводы

Сильные стороны	Слабые стороны
<ul style="list-style-type: none"> Начало работы проекта Регионального финансового центра Алма-Аты. Отечественные компании выходят на зарубежные биржи, размещая часть своих акций на KASE. 	<ul style="list-style-type: none"> Низкая ликвидность финансового рынка. Низкая информированность и, как следствие, низкая вовлеченность рядовых казахстанцев в работу фондового рынка. Низкая доля иностранных инвесторов.
Возможности	Риски
<ul style="list-style-type: none"> Государственное стимулирование фондового рынка. Как пример — предложенный Министерством финансов РК список компаний, акции которых будут размещены на KASE. Переход на международные стандарты финансовой отчетности. Развитие рынка коллективного инвестирования (паевых инвестиционных фондов). 	<ul style="list-style-type: none"> Закрытость компаний и их скрытая аффилированность с представителями власти.

1. Динамика основных макроэкономических показателей: 2001–2006 годы

Республика Казахстан относится к числу стран с развивающейся экономикой. Согласно данным Международного валютного фонда, по объему ВВП экономика страны занимает пятьдесят шестое место в мире. На территории бывшего Советского Союза Казахстан является одной из лидирующих стран по своему развитию и эффективности реформ, проведенных с момента обретения независимости в 1992 году. В настоящее время крупными торговыми партнерами Казахстана являются Россия, Китай, страны ЕС и США. Республика Казахстан достигла высокого показателя экономического роста благодаря активному развитию нефтегазовой и горнодобывающей отраслей промышленности. Однако в настоящее время правительство прилагает целый ряд усилий для диверсификации экономики страны, развития наукоемких и инновационных отраслей с целью вхождения Казахстана в число пятидесяти наиболее конкурентоспособных стран мира. ВВП на душу населения в Республике Казахстан вырос с 1452 долларов в 2001 году до 5016 в 2006 году.

Таблица 1. Республика Казахстан: основные макроэкономические показатели

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Реальный ВВП (изменение в %)	13,5	9,5	9,3	9,4	9,7	10,6	8,5
Номинальный ВВП (млрд долларов)	21,5	23,0	29,8	43,2	55,6	77,2	102,6
Номинальный ВВП на душу населения (долларов)	1 452	1 549	1 994	2 868	3 655	5 016	6 651
Индекс потребительских цен (изменение в %)	8,4	5,9	6,4	6,9	7,6	8,6	10,8
Валютный курс (казахстанского тенге за доллар США в среднем за год)	146,7	153,3	149,6	136,0	132,9	126,1	120,31
Рейтинг агентства S&P (для займов в иностранной валюте)	BB / стабиль- ный / B	BB / позитив- ный / B	BB+ / стабиль- ный / B	BBB- / стабиль- ный / A-3	BBB- / стабиль- ный / A-3	BBB / ста- биль-ный / A-3	BBB- / стабиль- ный / A-3
Рейтинг агентства Fitch (для займов в иностранной валюте)	BB	BB+	BB+	BBB-	BBB	BBB	BBB

Источник: Global Insight.

2. Основные реформы и изменения норм регулирования, способствовавшие росту рынка ценных бумаг: 2004–2007 годы

Развитие финансового рынка началось с момента обретения Казахстаном независимости в 1991 году и формирования Казахстанской фондовой биржи в 1993 году и получило качественный импульс к своему развитию в течение последних лет после принятия ряда законодательных актов, направленных на стимулирование развития фондового рынка страны. В 2006 году Президент Республики Казахстан подписал закон «О региональном финансовом центре города Алматы», нормами которого устанавливается особый правовой режим, регулирующий взаимоотношения участников финансового центра и заинтересованных лиц, направленный на развитие финансового рынка Казахстана.

Таблица 2. Соотношение капитализации рынка и ВВП по странам в 2007 году (%)

	Корея	Тайвань	Япония	Великобритания	США	Россия	Казахстан
Капитализация рынка к ВВП	121,6	182,96	103,81	146,05	127,59	77,37	52,4

Источники: Bloomberg, Global Insight, «Эрнст энд Янг», KASE.

Правительство не прекращает усилий, направленных на то, чтобы превратить Республику Казахстан и, в частности, деловую столицу страны, Алма-Ату, в финансовый центр Центральной Азии. Данная инициатива предполагает создание «Регионального финансового центра города Алматы», задачами которого являются:

- институциональное развитие финансового центра, отвечающего международным стандартам и способствующего привлечению иностранных участников;
- привлечение эмитентов и профессиональных участников в лице организаций, осуществляющих брокерскую и дилерскую деятельность, и институциональных инвесторов для работы в финансовом центре;
- обеспечение активного участия компаний, входящих в состав АО «Холдинг „Самрук“», АО «ФУР „Казына“», и других государственных организаций в деятельности финансового центра;
- обеспечение интеграции Центра с мировыми рынками капитала;
- привлечение инвестиций в экономику страны;
- выход казахстанского капитала на зарубежные рынки ценных бумаг;
- вовлечение внутренних сбережений населения посредством рынка ценных бумаг для модернизации экономики.

Стандарты бухгалтерского учета

28 февраля 2007 года Президентом Республики Казахстан был подписан закон «О бухгалтерском учете и финансовой отчетности», который обязывает составлять финансовую отчетность в соответствии с международными стандартами субъектов крупного предпринимательства и публичных компаний.

3. Финансовые рынки

Рынок акций

По состоянию на 1 января 2007 года капитализация казахстанского фондового рынка составила 73,3% от показателя ВВП.

Таблица 3. Соотношение показателей капитализации фондового рынка и ВВП

	2003	2004	2005	2006	2007
Капитализация отечественного рынка (млрд долларов)	2,4	3,9	10,5	56,6	53,77
Номинальный ВВП (млрд долларов)	29,8	43,2	55,6	77,2	102,6
Капитализация / ВВП (%)	8,2	9,1	18,9	73,3	52,4

Источники: Global Insight, KASE.

Таблица 4. Основные показатели финансового рынка

	2003	2004	2005	2006
Капитализация отечественного рынка (млрд долларов)	2,4	3,9	10,5	57
Количество компаний, имеющих листинг в Казахстане:	112	80	98	97
официальный список, категория А	-	-	-	45
официальный список, категория В	-	-	-	48
сектор «нелистинговые ценные бумаги»	-	-	-	4
Рыночная концентрация (%)	-	-	-	75,4
Количество зарегистрированных фондов, торгуемых на бирже (ETFs)	-	-	-	-

Источник: KASE.

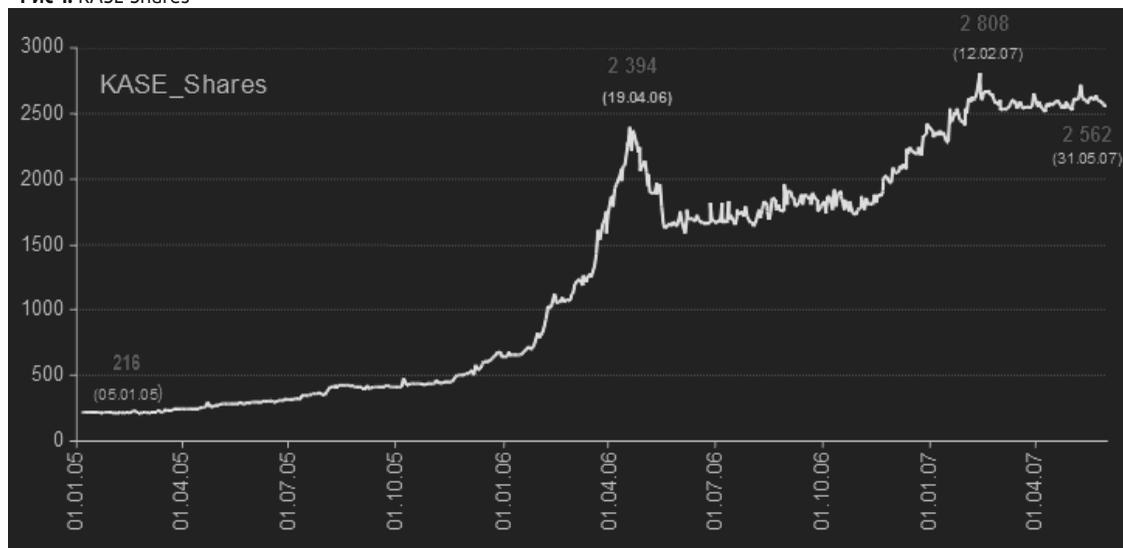
Таблица 5. Ежедневный средний объем торгов

	2004	2005	2006
Ежедневный средний объем торгов фондового рынка (млн долларов)	2,16	3,15	3,69

Источник: KASE.

Индекс KASE Shares, основанный на рыночных котировках официального списка акций категории А, имеющих листинг на Казахстанской фондовой бирже, вырос в 11,8 раза: с 216 (по состоянию на 5 января 2005 года) до 2562 (по состоянию на 31 мая 2007 года).

Рис 1. KASE Shares



Источник: KASE.

IPO

Таблица 6. Статистика IPO

Наименование компании	Биржа	Объем привлеченных средств, млн долларов	Год
Казахмыс	LSE	1350	2005
КазахГолд	LSE	196,5	2005
Степь Цемент	LSE (AIM)	21	2006
КазМунайГаз Разведка Добыча	LSE	2300	2006
Казкоммерцбанк	LSE	845	2006
Халык Банк	LSE	748	2006
Шалкия Цинк	LSE	101,5	2006
Шагала Групп	LSE	104	2007
Казахстан Кагазы	LSE	273,5	2007
Альянс Банк	LSE	704	2007

Источник: данные компании «Эрнст энд Янг».

Таблица 7. Размещения казахских компаний на KASE

Компания	Объем привлеченных средств на KASE, млрд долларов	Год размещения
КазМунайГаз Разведка Добыча	Около 1,5 млрд долларов	2006
Казахтелеком	39,9 млн долларов (0,9%)	2007

Из компаний, прошедших IPO, только «КазМунайГаз Разведка и Добыча» провела IPO на Лондонской бирже и на Казахстанской фондовой бирже (KASE). Общий объем размещения на обеих биржах составил около 2,3 млрд долларов.

«Казахтелеком» — единственная компания, акции которой были выставлены на торги только на KASE.

Государство стимулирует размещения акций казахстанских компаний. В октябре 2007 года Министерством финансов был опубликован перечень тридцати трех компаний, которым предстоит разместить свои акции на площадке РФЦА, после того как она будет интегрирована с Казахстанской фондовой биржей (KASE). Целями данной инициативы являются стимулирование развития фондового рынка, повышение его привлекательности для частных инвесторов и диверсификация инвестиционного портфеля крупных институциональных инвесторов (инвестиционных компаний, компаний по управлению активами пенсионных фондов, страховых компаний). Подавляющее число компаний этого списка — компании с государственным участием, представляющие главным образом транспортную, энергетическую и горнодобывающую отрасли. В настоящее время существенная часть акций, торгуемых на площадке РФЦА и KASE, являются акциями финансовых организаций, в первую очередь банков и страховых компаний.

Рынок облигаций

По итогам 2006 года объем торгов по корпоративным облигациям составил 3,015 млрд долларов, что на 75,7% больше показателя 2005 года. По состоянию на 1 января 2007 года совокупная стоимость выпущенных облигаций на Казахстанской фондовой бирже составила 12,893 млрд долларов. Несмотря на хороший рост, рынок корпоративных облигаций Казахстана характеризуется низкой ликвидностью и консервативной инвестиционной политикой.

Таблица 8. Статистика рынка казахстанских облигаций

	2005	2006
Отечественные ценные бумаги: финансовые учреждения (объем торгов, млн долларов)	1480,3	2351
Отечественные ценные бумаги: корпоративные эмитенты (объем торгов, млрд долларов)	235,5	664,5

Источник: KASE.

Рынок производных финансовых инструментов

В Казахстане пока не сформировался рынок деривативов, возможность проведения операций с производными инструментами только декларируется.

4. Инфраструктура рынка

Основным регулятором финансового рынка в целом является Агентство по регулированию и надзору финансового рынка и финансовых организаций (АФН), которое подчинено и подотчетно непосредственно Президенту Республики Казахстан. Регулятором деятельности РФЦА является специально созданное Агентство Республики Казахстан по регулированию деятельности Регионального финансового центра города Алматы.

Биржи и альтернативные рынки

30 декабря 1993 года была зарегистрирована единственная биржа в стране — Казахстанская фондовая биржа, KASE (первоначальное название — Казахская межбанковская валютная биржа), функционирующая как универсальная финансовая биржа, нацеленная на проведение торгов всеми существующими в Казахстане стандартизируемыми финансовыми инструментами. 23 августа 2007 года была утверждена «Стратегия развития Казахстанской фондовой биржи на 2007–2010 годы». На период действия данной стратегии основными принципами деятельности и развития биржи являются:

- признание своими главными конкурентами тех фондовых бирж, которые привлекли, привлекают, пытаются или потенциально могут привлечь к размещению и обращению на своих торговых площадках ценные бумаги казахстанских эмитентов;
- биржа должна быть той торговой площадкой, на которой казахстанские и иностранные эмитенты ценных бумаг могут привлечь в ходе одного первичного публичного размещения (IPO) не менее 50 млн долларов;
- целевой инвесторской аудиторией биржи являются казахстанские институциональные инвесторы; вместе с тем в целях обеспечения ценового и объемного балансов на национальном фондовом рынке биржа должна стремиться к привлечению на этот рынок «качественных иностранных инвесторов»;
- биржевой фондовый рынок должен рассматриваться розничными инвесторами (в том числе и управляющими компаниями, обслуживающими таких инвесторов) как удобная и эффективная площадка для размещения денег и спекуляции финансовыми инструментами.

KASE обслуживает следующие рынки:

- репо (с государственными и корпоративными ценными бумагами);
- иностранных валют (доллар США, евро, рубль России);
- акций;
- корпоративных облигаций;
- государственных ценных бумаг;
- облигаций МФО и иностранных государственных ценных бумаг;
- производных инструментов;
- векселей.

В рамках стратегии развития биржи планируются запуск рынка валютных свопов и листинг паев паевых фондов.

В целях сохранения статуса оператора специальной торговой площадки Регионального финансового центра города Алматы, привлечения дополнительного капитала и повышения заинтересованности акционеров биржи в росте организованного финансового рынка Казахстанская фондовая биржа намерена осуществить коммерциализацию и провести IPO. Это даст право стать акционерами любым заинтересованным лицам, а не только профессиональным участникам рынка ценных бумаг, как было ранее. В целях сохранения независимого статуса биржи ни одному лицу не будет дано право владеть более 5% от размещенных акций, кроме государства, максимальная доля которого составляет 25%.

Согласно приказу Агентства Республики Казахстан по регулированию деятельности РФЦА от 15 декабря 2006 года № 74, акционерное общество «Казахстанская фондовая биржа» определено в качестве специальной торговой площадки Регионального финансового центра города Алматы, на которой участники финансового центра будут осуществлять торги финансовыми инструментами. Стоит отметить, что СТП

РФЦА и Казахстанская фондовая биржа (KASE) не являются конкурентами, так как первая базируется на технической базе второй, а правила функционирования, процедура листинга и наличие преференций у них отличны друг от друга.

Требования листинга

Таблица 9. Листинговые требования KASE к акциям и облигациям

Категория «А» официального списка	
Организационно-правовая форма	при листинге акций – акционерное общество, при листинге облигаций – акционерное общество или товарищество с ограниченной ответственностью
Срок существования	не менее трех лет
Наличие чистого дохода	за последний год или за два любых года из трех последних лет
Просроченная задолженность по находящимся в обращении ценным бумагам и иным обязательствам	должна отсутствовать
Наличие маркетмейкера по акциям /облигациям	обязательно
Стандарты финансовой отчетности	МСФО
Аудит	ежегодно аудиторской организацией, которая соответствует критериям Всемирного банка, установленным для аудиторских организаций в целях аудита проектов, реализуемых в Республике Казахстан за счет кредитов или грантов Всемирного банка
При листинге акций – количество объявленных акций	простых – не менее 100 000 штук, привилегированных – не менее 10 000 штук
При листинге облигаций – минимальный объем выпуска облигаций	не менее 300,0 млн тенге (2,5 млн долларов США) и 20,0 тыс. штук облигаций
Собственный капитал	не менее 1 200 000 размеров МРП и не может быть меньше уставного капитала
Размер активов (финансовые организации)	не менее 5 000 000 размеров МРП
Объем продаж за год (нефинансовые организации)	объем продаж за год (нефинансовые организации)
Только для акционерных обществ	наличие утвержденного общим собранием акционеров кодекса корпоративного управления
Категория «В» официального списка	
Организационно-правовая форма	при листинге акций – акционерное общество, при листинге облигаций – не устанавливается
Срок существования	не менее одного года
Наличие чистого дохода	за последний год – при включении, за любой год из трех последних – при обращении
Стандарты финансовой отчетности	МСФО
Аудит	ежегодно любым аудитором
При листинге акций – количество объявленных акций	простых – не менее 100 000 штук, привилегированных – не менее 10 000 штук
При листинге облигаций – минимальный объем выпуска облигаций	не менее 50,0 млн тенге (410 000 долларов США) и 3000 штук облигаций
Собственный капитал	не менее 200 000 размеров МРП и не может быть меньше уставного капитала
Размер активов (финансовые организации)	не менее 1 000 000 размеров МРП
Объем продаж за год (нефинансовые организации)	не менее 50 000 размеров МРП
Только для акционерных обществ	наличие утвержденного общим собранием акционеров кодекса корпоративного управления

Стоит отметить, что площадка РФЦА, функционирующая на базе KASE, предлагает более упрощенную процедуру листинга. Также в числе преимуществ выхода на РФЦА — возможное однократное возмещение затрат на проведение аудита в случае, если компания до этого не проводила аудит финансовой отчетности. Для того чтобы негосударственные ценные бумаги были включены в официальный список специальной торговой площадки РФЦА, необходимо соответствие эмитента требованиям одного из трех предложенных условий:

1. Наличие листинга на одной из фондовых бирж, входящих в перечень фондовых бирж, признаваемых АРД РФЦА: Московская межбанковская валютная биржа, Ассоциация «Первая фондовая биржа», АО «Казахстанская фондовая биржа», ОАО «Фондовая биржа “Российская Торговая Система”», AIM (London Stock Exchange), другие фондовые биржи, являющиеся полноценными членами Всемирной федерации бирж из списка Всемирной федерации бирж (WFE).
2. Наличие минимальной рейтинговой оценки: Standard & Poor’s, Moody’s — BB-, Fitch — Ba3.

Срок регистрации юридического лица	не менее 1 года
Стандарты финансовой отчетности	IAS/IFRS (International Financial Reporting Standards / Международные стандарты финансовой отчетности) – набор документов (стандартов и интерпретаций), регламентирующих бухгалтерский учет или GAAP (General Accepted Accounting Principles) – стандарты бухгалтерского учёта, действующие в Соединенных Штатах Америки
Аудит	проведен аудиторской организацией, соответствующей квалификационным требованиям
Собственный капитал	свыше 0,2 млн долларов США
Размер активов	свыше 1 млн долларов США
Факты дефолта	отсутствуют
Маркетмейкер	обязателен
Перспектив эмиссии / меморандум	обязателен

Клиринг и расчеты по сделкам

Клиринг и расчеты по сделкам осуществляются через Центральный депозитарий ценных бумаг, который получает данные о сделках через компьютерную систему. Расчеты производятся через Казахстанский центр межбанковских расчетов.

Расчеты по сделкам с корпоративными ценными бумагами, имеющими листинг на бирже, производятся через Центральный депозитарий по принципу T+0.

Основной целью деятельности Центрального депозитария ценных бумаг Республики Казахстан является организационное и техническое обеспечение депозитарной деятельности и деятельности по ведению системы реестров держателей ценных бумаг. Депозитарий является некоммерческой организацией и предоставляет следующие виды услуг:

- 1) депозитарные;
- 2) услуги по ведению системы реестров держателей ценных бумаг;
- 3) отдельные виды банковских операций в национальной и иностранной валютах, включая переводные операции (выполнение поручений юридических лиц по переводу денег), сейфовые операции (услуги по хранению ценных бумаг, документов и ценностей клиентов) и открытие и ведение банковских счетов юридических лиц.

5. Финансовые институты

Лицензирование и регулирование деятельности организаций, осуществляющих свою деятельность на рынке ценных бумаг, в Казахстане осуществляется в соответствии с законом «О рынке ценных бумаг» (далее – «Закон»). Законом предусмотрены следующие основные виды операций с ценными бумагами, подлежащие лицензированию: брокерско-дилерская, управление инвестиционным портфелем и инвестиционное управление пенсионными активами. По закону лицензиат не вправе осуществлять предпринимательскую деятельность, не относящуюся к деятельности на финансовом рынке. Для осуществления операций с ценными бумагами компании необходимо получить разрешение Агентства по регулированию и надзору финансового рынка и финансовых организаций Республики Казахстан. По состоянию на 1 января 2007 года в Казахстане операции с ценными бумагами осуществляли 149 компаний. Учредителем или акционером компании, намеревающейся осуществлять деятельность на рынке ценных бумаг РК, могут быть физические или юридические лица — резиденты и нерезиденты Казахстана. При этом учредителем или акционером не могут быть компании, зарегистрированные в офшорных зонах, за исключением княжеств Андорра, Лихтенштейн, Монако, Республики Либерия и Маршалловых островов.

Таблица 10. Состояние институциональной инфраструктуры рынка ценных бумаг Казахстана (количество и капитал)

	1 января 2006			1 января 2007		
	Количество	Капитал, млн тенге	Капитал, млн долларов	Количество	Капитал, млн тенге	Капитал, млн долларов
Брокеры-дилеры	62	2 56	19,2	69	4 087	32,4
Регистраторы	18	1282	9,6	16	1 355	10,7
Кастодианы	11			9		
Инвестиционные управляющие пенсионными активами	10	3657	27,5	13	5 142	40,8
Управляющие инвестиционным портфелем	28	6230	46,9	37	36 219	287,2
СРО	2			2		
Трансфер-агенты	0			2		
Организатор торгов с ценными бумагами	1			1		

Источник: Агентство Республики Казахстан по регулированию и надзору финансового рынка и финансовых организаций.

6. Инвесторы

Защита прав инвесторов

До настоящего момента закон о защите прав инвесторов, осуществляющих свою деятельность на фондовом рынке Казахстана, не принят. Существует закон «Об инвестициях», который обеспечивает защиту прав всех инвесторов независимо от сферы их интересов. Однако по мере развития фондового рынка принятие специального закона станет необходимостью.

7. Вопросы налогообложения

Вопросы налогообложения занимают важное место в развитии экономики страны в целом и в развитии рынка ценных бумаг в частности. При этом наиболее важным представляется не столько наличие определенных налоговых льгот для участников рынка ценных бумаг, сколько наличие развитой и эффективной системы налогообложения в целом. Так, некоторыми ключевыми налоговыми вопросами, влияющими на принятие инвестиционного решения, являются: 1) наличие действующего налогового законодательства; 2) общий уровень налоговой нагрузки на инвесторов; 3) определенность в налогообложении операций с ценными бумагами; 4) наличие эффективных механизмов урегулирования вопросов по неоднозначным налоговым вопросам; 5) эффективное взаимодействие налоговых органов с налогоплательщиками в рамках четко определенного правового поля; 6) наличие международных договоров об избежании двойного налогообложения.

Казахстан относится к странам с традиционной системой налогообложения, то есть не позиционируется как страна с льготным налогообложением. В то же время Казахстан принял специальное законодательство, регулирующее деятельность Регионального финансового центра города Алматы. В рамках данного законодательства также предусмотрены значительные налоговые льготы для лиц, осуществляющих деятельность в масштабах данного финансового центра.

В следующей таблице представлены основные налоги, применяемые к доходам предприятий, осуществляющим налогооблагаемую деятельность в Казахстане.

Наименование налога	Ставка, %
Налог на доход	30
Налог на доход от прироста стоимости	30
Налог на доходы, удерживаемый у источника выплаты	
• дивидендов	20
• процентов	20
• роялти	10
• прироста стоимости	20

Налоговое законодательство предусматривает освобождение от налога на доходы следующих видов доходов:

- дивиденды;
- вознаграждения по долговым ценным бумагам, приобретенным на специальной торговой площадке Регионального финансового центра города Алматы;
- превышение стоимости собственных акций над их номинальной стоимостью, полученное эмитентом при размещении, и прирост стоимости при реализации эмитентом собственных акций;
- доход от прироста стоимости при реализации методом открытых торгов на фондовой бирже акций и облигаций, находящихся на день реализации в официальных списках фондовой биржи наивысшей и следующей за ней категориях листинга;
- доход от прироста стоимости при реализации долговых ценных бумаг, допущенных на специальную торговую площадку Регионального финансового центра города Алматы, в случае совершения гражданско-правовых сделок с ними на данной торговой площадке;
- доходы от операций с государственными ценными бумагами и агентскими облигациями;
- инвестиционные доходы, полученные в соответствии с законодательством Республики Казахстан о пенсионном обеспечении и направленные на индивидуальные пенсионные счета;
- доходы от уступки требования долга, полученные специальной финансовой компанией по сделке секьюритизации в соответствии с законодательством Республики Казахстан о секьюритизации;
- инвестиционные доходы, полученные в соответствии с законодательством Республики Казахстан об обязательном социальном страховании и направленные на увеличение активов Государственного фонда социального страхования;

- инвестиционные доходы, полученные паевыми и акционерными инвестиционными фондами в соответствии с законодательством Республики Казахстан об инвестиционных фондах на счета в кастодианах и находящиеся на них;
- доход, полученный юридическим лицом – участником Регионального финансового центра города Алматы в результате оказания финансовых услуг.

В отношении доходов нерезидентов предусмотрено освобождение от налогообложения следующих видов доходов:

- доходы от операций с государственными ценными бумагами и агентскими облигациями;
- дивиденды и вознаграждения по долговым ценным бумагам, приобретенным на специальной торговой площадке Регионального финансового центра города Алматы;
- доход от прироста стоимости при реализации методом открытых торгов на фондовой бирже акций и облигаций, находящихся на день реализации в официальных списках фондовой биржи наивысшей и следующей за ней категориях листинга;
- доход от прироста стоимости при реализации долговых ценных бумаг, допущенных на специальную торговую площадку Регионального финансового центра города Алматы, в случае совершения гражданско-правовых сделок с ними на данной торговой площадке.

Казахстан заключил международные договоры об избежании двойного налогообложения с более чем 38 странами мира. По некоторым из заключенных договоров ставки налога на доходы, удерживаемого у источника выплаты, могут быть снижены до 5% по дивидендам и до 10% по процентам.

6. Китай

Основные выводы

Сильные стороны	Слабые стороны
<ul style="list-style-type: none"> • Общий экономический рост и политическая стабильность. Ожидаемое стремительное развитие китайских компаний. • Активное участие частных инвесторов на рынке. • Большое количество брокерских фирм и развитая рыночная инфраструктура. • Возможность удобного доступа к рыночным операциям для частных инвесторов посредством сети Интернет, низкие операционные издержки. • Крупные IPO китайских компаний на внутреннем рынке. • Двойной листинг крупнейших компаний, например китайского банка ICBC; компании, котирующиеся за рубежом, возвращаются, чтобы пройти процедуру листинга на внутреннем рынке. • Рыночные реформы и деятельность правительства, направленные на развитие отечественного рынка. 	<ul style="list-style-type: none"> • Сегментация рынка (акции класса «А», «В», и акции, котирующиеся на зарубежных биржах), а также обращающиеся и не обращающиеся на рынке акции. • Неразвитый рынок корпоративных облигаций. Долевое финансирование развито гораздо лучше долгового. Отсутствие альтернативных методов привлечения средств (выпуск корпоративных облигаций, фонды прямых инвестиций, венчурный капитал и т.д). • Неразвитый рынок производных финансовых инструментов – отсутствие возможностей для хеджирования, позволяющего минимизировать риски, связанные с инвестициями в фондовый рынок. • Жесткая кредитно-денежная политика, направленная на поддержку валютного курса юаня. • В целом низкий уровень развития рынков капитала. • Плохо развит сектор управления коллективными инвестициями – неопытные частные инвесторы не могут воспользоваться преимуществами услуг профессионального управления, позволяющих минимизировать риски, связанные с недостаточностью знаний и навыков в области инвестирования. • Международные стандарты финансовой отчетности (МСФО) не внедрены на государственном уровне. • Недостаточное количество институциональных инвесторов.
Возможности	Риски
<ul style="list-style-type: none"> • Реформа в области акций, не обращающихся на рынке. • Введение системы лицензий для иностранных институциональных инвесторов (QFII). • Новые первичные размещения государственных и негосударственных компаний на отечественном рынке. • Слабая система социальной защиты в сочетании с упрощенной финансовой системой делает торговлю акциями привлекательным способом инвестирования для китайских частных инвесторов. • Правительство намерено и далее развивать рынки капитала, а также планирует устранить различия между рынками акций класса «А» и класса «В». • Вступление Китая в ВТО. 	<ul style="list-style-type: none"> • Наиболее значительная доля в объеме торгов приходится на частных инвесторов. Присутствие на рынке большого количества непрофессиональных частных инвесторов. • Сильное влияние и давление государства на финансовые рынки. • Перегрев фондового рынка и экономики в целом. Существует вероятность, что «пузырь» может лопнуть. • Финансовая система преимущественно концентрируется в банковском секторе, где преобладают четыре крупных банка.

1. Динамика основных макроэкономических показателей: 2001–2007 годы

По объему экономика Китайской Народной Республики занимает четвертое место в мире. За последние шесть лет ее масштаб почти утроился. В 2006 году объем производства составил 2,65 трлн долларов. По мировым меркам ВВП на душу населения (2012 долларов в 2006 году) не так уж высок, но при этом темпы роста велики. По результатам 2005 года, 70% ВВП Китая приходится на предприятия частного сектора. В более узком секторе государственных компаний преобладают около 200 государственных компаний, представляющих преимущественно сектор жилищно-коммунальных услуг, тяжелое машиностроение и энергетику.

Таблица 1. Основные макроэкономические показатели Китая

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Реальный ВВП (изменение в %)	8,3	9,1	10	10,1	10,4	11,1	11,4
Номинальный ВВП (млрд долларов)	1324,8	1453,9	1641	1931,6	2234,5	2645	3242,4
Номинальный ВВП на душу населения (долларов)	1038	1132	1270	1486	1709	2012	2454
Индекс потребительских цен (изменение в %)	0,7	-0,8	1,2	3,9	1,8	1,5	4,8
Валютный курс (китайских юаней за доллар США на конец периода)	8,28	8,28	8,28	8,28	8,07	7,81	7,30
Рейтинг агентства S&P	BBB / ста- бильный / A-3	BBB / ста- бильный / A-3	BBB / по- зитивный / A-3	BBB / по- зитивный / A-2	BBB / по- зитив- ный / A-1	BBB / ста- бильный / A-1	BBB / ста- бильный / A-1
Рейтинг агентства Fitch	A-/F1/ста- биль-ный	A-/F1/ста- бильный	A- / FC пози- тивный, LC ста- бильный / стабиль- ный	A- / FC пози- тивный, LC ста- бильный / стабиль- ный	A/F1/ста- бильный	A/F1/пози- тивный	A/F1/пози- тивный

Источник: информация Global Insight.

2. Основные реформы и изменения норм регулирования, способствовавшие росту рынка ценных бумаг: 2004–2007 годы

После падения 2005 года, в период с начала 2006 по июль 2007 года, фондовые рынки Китая демонстрировали блестящую динамику. Среди стран Юго-Восточной Азии китайский рынок капитала по объему уступает только Японии. Тем не менее отношение рыночной капитализации к ВВП намного ниже, чем на развитых рынках. Стремительный рост рынка в первой половине 2007 года вызывает среди инвесторов серьезную обеспокоенность, вызванную вероятностью возникновения на китайских рынках капитала нового «пузыря».

Таблица 2. Соотношение капитализации рынка и ВВП по странам в 2007 году (%)

	Китай	Тайвань	Япония	Великобритания	США	Россия
Капитализация рынка / ВВП	137,52	182,96	103,81	146,05	127,59	77,37

Источники: Global Insight, «Эрнст энд Янг», Bloomberg.

Таблица 3. Основные реформы

Корпоративный сектор	Финансовый сектор	Либерализация рынка
<ul style="list-style-type: none"> В 2005 году налог с продаж, взимаемый с компаний финансового сектора (фондовые и фьючерсные биржи, инвестиционные компании, брокерские фирмы), был временно отменен. В 2005 году Комиссия по регулированию рынка ценных бумаг Китая приняла ряд мер, направленных на защиту законных прав и интересов инвесторов. 	<ul style="list-style-type: none"> Во второй половине 2005 года был открыт Фонд защиты прав инвесторов на рынке ценных бумаг (SIPF). В 2006 году на Шанхайской и Шеньчженьской фондовых биржах были введены новые правила ведения торгов. В 2004 году Государственный совет принял девять рекомендаций, направленных на продвижение реформ и создание условий для устойчивого развития китайского рынка капитала. 	<ul style="list-style-type: none"> В 2002 году иностранные институты получили разрешение инвестировать непосредственно в китайский рынок акций класса «А» с использованием системы QFII. Кроме того, с 2001 года компании, соответствующие определенным критериям, могут предлагать и регистрировать на рынке Китая акции класса «А». В 2005 году вступили в силу административные меры, предусмотренные реформой в области не обращающихся на рынке акций зарегистрированных на бирже компаний. Началась реформа в области акций, не обращающихся на рынке. В 2006 году иностранные инвесторы получили право становиться стратегическими инвесторами во вновь прошедших регистрации компаниях, а также компаниях, осуществлявших реформу в области акций, не обращающихся на рынке.

Суть реформы не обращающихся на рынке акций состоит в обмене не обращающихся на рынке акций и варрантов на них их владельцами на торгуемые акции. После проведения реформы торговые операции с не обращающимися на рынке акциями будут ограничены, и вывод этих акций на рынок будет происходить постепенно, чтобы избежать сильных колебаний рыночных цен. От 5 до 10% этих акций может быть продано на рынке в течение одного года, после чего остальное количество становится торгуемым за два или три раза в течение последующих лет.

Стандарты бухгалтерского учета

Китайские стандарты бухгалтерского учета – это правила ведения бухгалтерского учета, которыми руководствуются государственные корпорации, расположенные на материковой части Китая. В настоящее время они уступают место общепринятым стандартам бухгалтерского учета (GAAP) или международным стандартам бухгалтерского учета (IAS). Китайские стандарты бухгалтерского учета разрабатывались в социалистический период, когда единоличным собственником предприятий являлось государство. Эти стандарты не применимы для управления корпорациями в условиях рыночной экономики. Китайские корпорации осуществляют постепенный переход на международные стандарты бухгалтерского учета (IAS). В результате использования вышеописанной системы учета китайские компании, размещающие акции в США, должны готовить три комплекта отчетности: один составляется в соответствии с китайскими стандартами бухгалтерского учета, второй должен быть составлен в соответствии с международными стандартами, а третий отчет готовится согласно US GAAP.

3. Финансовые рынки

Рынок акций

Объем фондового рынка Китая впечатляет не так сильно, как темпы экономического роста страны. При этом основная часть капитала финансовой системы сконцентрирована в банковском секторе. По темпам роста китайский фондовый рынок занимает второе место среди стран с развивающейся экономикой после Вьетнама. За прошедший год отношение капитализации рынка к ВВП продемонстрировало значительный рост (в 2006 году оно составляло 39,4%, при этом к середине 2007 года оно поднялось почти до 70%). Нисходящая динамика основных китайских индексов, наблюдаемая в 2005 году, сменилась стремительным ростом в 2006 году, который продолжился и в 2007 году. Фондовый рынок имеет очень сложную структуру. Существует два класса акций: не обращающиеся на рынке и обращающиеся на рынке (неторгуемые и торгуемые). Акции, не обращающиеся на рынке, включают государственные акции, учредительские акции юридических лиц, акции сотрудников, акции, переданные институциональным инвесторам посредством частного размещения, акции для размещения среди существующих акционеров и др. Акции, обращающиеся на рынке, включают:

- Акции класса «А» (акции данного класса номинируются в юанях и предназначаются исключительно для китайских инвесторов; помимо этого, в результате мер, реализованных в 2002 году, доступ на фондовый рынок получили профессиональные институциональные инвесторы (QFII)).
- Акции класса «В» (обыкновенные акции иностранных компаний, номинированные в долларах США или гонконгских долларах, котирующиеся на отечественном рынке).
- Акции, котирующиеся за рубежом.
- Акции класса «Н», котирующиеся на Гонконгской фондовой бирже.
- Акции класса «N», котирующиеся на Нью-Йоркской фондовой бирже.
- Акции класса «S», котирующиеся на бирже Сингапура.
- Акции класса «Т», котирующиеся на Токийской бирже.

Данная классификация подвергается серьезной критике и считается главным недостатком китайского рынка ценных бумаг. Акции, не обращающиеся на рынке, составляют 62% всех выпущенных акций.

Невероятный рост рыночной капитализации преимущественно обусловлен следующими факторами: 1) ростом экономики в целом и огромным внутренним спросом; 2) новыми публичными размещениями; 3) восходящей тенденцией на рынках капитала; 4) реформой в области акций, не обращающихся на рынке, восстановившей уверенность инвесторов в фондовом рынке; 5) ростом рентабельности компаний, зарегистрированных на бирже. Вместе с тем лишь 38% от общего количества акций в данный момент обращаются на рынке, что делает его фактический объем еще меньше.

Объем рынков долговых ценных бумаг, валютных инструментов и инструментов хеджирования по-прежнему очень незначителен, при этом существуют ограничения на участие в них иностранных игроков.

Таблица 4. Динамика соотношения капитализации рынка и ВВП

	2003	2004	2005	2006	2007
Капитализация рынка (млрд долларов)	513	448	402	1144	4459
ВВП (млрд долларов)	1641	1931,6	2234,5	2645	3242,4
Капитализация / ВВП (%)	31,26%	23,19%	17,99%	43,25%	137,52%

Источники: Global Insight, Bloomberg.

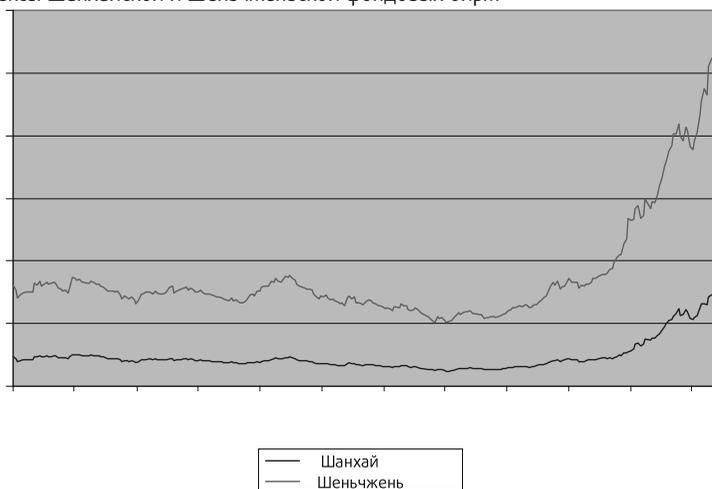
Таблица 5. Основные параметры финансового рынка

	2003	2004	2005	2006	2007
Капитализация внутреннего рынка (млрд долларов)	513	448	402	1144	4459
Количество компаний, прошедших листинг на местных биржах	75	103	173	229	
Рыночная концентрация	21,5%	21,8%	19,9%	44,6%	
Обращаемость акций отечественных компаний	121,9%	103,8%	105,5%	202,8%	
Количество зарегистрированных фондов, торгуемых на бирже (ETF)			1	4	

Источники: Bloomberg, Всемирная федерация бирж.

Начиная с 2001 года значения китайских индексов снижались, достигнув своего минимального значения в октябре 2005 года. Вслед за этим на рынке установилась тенденция роста.

Рис 1. Составные индексы Шанхайской и Шеньчженьской фондовых бирж



Источник: Bloomberg.

IPO

Таблица 6. Статистика IPO

IPO и размещения	2003	2004	2005	2006	2007
Количество IPO внутри страны	60	95	14	64	226
Средства, привлеченные китайскими компаниями в результате IPO на китайском рынке (млн долларов)	5025,5	4109,4	463,4	11 877,4	62 590,5
Вторичные размещения внутри страны	16	12	6	12	76
Объем средств, привлеченных в результате вторичных размещений внутри страны (млн долларов)	1294,9	2176,6	1745,4	9756,5	52 348,4
Количество IPO национальных компаний за рубежом	92	164	74	143	126
Объем средств, привлеченных в результате IPO национальных компаний за рубежом (млн долларов)	11 764,8	14 638,2	22 129,9	53 158,8	43 449,8
Количество вторичных размещений за рубежом	29	39	21	56	77
Объем средств, привлеченных в результате вторичных размещений за рубежом (млн долларов)	3538,7	9404,6	6857,4	19 594,0	16 668,9
Количество IPO китайских компаний в Гонконге	21	37	25	42	64
Объем средств, привлеченных в результате IPO в Гонконге (млн долларов)	6499,7	9292,8	19 373,4	38 734,0	34 124,2
Вторичные размещения китайских компаний в Гонконге	13	23	14	33	57
Объем средств, привлеченных в результате вторичных размещений в Гонконге (млн долларов)	2243,8	6922,7	5065,5	8331,5	11 975,2

Источник: Bloomberg.

В период с 2004 года по июнь 2006 года включительно был установлен временный запрет на проведение IPO китайскими компаниями, и объем средств, привлеченных в результате IPO, значительно снизился. Однако в 2006 году запрет был снят, что повлекло за собой рост количества компаний, котирующихся на бирже, и увеличение объема привлеченных средств. Правительство заявило о своем намерении в конечном итоге полностью устранить различия между рынками акций класса «А» и «В» (см. выше), а пока квалифицированным иностранным институциональным инвесторам было разрешено покупать акции класса «А», на которые прежде были наложены ограничения. В 2007 году китайские компании, зарегистрированные на зарубежных биржах, возвратились на внутренний фондовый рынок, чтобы их акции котируются и на китайском рынке. В течение продолжительного времени листинг на национальных рынках проводился под патронажем местных властей для невыдающихся компаний, при этом крупные и наиболее успешные компании стремились на зарубежные биржи, в частности в Гонконг, Нью-Йорк и Лондон.

Резкий (130%) рост фондового рынка материковой части Китая и успешное размещение Промышленного и коммерческого банка Китая (ICBC), получившего в результате IPO 22 млрд долларов, послужило мощным стимулом для китайских компаний. В 2007 году выручка от IPO, проведенных на Шанхайской фондовой бирже превысила результаты размещения на бирже Гонконга. Прогноз выручки от IPO составляет 37 млрд долларов. Основной вклад в рост выручки вносят финансовые институты, риелторы, предприятия розничной торговли и производители потребительских товаров.

Не так давно Комиссия по регулированию рынка ценных бумаг Китая (CSRC), государственный орган надзора за фондовым рынком, установила внутренние нормативы, в соответствии с которыми IPO объемом менее 10 млрд долларов рекомендуется проводить на фондовом рынке континентального Китая.

Торговля после IPO с премией или дисконтом

В течение года после проведения IPO акции китайских компаний торгуются с премией к цене размещения. Вплоть до конца 2006 года средний размер премии составлял около 40%, однако с началом рыночного бума ситуация изменилась. Для компаний, осуществивших публичное размещение в 2006–2007 годах, среднее значение премии поднялось до 60%. Около 58% от общего количества акций компаний, вышедших на рынок в период с 2003 года, также торгуются с премией.

Тенденции в области привлечения капитала

Основной целью создания китайского фондового рынка стало предоставление государственным компаниям возможности привлекать средства. Вследствие существующих административных ограничений выпуск обыкновенных акций для размещения среди существующих акционеров по льготной цене (rights offering) не получил в Китае широкого распространения. В соответствии с законодательством 2001 года компании, зарегистрированные на бирже, теперь могут подать заявку на выпуск таких акций при условии, что размер их средней чистой выручки эквивалентен 6% их чистых активов. Кроме того, финансовая отчетность компании-эмитента должна включать достоверную и полную информацию о существенных фактах, произошедших за последние три года. Также не должно быть зафиксировано фактов нарушения законодательства за последние три года. Размер дивидендов после эмиссии таких акций должен быть аналогичен размеру дивидендов, которые могли бы быть получены на персональном банковском депозите. Выпущенные акции должны предлагаться всем зарегистрированным акционерам. Их стоимость не может превышать 30% от всех существующих акций. План выпуска должен быть утвержден на собрании акционеров. Эмиссия прав на корпоративные и государственные акции не может быть объектом торговли. С марта 2001 года компаниям запрещается инвестировать выручку от выпуска таких акций в финансовые институты, включая брокерские фирмы. Кроме того, осуществив эмиссию, компании должны своевременно отчитаться о полученной выручке и включить информацию о прибыли на инвестированный капитал в годовую финансовую отчетность.

На данный момент единственным способом привлечения капитала для китайских компаний является размещение акций, поскольку альтернативные способы, в частности долговые инструменты, недостаточно развиты.

Большинство частных размещений капитала производится не на материковой части Китая, а в Гонконге. Частный и венчурный капитал в Китае набирает силу по мере того, как иностранные инвесторы стремятся вкладывать в перспективные компании, чьи акции не котируются на биржах.

Площадка предприятий малого и среднего бизнеса (SME) и Freeboard

На данный момент в Китае нет многоуровневых рынков капитала. При этом китайское правительство стимулирует проведение IPO предприятиями малого и среднего бизнеса, планируя создать площадку SME на Шеньчженьской бирже и третью самостоятельную площадку. По мнению государства, компании, акции которых торгуются на третьей площадке, должны иметь возможность переместиться на основную площадку.

Рынок облигаций

По сравнению с рынком акций китайский рынок облигаций относительно невелик. Наиболее важную роль играет межбанковский рынок облигаций. В конце апреля 2005 года объем облигаций, вложенных в межбанковский рынок, составлял 5454,37 млрд юаней (663,49 млрд долларов), объем облигаций, размещенных на бирже, — 417,3 млрд юаней (51,71 млрд долларов). Корпоративные облигации также сильно отстают от облигаций правительства и финансовых учреждений. В отличие от ведущих экономик мира, китайские компании делают больший упор на рынок акций, чем на рынок облигаций.

Таблица 7. Статистика рынка облигаций Китая

	2003	2004	2005	2006	2007
Международные долговые ценные бумаги – корпоративные эмитенты (непогашенный долг, млрд долларов)	2,105	1,51	0,969	1,125	4,8
Международные долговые ценные бумаги – финансовые институты (непогашенный долг, млрд долларов)	11,265	15,938	20,968	22,568	27,4
Внутренние долговые ценные бумаги – финансовые институты (непогашенный долг, млрд долларов)	142,444	175,291	243,94	327,528	-
Внутренние долговые ценные бумаги – корпоративные эмитенты (непогашенный долг, млрд долларов)	11,079	14,892	39,429	70,416	-

Источник: www.bis.org

«Сегодняшняя ситуация аномальная. Диверсифицированной экономике, растущей с такой скоростью, как наша, безусловно, требуется больше корпоративных облигаций», — говорит Ву Цзилян (Wu Jinglian), известный экономист, член Национального комитета Народной политической консультативной конференции (СРРСС). По решениям третьей национальной конференции по финансовым вопросам, завершившейся в январе, Комиссия по регулированию рынка ценных бумаг Китая будет осуществлять надзор за выпуском корпоративных облигаций, при этом Комиссия по национальному развитию и реформам будет контролировать облигации предприятий государственного сектора, относящиеся к основным активам. Однако по-прежнему не ясно, кто в конечном итоге несет ответственность за развитие рынка облигаций.

Рынок производных финансовых инструментов

Производные финансовые инструменты Китая находятся в начальной стадии развития. Китайская биржа финансовых фьючерсов была основана в сентябре 2006 года для стимулирования рыночного роста. Вместе с тем на рынке торгуются форвардные контракты по десяти различным иностранным валютам.

4. Инфраструктура рынка

Биржи и альтернативные рынки

Единственным регулирующим органом китайских рынков фьючерсов и ценных бумаг является Комиссия по регулированию рынка ценных бумаг Китая (CSRS). Данная комиссия была создана в 1992 году. В 1998 году она была объединена с Комиссией по ценным бумагам Государственного Совета (SCSC), в результате чего в Китае появилась централизованная система надзора за рынком ценных бумаг.

Китайская система депозитариев включает два основных депозитария.

- Китайская депозитарная и клиринговая корпорация по ценным бумагам осуществляет хранение и клиринг листинговых ценных бумаг под надзором CSRC.
- Китайская государственная депозитарная трастовая и клиринговая корпорация по ценным бумагам (CDC) — государственное небанковское финансовое учреждение, осуществляющее клиринг и расчеты по облигациям, а также другим ценным бумагам с фиксированным доходом.

Ассоциация ценных бумаг Китая (SAC) выступает в качестве саморегулируемой организации на китайском рынке ценных бумаг. По состоянию на конец 2004 года в ее состав входило 287 членов.

Шанхайская и Шеньчженьская биржи являются официальными фондовыми биржами Китая. Ведущая роль принадлежит Шанхайской фондовой бирже. В соответствии с законом об управлении фондовыми биржами деятельность данных бирж направлена на создание прозрачного, открытого, безопасного и эффективного рынка. Площадка SME (сегмент основной площадки Шеньчженьской фондовой биржи) предназначена для предприятий малого и среднего бизнеса. Нормативная база и требования листинга, действующие на основной площадке, относятся и к площадке SME. При этом для проведения операций для данного сегмента используется отдельная торговая системы, система наблюдения за рынком, системы кодирования акций и отдельные индексы.

Таблица 8. Требования листинга на фондовых биржах Китая

	Шанхайская фондовая биржа	Шеньчженьская фондовая биржа (включая SME)
Акционерный капитал	50 млн юаней (6,65 млн долларов)	30 млн юаней (4 млн долларов)
Период существования	Три года и более	Три года и более
Минимальная доля размещения	25% (для компаний с акционерным капиталом, превышающим 400 млн юаней (53,2 млн долларов) — 15%)	25%
Число акционеров, доля которых превышает 1000 юаней (135 долларов)	1000 и более	-
Положительная кредитная история	Три года и более	Три года и более
Показатели деятельности	Прибыль за последние три года	-
Прочее	У компания не должно быть обвинений в серьезных незаконных действиях или искажении финансовой отчетности в течение последних трех лет	Компания не должна участвовать в конфликтах, обязана вовремя погашать долги, включая сделки по слиянию и поглощению или судебные разбирательства; не предусмотрено ограничений на передачу акций
Требование CSRC к минимальному размеру чистой прибыли	Минимальный размер чистой прибыли за последние три финансовых года должен составлять 3,75 млн долларов.	

Требование по уровню капитала составляет 6,65 млн долларов, что превышает порог, установленный в ряде развитых стран. Самая высокая планка установлена фондовой биржей Нью-Йорка и Токио: минимальный размер рыночной капитализации должен составлять 750 млн долларов и 100 млрд иен (около

850 млн долларов) соответственно. Средний уровень требований к рыночной капитализации установлен на основной площадке Лондонской фондовой биржи (1,4 млн долларов), немецкой бирже Deutsche Börse (1,6 млн долларов) и бирже NASDAQ (от 1 до 20 млн долларов в зависимости от варианта размещения). Мелкие биржи предъявляют минимальные требования к размеру рыночной капитализации. При этом рынок альтернативных инвестиций (AIM) Лондонской фондовой биржи и Сингапурская SESDAQ не устанавливают даже минимальных требований.

В результате вступления Китая в ВТО Министерство торговли Китайской Народной Республики объявило, что иностранные компании получают разрешение на выпуск акций как на рынке акций класса «А», так и класса «В». Любые решения такого рода помогают иностранным компаниям локализовать свои операции и повысить узнаваемость брендов и компаний среди местных потребителей и инвесторов. Кроме того, такие решения способствуют укреплению образа Шанхая как международного финансового центра.

Процедуры торгов и поддержание порядка проведения торгов

Шанхайская фондовая биржа

Современная система электронных торгов, установленная на Шанхайской фондовой бирже (SSE), позволяет осуществлять 8 тыс. транзакций в секунду. Заявки подбираются автоматически с помощью компьютерной системы в соответствии с ценовыми и временными приоритетами. С помощью терминалов, установленных на площадке либо в фирмах-участниках биржи, заявки перенаправляются на основную площадку Шанхайской фондовой биржи. Шанхайская биржа обладает крупнейшей в стране сетью спутниковой и оптоволоконной связи, соединяющей ее более чем с 5000 торговыми терминалами.

Шеньчженьская фондовая биржа

На бирже установлена электронная и компьютеризованная система торгов. Подбор заявок осуществляется в автоматическом режиме, в соответствии с ценовыми и временными приоритетами. Заявки на куплю-продажу акций загружаются в биржевую систему с помощью удаленных терминалов, установленных в офисах брокеров. С помощью спутниковой и телефонной связи биржевые котировки рассылаются по всей стране. Инвесторы могут осуществлять торговлю через персональных брокеров и самостоятельно в режиме реального времени. Минимальный торговый лот состоит из 1 акции.

Колебания цен акций в течение дня ограничены в диапазоне +/- 10% от цены закрытия предыдущего торгового дня. Операции, выполненные по ценам, выходящим за рамки данного диапазона, автоматически считаются недействительными.

Пакетная торговля (block trades)

Торговля пакетами акций может осуществляться при наличии не менее 500 000 акций класса «А» или акций стоимостью не менее 3 млн юаней (410 тыс. долларов). Фондовые биржи могут менять данные требования в зависимости от рыночной конъюнктуры. Торговля пакетами акций осуществляется после завершения работы основной площадки.

Расчеты за ценные бумаги

Китайская депозитарно-клиринговая корпорация (China Securities Depository and Clearing Corp (CSDCC)) отвечает за производство расчетов и клиринга по ценным бумагам, прошедшим листинг на Шанхайской и Шеньчженьской биржах. Центральная корпорация Китая по клирингу и регистрации ценных бумаг (CSCCRC), Шеньчженьская депозитарная клиринговая корпорация находятся в собственности CSDCC и являются локальными представителями CSDCC в Шанхае и Шеньчжэне.

Шанхайская фондовая биржа

Центральная корпорация Китая по клирингу и регистрации ценных бумаг (CSCCRC) несет ответственность за централизованное хранение, регистрацию и клиринг ценных бумаг. Она осуществляет расчеты за акции класса «А» с помощью расчетной схемы T+1 и использует схему T+3 при расчетах за акции класса «В».

Шеньчженьская фондовая биржа

Шеньчженьская фондовая биржа использует систему платежей, основанную на записи по счетам. Клиринговая система ведет реестр сделок по счетам инвесторов и брокеров. При осуществлении расчетов каждый участник клиринга назначает одного из своих трейдеров ответственным за осуществление платежей по сделкам с ценными бумагами между Шеньчженьской депозитарной клиринговой корпорацией и всеми трейдерами по принципу взаимозачета. Затем осуществляются внутренние расчеты, а брокеры производят расчеты со своими клиентами. Период расчетов для акций класса «А» — T+1, для акций класса «В» — T+3.

5. ФИНАНСОВЫЕ ИНСТИТУТЫ

В Китае финансовые учреждения, специализирующиеся на операциях с ценными бумагами, классифицируются по пяти направлениям: брокерская деятельность, инвестиционно-банковская деятельность, инвестирование за счет собственных средств компаний, управление активами и так называемые новые услуги (на оказание которых нужно официальное разрешение). Согласно закону КНР о ценных бумагах, фирмы, ведущие операции с ценными бумагами, делятся на три категории: фирмы, специализирующиеся на компаниях первого эшелона, второго эшелона и компаниях с повышенным уровнем риска. Основной доход фирм, ведущих операции с ценными бумагами, составляют брокерские комиссионные. Инвестиционно-банковская деятельность в Китае ограничивается андеррайтингом и оказанием консультационных услуг в области финансов. Исторически сложилось так, что китайские компании, ведущие операции с ценными бумагами, более активно занимаются торговлей за счет собственных средств компаний (вкладывая их в ценные бумаги). Основными пользователями услуг в области управления активами, предоставляемых китайскими фирмами, специализирующимися на операциях с ценными бумагами, являются институциональные инвесторы, обладающие большими объемами свободных средств, как, например, компании, зарегистрированные на бирже. Как правило, фирмы гарантируют клиентам минимальный доход в размере 6–10% согласно контракту. Спрос на услуги по управлению активами растет, и данный вид деятельности служит для фирм, осуществляющих операции с ценными бумагами, источником финансирования. Кризис рынка в 2004–2005 годах привел к возникновению серьезных убытков и банкротству многих компаний. Новые услуги включают секьюритизацию активов, выпуск варрантов с покрытием, комиссии по индексным фьючерсам и др.

Китайский рынок брокерских услуг обладает высокой концентрацией. Большая часть компаний — мелкие региональные инвестиционные организации.

Таблица 9. Коэффициент концентрации рынка брокерских услуг

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Коэффициент концентрации 5 участников рынка	52,84%	55,33%	48,86%	46,93%	44,41%	45,90%	50,47%
Коэффициент концентрации 10 участников рынка	73,77%	79,05%	70,27%	71,44%	68,09%	65,88%	81,36%

Источник: China Knowledge.

Одной из характерных особенностей китайских брокерских компаний является разветвленная структура бизнеса. Она сформировалась в процессе бурного роста фондового рынка Китая в конце 90-х годов. Торговля посредством сети Интернет также хорошо развита в Китае. Несмотря на сдерживающие факторы (низкий уровень охвата сетью Интернет и концентрация пользователей в крупных городах), объем электронных сделок за последние шесть лет увеличился почти в восемь раз.

Таблица 10. Статистика по крупнейшим андеррайтерам в Китае: 2003–2007 годы

Андеррайтер	Позиция	Доля рынка (%)	Сумма (млн долларов)	Стоимость услуг (%)	Количество сделок
China International Capital Corp	1	13,4	25 955,28	2,2	29
Morgan Stanley	2	9,1	17 514,42	3,0	50
Goldman Sachs & Co	3	8,8	16 949,96	3,1	35
UBS	4	7,9	15 252,78	3,0	43
Credit Suisse	5	7	13 471,20	3,2	36
CITIC Securities Corp	6	6,7	12 993,90	2,2	34
Merrill Lynch & Co	7	5,4	10 386,87	3,2	30
Bank of China	8	5,3	10 188,39	2,4	20
Deutsche Bank AG	9	4,6	8933,85	2,9	21
China Galaxy Securities Co Ltd	10	3,7	7059,58	1,8	16
Citi	11	3,5	6695,67	3,3	33
JP Morgan	12	2,4	4605,52	3,5	23
HSBC	13	2,1	4085,83	2,8	14
BNP Paribas Group	14	1,9	3684,88	2,5	21
ICEA Capital Ltd	15	1,7	3305,68	2,5	3
Guotai Junan Securities Co Ltd	16	1,7	3248,97	2,2	18
Shenyin & Wanguo Securities Co Ltd/China	17	1	1859,29	1,9	11
Haitong Securities Co Ltd	18	0,8	1632,12	2,1	11
Cazenove	19	0,7	1278,33	3,0	15
GF Securities	20	0,7	1267,94	3,7	21

Источник: Bloomberg.

Другой отличительной чертой китайских рынков капитала является тот факт, что огромная доля (30%) рынка услуг андеррайтинга принадлежит отечественным андеррайтерам. При этом по облигациям им принадлежит еще большая доля.

Основную долю дохода китайских инвестиционных компаний составляет брокерская комиссия (почти 50% от совокупного дохода). Данная ситуация радикальным образом отличается от ситуации на развитых рынках (в США данный показатель составляет около 10% от совокупного дохода).

В течение последних нескольких лет крупнейшие банки и страховые компании прошли листинг на фондовых биржах. В результате данных масштабных размещений ряд менее крупных страховых банков и инвестиционных компаний КНР заявили о намерении выйти на открытый рынок в 2007–2008 годах. Китай планирует установить 20%-ное ограничение доли участия иностранного капитала в отечественных публичных брокерских компаниях.

6. Инвесторы

Структура инвесторов

Китай является самой густонаселенной страной, и количество счетов депо здесь также одно из самых больших. При этом оно продолжает постоянно увеличиваться. Несмотря на то что фондовый рынок Китая является достаточно молодым, и компании, которые уже провели размещение акций, составляют лишь малую долю от всех компаний Китая, этот рынок успел привлечь большое количество инвесторов. Ежедневно рынок привлекает около 300 000 инвесторов.

Таблица 11. Новые счета

	2002	2003	2004	2005	2006
Количество новых счетов (млн)	2,36	1,42	2,48	1,24	5,38

Источники: Шанхайская фондовая биржа, Шеньчженьская фондовая биржа.

Таблица 12. Количество счетов

	Шанхайская фондовая биржа	Шеньчженьская фондовая биржа	Итого	Доля от общего объема, %
Акции класса «А»	37 336 156	35 839 301	73 175 457	93,17
• физические лица	37 132 492	35 680 406	72 812 898	92,71
• учреждения	130 425	119 681	250 106	0,32
• инвестиционные банки	72 802	38 817	111 619	0,14
• инвестиционные фонды	356	317	673	0,00
• фонды социального страхования	37	36	73	0,00
• QFII	44	44	88	0,00
Акции класса «В»	1 010 893	634 488	1 645 381	2,09
• физические лица (китайцы)	833 618	532 792	1 366 410	1,74
• физические лица (иностранцы)	167 663	92 630	260 293	0,33
• иностранные учреждения	9612	9066	18 678	0,02
Клиенты инвестиционных фондов	1 997 625	1 721 385	3 719 010	4,74
• физические лица	1 987 087	1 716 134	3 703 221	4,72
• учреждения	10 538	5251	15 789	0,02
Итого	40 344 674	38 195 174	78 539 848	100,00

Источник: Шанхайская фондовая биржа, Шеньчженьская фондовая биржа.

Индивидуальные инвесторы являются основными участниками рынка как по количеству акций в обращении, так и по количеству акций, находящихся в собственности. Это свидетельствует о слабом развитии китайского фондового рынка. Доля розничных инвесторов в Китае по-прежнему значительно превышает данный показатель на развитых рынках. Например, на Токийской фондовой бирже на долю отечественных индивидуальных инвесторов приходится менее 20% от совокупной рыночной капитализации. Традиционно 80% средств, вырученных в результате IPO, приходится на институциональных инвесторов и 20% — на розничных.

В 2006 году около 2,4 млн инвесторов начали торговать акциями на Шанхайской фондовой бирже — 250%-ное увеличение количества счетов депо, т.е. в среднем 7000 новых счетов в день. Вместе с тем высокий объем торгов в этом году — почти трехкратное увеличение ежедневного показателя 2006 году —

свидетельствует о замещении популярного у жителей материковой части Китая инструмента инвестирования в объекты недвижимости методом инвестирования в акции.

Таблица 13. Уровень образования инвесторов (%)

Источник: Шеньчженская фондовая биржа.

Ниже профессионально-технического	Профессионально-техническое	Колледж	Университетский диплом	Степень магистра и выше
37,88	26,94	22,15	9,00	4,03

Основная часть китайских розничных инвесторов не обладает достаточным уровнем образования и опыта для проведения основательного фундаментального анализа, не владеет современными методами управления рисками. Многие частные инвесторы вместо инвестиционных стратегий придерживаются стратегии активной торговли ценными бумагами. Как правило, они закрывают позиции, заработав минимальную прибыль. Маржинальные торговые операции в Китае практически не развиты. Есть информация о том, что в октябре 2006 года CSRC, Комиссия по надзору за рынком ценных бумаг Китая, начала изучать кандидатов в брокеры по маржинальным операциям с ценными бумагами.

Большой популярностью у инвесторов пользуются фонды прямых инвестиций, совокупная стоимость которых увеличилась с начала 2006 года более чем в два раза.

Транзакционные издержки пока не очень высоки. Однако в 2007 году правительство утроило налоги на операции с акциями для того, чтобы охладить рынок. К тому же Центральный банк Китая удвоил процентные ставки и в четыре раза повысил требования к размерам минимальных банковских резервов. Однако фондовый рынок проигнорировал данные сигналы, и в первый же торговый день после вступления в силу новых положений индекс каждый раз поднимался. Аналитики не прогнозируют в ближайшее время спада китайского рынка, что подтверждается растущим объемом сделок.

Рис 2. Доля в количестве счетов



Рис 3. Доля в объеме торгов Шеньчженьской фондовой биржи



Регулирующие органы китайского рынка поддерживают повышение активности институциональных инвесторов и принимают меры, направленные на снижение активности частных инвесторов, стремясь сбалансировать доли этих двух групп. Несмотря на все эти усилия, по мнению регулирующих органов, для обучения инвесторов управлению рисками может потребоваться больше времени.

Защита прав инвесторов

- Ограничение стоимости акций: для снижения чрезмерной волатильности цена акций может меняться в пределах 10% от котировок на момент официального завершения торгов днем ранее. Таким образом, устанавливается 20%-ный диапазон колебания котировок в ходе одной торговой сессии.
- Специальные условия: согласно требованиям биржи, публичные компании, сообщившие об убытках в течение двух лет подряд, а также компании, чьи чистые активы из расчета на акцию упали ниже номинала, должны использовать сокращение 'ST' перед котировками для обозначения повышенной рискованности. Для таких компаний устанавливается более узкий диапазон колебания цены акций в пределах одного торгового дня.
- Публичное оповещение: компании, акции которых росли или снижались в цене более чем на 10% три дня подряд, должны выступить с публичным заявлением, включающим раскрытие любой информации, способной повлиять на цену. Компании, акции которых росли или снижались более чем на 7% ежедневно в течение 5 дней, должны раскрыть информацию о пяти основных участниках торгов. Наблюдатели должны следить за котировками акций и выявлять случаи инсайдерской торговли или незаконного установления цен.
- Сотрудникам Шанхайской фондовой биржи запрещается заниматься торговлей акциями во избежание конфликта интересов.
- Персонал биржи должен разбирать спорные моменты и жалобы инвесторов, касающиеся деятельности их брокеров.
- Минимальный депозит за каждое брокерское место члена биржи составляет 250 000 китайских юаней (34 135 долларов), клиринговая корпорация выступает гарантом компенсации этих средств инвесторам в случае наступления несостоятельности. Клиринговая гарантия корректируется в соответствии с объемом торгов на рынке.
- Брокеры должны разделять собственные счета и счета клиентов.
- Для покрытия обязательств по сделкам с акциями в случае несостоятельности клиринговых организаций создан специальный фонд.
- Публичные компании ежеквартально обязаны публиковать финансовую отчетность. Компании, не успевшие опубликовать отчет в требуемые сроки, не будут допущены до торгов до тех пор, пока вышеуказанное требование не будет выполнено. Акции компаний отстраняются от торгов на один час в день публикации квартального отчета.

- Перед размещением акций компании должны получить одобрение CSRC. Компании должны предоставить план выпуска за три дня до даты размещения и публиковать финансовую отчетность дважды в год.
- Шанхайская фондовая биржа внедрила комплексную систему надзора (surveillance) и в настоящий момент осуществляет мониторинг рыночной активности в режиме реального времени.

7. Глобализация рынка ценных бумаг

Схема с привлечением квалифицированных иностранных институциональных инвесторов (QFII) была введена в действие в 2002 году. Согласно действующим нормам, кандидаты на получение статуса QFII должны отвечать жестким требованиям к стоимости активов и другим финансовым показателям. Необходимым условием является также получение разрешения CSRC на инвестиции на фондовом рынке Китая. Инвесторы QFII осуществляют торговые операции через местных брокеров, являющихся участниками Шанхайской или Шэньчженьской биржи. 32 квалифицированных иностранных институциональных инвестора (QFII) имеют разрешение на прямые инвестиции на Шанхайском фондовом рынке.

В сентябре 2006 года вступили в силу новые правила, нацеленные на привлечение иностранных управляющих активами — пенсионными фондами, портфелями страховых компаний и фондами взаимных инвестиций путем ослабления квалификационных критериев для данных типов компаний. Размер активов в управлении снижен с 10 до 5 млрд долларов. Требование управления активами в течение пяти лет осталось неизменным. В то же время квалификационные критерии для иностранных компаний, занимающихся торговлей ценными бумагами, и коммерческих банков остаются неизменными. В соответствии с новыми правилами существенные изменения внесены в порядок открытия счетов и репатриацию доходов. Существенные изменения внесены также в существовавшие ранее ограничения по инвестициям.

Как ожидается, новые требования к QFII будут способствовать привлечению большего числа иностранных институциональных инвесторов.

Помимо этого, правила 2006 года, аналогично нормативам 2002 года, которые они заменили, позволяют банкам, оплаченный капитал которых составляет не менее 8 млрд юаней (1,1 млрд долларов), выступать в качестве депозитариев QFII. Такая же возможность предоставлена иностранным банкам, работающим в Китае не менее трех лет. Депозитарии отвечают за обеспечение сохранности всех активов, переданных им на хранение инвесторами QFII, а также за надзор за деятельностью QFII и сообщение CSRC о нарушениях законодательства.

Несмотря на то что продажи акций китайским инвесторам всемерно поощряются, продажа иностранным юридическим и физическим лицам путем выпуска В-акций или Н-акций (т.е., зарегистрированных в Гонконге) ограничивается миноритарными пакетами. Таким образом, эмиссия В-акций или Н-акций всегда составляет менее 50% уставного капитала компании, чтобы не допустить захвата иностранными инвесторами контроля над китайскими компаниями.

8. Роль государства

Институциональные изменения в государственном управлении Китая в значительной степени способствуют развитию эффективного фондового рынка и росту объема капитала, привлекаемого через IPO. Эти изменения включают в себя передачу в частные руки государственных пакетов, ослабление ограничительных мер на фондовом рынке, а также усиление эффективности корпоративного управления и законодательной защиты прав инвесторов в предприятиях, зарегистрированных на бирже. Тщательно продуманная реформа по объединению акций в сочетании с высокой доходностью по акциям Н значительно укрепила доверие инвесторов и вызвала подъем на рынке. Помимо этого, государство стимулирует размещение на бирже малых и средних предприятий, которые вносят все больший вклад в общеэкономический рост. В то же время продолжается реализация мер по усилению законодательной защиты прав инвесторов. Ранее правительство уже использовало агентство «Синьхуа» и другие официальные СМИ для доведения до участников рынка своей позиции, поэтому масштабное освещение какого-либо комментария, вероятно, будет воспринято китайскими инвесторами в качестве «отмашки» для игры на повышение.

По мнению аналитиков, ключевыми факторами роста стоимости акций, котирующихся на биржах в Шанхае и Шэньчжэне, стали предпринятые государством меры, позволившие повысить эффективность корпоративного управления и развеять давнюю тревогу относительно акций, не торгуемых на бирже. Неопределенность количества акций из государственных пакетов, которое могло быть сброшено на рынок, сдерживала цены.

Меры, принятые органами власти для стимулирования проведения IPO предприятиями:

- государственные фонды;
- снижение/отмена административных сборов;
- возмещение налогов;
- поддержка банковского кредитования ключевыми предприятиями.

Концепция финансового центра в Китае отличается от корейской концепции. В Китае финансовый рынок в основном ориентирован на внутреннего клиента, в то время как в Корее он имеет международную направленность. Новые размещения акций подчеркивают стремление государства сформировать ряд «голубых фишек», которые составляли бы основу фондового рынка, отражающего экономический рост Китая.

9. Вопросы налогообложения

Вопросы налогообложения занимают важное место в развитии как экономики страны в целом, так и рынка ценных бумаг в частности. При этом наиболее важным представляется не столько наличие определенных налоговых льгот для участников рынка ценных бумаг, сколько наличие развитой и эффективной системы налогообложения. Так, некоторыми ключевыми налоговыми вопросами, влияющими на принятие инвестиционного решения, являются: 1) наличие действующего налогового законодательства; 2) общий уровень налоговой нагрузки на инвесторов; 3) определенность в налогообложении операций с ценными бумагами; 4) наличие эффективных механизмов урегулирования неоднозначных налоговых вопросов; 5) эффективное взаимодействие налоговых органов с налогоплательщиками в рамках четко определенного правового поля; 6) наличие международных договоров об избежании двойного налогообложения.

Китай относится к странам с традиционной системой налогообложения, то есть не позиционируется как страна с льготным налогообложением.

В следующей таблице представлены основные налоги, применяемые к доходам предприятий, осуществляющим налогооблагаемую деятельность в Китае.

Наименование налога	Ставка, %
Налог на доход, включая налог на прирост стоимости	33
Налог на доходы, удерживаемый у источника выплаты	
• дивидендов	10
• процентов	10
• роялти	10
Налог на осуществление финансовой деятельности	5д

Необходимо отметить, что Китай планирует ввести новое налоговое законодательство с 1 января 2008 года. Как ожидается, одним из ключевых моментов будет снижение ставки налога на доходы до 25%.

В настоящее время налоговое законодательство Китая не предусматривает какие-либо существенные налоговые льготы участникам рынка ценных бумаг, что во многом обусловлено и без того бурным ростом рынка ценных бумаг. Более того, в целях сдерживания роста рынка ценных бумаг в 2007 году правительство Китая увеличило ставки налога на операции с ценными бумагами.

Необходимо отметить, что инвестиционная деятельность предприятий Китая находится под жестким контролем со стороны государства.

Китай заключил международные договоры об избежании двойного налогообложения с более чем 80 странами мира. По некоторым из заключенных договоров ставки налога на доходы, удерживаемого у источника выплаты, могут быть снижены до 5%.

Налоговые льготы для физических лиц

Доход физических лиц облагается налогом по прогрессивной шкале от 5 до 45%.

Доход физических лиц от прироста капитала облагается по ставке 20%.

Процентный доход и доход от роялти облагается по стандартной ставке 20%.

Виды доходов, не облагаемых налогом:

- процентный доход по Национальным облигациям, выпущенным Министерством финансов, а также по облигациям, утвержденным Государственным советом;
- доходы нерезидентов от сделок с акциями листинга В, а также с иностранными акциями, обращающимися на Китайской фондовой бирже;
- проценты и дивиденды, получаемые нерезидентами от совместных предприятий в Китае;
- доходы нерезидентов в виде процентов и дивидендов, выплачиваемых китайскими эмитентами акций листинга В, а также акций, обращающихся за рубежом.

7. Польша

Основные выводы

Сильные стороны	Слабые стороны
<ul style="list-style-type: none"> • Развитая инфраструктура рынка. • Крупнейший фондовый рынок среди 12 новых членов Евросоюза. • Соответствует высоким стандартам в области защиты инвесторов и корпоративного управления. • МФСО приняты на государственном уровне. • WSE заслужила доверие членов мирового финансового сообщества благодаря работе в рамках нормативно-правовой базы, соответствующей европейскому законодательству, регулирующему рынки ценных бумаг. Этот факт также повышает уверенность инвесторов в эффективности мер по защите инвесторов. • WSE также является членом ВФБ; это дает инвесторам и участникам рынка дополнительные гарантии того, что нормативно-правовые требования являются уместными, а системы надзора и реализация требований — эффективными. • WSE внедрила автоматическую торговую систему, сходную с автоматическими торговыми системами определенных европейских бирж (Euronext). Новая система позволяет компаниям являться членом сразу нескольких бирж, а также заключать соглашения о перекрестном доступе с Euronext и некоторыми другими иностранными биржами. Кроме того, функциональность системы знакома широкому кругу участников рынка, включая европейских трейдеров, и удобна в применении. • WSE предлагает различные финансовые продукты для ведения торгов, включая индексы, производные финансовые инструменты и долговые ценные бумаги. • WSE достигла существенного объема торгов и поддерживает его на хорошем уровне. Аналогичным образом биржа управляет ликвидностью отдельного рыночного сегмента для технологических компаний малого и среднего бизнеса (SiTech). Квалифицированным компаниям для привлечения средств на открытом рынке WSE предоставляет специальные программы по поддержке. • WSE разработала и ведет агрессивную торговую политику, нацеленную на выход в число лидеров бирж в Центральной и Восточной Европе к 2009 году. • Нормативные требования WSE направлены на вопросы корпоративного управления, что увеличивает доверие инвесторов и участников рынка. • WSE предлагает эмитентам существенное сокращение затрат, связанных с IPO и допэмиссиями. • Объем торгов и ликвидность существенно ниже аналогичных показателей в Лондоне, однако сопоставимы с другими европейскими биржами. 	<ul style="list-style-type: none"> • Некоторые крупные компании все еще находятся в собственности государства. • Чрезмерная зависимость крупных и малых предприятий сельскохозяйственного сектора от государственных субсидий.
Возможности	Риски
<ul style="list-style-type: none"> • Дальнейшая приватизация польских компаний. • Развивающийся рынок облигаций. • Вступление в зону обращения единой европейской валюты — евро. 	<ul style="list-style-type: none"> • Риск взрыва «ценового пузыря» на фондовом рынке. • Политический риск и «хрупкая» политическая ситуация в Польше.

1. Динамика основных макроэкономических показателей: 2001–2006 годы

После падения коммунистического режима Польша твердо придерживалась политики либерализации экономики и в настоящее время представляет собой успешный пример перехода от экономики, управляемой государством, к рыночной экономике, где первое место занимает частная собственность. Приватизация малых и средних государственных компаний и либеральное законодательство в области создания новых компаний обусловили развитие агрессивного частного сектора. Как следствие, возникли организации по защите прав потребителей. Реструктуризация и приватизация «важнейших секторов», таких как угледобывающая, сталелитейная, железнодорожная и энергетическая отрасли, начались в 1990 году. Благодаря тому что в сельскохозяйственном секторе Польши довольно много частных фермерских хозяйств, страна может стать ведущим производителем продуктов питания в Европейском союзе. Тем не менее некоторые проблемы остаются, особенно остро стоит проблема недостаточного инвестирования. Структурные реформы в области здравоохранения, образования, в системе пенсионного обеспечения и государственного управления привели к более существенному, чем ожидалось, увеличению налогового бремени. Варшава занимает первое место в Центральной Европе по иностранным инвестициям. Рост ВВП в период с 1993 по 2000 год был довольно существенным и стабильным, небольшое замедление произошло в 2001–2002 годах. Перспективы более тесной интеграции с Европейским союзом улучшили состояние экономики. В 2003 году рост составил 3,7%, в то время как в 2002 году — всего лишь 1,4%. В 2004 году рост ВВП составил 5,4%, в 2005 году — 3,3%, в 2006 году — 6,2%. В 2007 году правительство прогнозирует рост ВВП на уровне 6,5–7%.

Таблица 1. Основные макроэкономические показатели Польши

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Реальный ВВП (изменение в %)	1,3	1,4	3,9	5,3	3,6	6,1	6,5
Номинальный ВВП (млрд долларов)	190,4	198,2	216,8	253	304	341	420,3
Номинальный ВВП на душу населения (долларов)	4 929	5 134	5 629	6 628	7 965	8 943	11 027
Индекс потребительских цен (изменение в %)	5,5	1,9	0,8	3,5	2,2	1,2	2,5
Валютный курс (польских злотых за доллар США на конец периода)	3,99	3,84	3,74	2,99	3,26	2,91	2,44

Источник: Global Insight.

2. Основные реформы и изменения норм регулирования, способствовавшие росту рынка ценных бумаг: 2004–2007 годы

Нормативно-правовую базу для операций с ценными бумагами обеспечивают три закона от 29 июля 2005 года.

- Закон о торговле финансовыми инструментами (Act on Trading in Financial Instruments of 29 July 2005),
- Закон о публичных размещениях, условиях регулирования финансовых инструментов и публичных компаний (Act on Public Offering, Conditions Governing the Introduction of Financial Instruments to Organized Trading and Public Companies of 29 July 2005). Закон обеспечивает выполнение следующих директив Европейского сообщества:
 - Директива 2001/34/ЕС Европарламента о допуске ценных бумаг на официальные биржевые рынки и публикация необходимой информации (Directive 2001/34/EC the European Parliament and Council on the admission of securities to official stock-exchange listing and information to be published on those securities).
 - Директива 2003/6/ЕС о торговле инсайдеров и манипуляции рынком (Directive 2003/6/EC of the European parliament and Council on insider dealing and market manipulation (market abuse)).
 - Директива 2003/71/ЕС о публикации проспекта эмиссии ценных бумаг при публичном выпуске (Directive 2003/71/EC of the European Parliament and Council on he prospectus to be published when securities are offered to the public or admitted to trading).
 - Директива 2003/124/ЕС в отношении определения и публичного раскрытия внутренней информации и определения манипулирования рынком (Commission Directive 2003/124/EC as regards to definition and public disclosure of insider information and the definition of market manipulation).
- Закон о надзоре за рынком капитала (Act on Capital Market Supervision of 29 July 2005).

Основной задачей вновь принятого регулирования явилось внедрение директив Европарламента и сближение польского регулирования рынка ценных бумаг с регулированием Европейского союза.

Таблица 2. Соотношение капитализации рынка и ВВП в 2007 году по странам (%)

	Польша	Тайвань	Япония	Великобритания	США	Россия
Рыночная капитализация / ВВП	49,49	182,96	103,81	146,05	127,59	77,37

Источники: Bloomberg, Global Insight, «Эрнст энд Янг».

Стандарты бухгалтерского учета

Польша входит в состав Евросоюза, в связи с чем польские компании, зарегистрированные на фондовых биржах ЕС, с 2005 года должны перейти на МФСО.

3. Финансовые рынки

Рынки акций

Варшавская фондовая биржа (WSE, или *Gielda Papierow Wartosciowych w Warszawie*) является крупнейшей торговой площадкой для осуществления сделок с акциями среди 12 новых членов Евросоюза: общее число компаний в ее листинге к середине 2007 года составило 294, включая 12 иностранных. Общая капитализация польских компаний в 2006 году увеличилась почти наполовину, до 150 млрд долларов. К середине 2007 года рыночная капитализация продолжила расти, достигнув 212,8 млрд долларов. Котировки акций резко повысились на фоне ускорения темпов экономического роста, улучшив финансовые показатели и стабильные поступления наличных из местных пенсионных фондов и паевых инвестиционных фондов.

В 2006 году котировки акций демонстрировали рост четвертый год подряд благодаря повышению корпоративных показателей, что также улучшило рыночные условия для размещения IPO.

WSE активно реализует концепцию превращения Варшавы в международный финансовый центр торговли акциями иностранных компаний, в особенности центрально- и восточноевропейских. Эти попытки привели к размещению акций иностранных инвесторов на WSE и повышению интереса к польскому рынку среди иностранных институтов, осуществляющих брокерскую деятельность и иные финансовые и инвестиционные операции.

- WSE заслужила доверие членов мирового финансового сообщества благодаря работе в рамках нормативно-правовой базы, соответствующей европейскому законодательству, регулиющему рынки ценных бумаг. Этот факт также повышает уверенность инвесторов в эффективности мер по их защите.
- WSE также является членом ВФБ; это дает инвесторам и участникам рынка дополнительные гарантии того, что нормативно-правовые требования являются уместными, а системы надзора и соблюдения требований — эффективными.
- WSE внедрила автоматическую торговую систему, сходную с автоматическими торговыми системами определенных европейских бирж (Euronext). Новая система позволяет компаниям являться членом сразу нескольких бирж, а также заключать соглашения о перекрестном доступе с Euronext и некоторыми другими иностранными биржами. Кроме того, функциональность системы знакома широкому кругу участников рынка, включая европейских трейдеров, и удобна в применении.
- WSE предлагает широкий ряд финансовых продуктов для ведения торгов, включая индексы, производные финансовые инструменты и долговые ценные бумаги.
- WSE достигла существенного объема торгов и поддерживает его на хорошем уровне. Аналогичным образом биржа управляет ликвидностью отдельного рыночного сегмента для технологических компаний малого и среднего бизнеса (SiTech). Квалифицированным компаниям для привлечения средств на открытом рынке WSE предоставляет специальные программы поддержки.
- WSE разработала и ведет агрессивную торговую политику, нацеленную на выход в число лидеров бирж в Центральной и Восточной Европе к 2009 году.
- Нормативные требования WSE направлены на вопросы корпоративного управления, что увеличивает доверие инвесторов и участников рынка.
- WSE предлагает эмитентам существенное сокращение затрат, связанных с IPO и допэмиссиями.
- Объем торгов и ликвидность существенно ниже аналогичных показателей в Лондоне, однако сопоставимы с другими европейскими биржами.

Таблица 3. Динамика соотношения капитализации рынка и ВВП

	2003	2004	2005	2006	2007
Капитализация рынка (млрд долларов)	37	70	95	150	208
ВВП (млрд долларов)	216,8	253	304	341	420,3
Капитализация / ВВП (%)	17,07%	27,67%	31,25%	43,70%	49,49%

Источники: Bloomberg, Global Insight.

Таблица 4. Основные параметры финансового рынка

	2003	2004	2005	2006	2007
Капитализация внутреннего рынка (млрд долларов)	37	70	95	150	208
Количество зарегистрированных ценных бумаг	203	230	241	265	
Рыночная концентрация	65,4%	67,4%	68,6%	62,5%	
Обращаемость акций польских компаний	29,3%	34,1%	38,7%	45,4%	

Для расчета показателя рыночной концентрации использовались данные по 5% компаний, которые являются наиболее капитализированными и торгуемыми на фондовом рынке Польши.

Источники: Bloomberg, ВФБ.

Рис 1. Динамика индекса WIG

Источник: Bloomberg

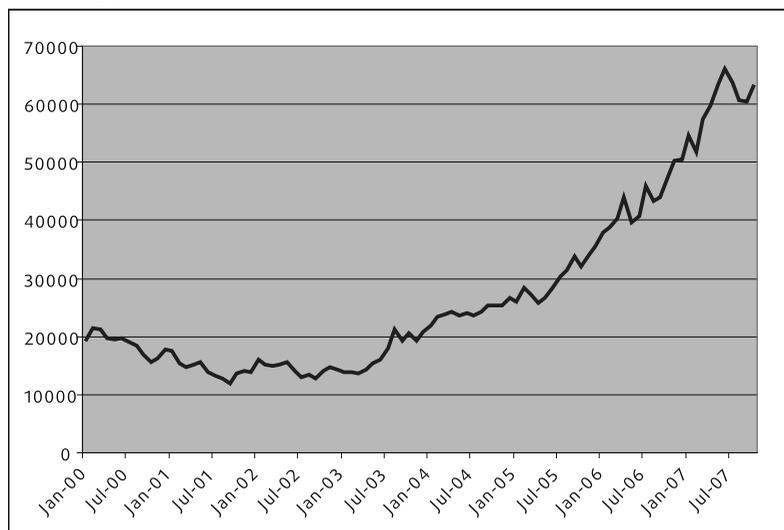


Таблица 5. Статистика IPO

IPO и другие размещения акций	2003	2004	2005	2006	2007
Количество IPO внутри страны	1	29	33	36	65
Объем средств, привлеченных в результате IPO внутри страны (млн долларов)	10,5	3040,6	2081,7	1212,9	1910,1
Вторичные размещения внутри страны	5	8	11	8	8
Объем средств, привлеченных в результате вторичных размещений внутри страны (млн долларов)	755,21	278,05	409,31	794,37	501,98
Количество IPO национальных компаний за рубежом	-	-	1	-	-
Объем средств, привлеченных в результате IPO национальных компаний за рубежом (млн долларов)	-	-	46,9	-	-
Вторичные размещения за рубежом	-	-	-	-	-
Объем средств, привлеченных в результате вторичных размещений за рубежом (млн долларов)	-	-	-	-	-

Источник: Bloomberg.

Рынок IPO продолжает стремительно расти. Фондовые биржи провели 36 (33, по данным ВФБ) листингов новых компаний в 2006 году и более 100 листингов с 2003 года. Почти все новые IPO проводили частные компании, стремящиеся привлечь средства для расширения на крупнейшем из новых рынков ЕС. Круп-

нейший польский распространитель прессы, Ruch, был единственной государственной компанией, приватизированной посредством размещения акций на бирже в 2006 году.

Торговля после IPO

Около 63% акций компаний, размещенных в 2004–2007 годах, торговались с премией к цене размещения через год после размещения (для акций, размещенных после сентября 2006 года, в качестве периода владения рассматривался период с момента размещения до сентября 2007 года). Средняя премия за эти акции составляет приблизительно 66,6%.

Тенденции в области привлечения капитала

Таблица 6. Капитал, привлеченный в результате выпуска облигаций по сравнению с акциями

	(млн долларов США)			
	2003	2004	2005	2006
Акции (первичные и вторичные размещения)	378,60	3538,07	2231,42	2859,85
Облигации	7128,54	21 926,52	27 309,32	29 660,69

Источник: ВФБ.

Торговая площадка для предприятий малого и среднего бизнеса (SME) и Freeboard

Площадка для польских предприятий малого и среднего бизнеса (SME) — NewConnect — начала работу 30 августа сразу двумя IPO. NewConnect была создана для молодых, динамично развивающихся польских компаний, которым необходимы средства для раскрытия инновационного потенциала, для получения шанса на дальнейшее развитие и вхождение в число крупнейших компаний Польши. Благодаря такому профилю эмитентов NewConnect предлагает более либеральный подход к формальным требованиям и требованиям к раскрытию информации, что позволяет снизить затраты. Листинг на NewConnect является для компаний первым шагом на рынок ценных бумаг.

Рынок облигаций

Несмотря на то что рынок корпоративных облигаций первоначально развивался довольно медленно, в период с 2002 по 2003 год темпы роста увеличились. Особенно значительный рост продемонстрировали облигации банков. Сейчас на рынке первичных финансовых инструментов торгуется значительный объем краткосрочных коммерческих векселей. Производные финансовые инструменты также стали доступны как на регулярном рынке, так и на рынке внебиржевой торговли. Для привлечения средств используются такие инструменты, как банковские депозиты, казначейские векселя и коммерческие векселя. Основным препятствием для дальнейшего развития рынков капитала остается отсутствие прозрачного и ликвидного рынка производных финансовых инструментов для коммерческих векселей, а также корпоративных и муниципальных облигаций.

Таблица 7. Статистика рынка облигаций Польши

	2003	2004	2005	2006	2007
Международные долговые ценные бумаги – корпоративные эмитенты (непогашенная задолженность, млрд долларов)	0,34	0,37	0,32	0,36	-
Международные долговые ценные бумаги – финансовые институты (непогашенная задолженность, млрд долларов)	6,59	5,9	5,6	6,1	3,5
Внутренние долговые ценные бумаги – корпоративные эмитенты (непогашенная задолженность, млрд долларов)	-	-	-	-	-
Внутренние долговые ценные бумаги – финансовые институты (непогашенная задолженность, млрд долларов)	-	-	-	-	-

Источник: www.bis.org.

Рынок производных финансовых инструментов

Фьючерсы на индексы фондового рынка зарегистрированы на WSE. По состоянию на середину мая 2007 года на Варшавской фондовой бирже торговались фьючерсные контракты на восемь акций. Первые фьючерсные контракты появились на биржах в январе 2001 года. Это были фьючерсы на ценные бумаги ведущего польского оператора связи Telekomunikacja Polska (TPSA), нефтяную группу PKN Orlen и конгломерат Elektrim (хотя торговля фьючерсами на Elektrim была приостановлена в ноябре 2003 года). На WSE также торгуются фондовые фьючерсы на Bank Pekao, KGHM Polska Miedz (производитель меди), издательство Agora, провайдер компьютерных технологий Prokom Software, Bank Zachodni WBK и PKO Bank Polski.

Таблица 8. Статистика производных финансовых инструментов на WSE

	2003	2004	2005	2006
Число торгуемых на бирже опционов на акции	-	-	4,372	10,988
Объем торгуемых на бирже опционов на акции (млн долларов)	-	-	29	98
Число торгуемых на бирже фьючерсов на акции	93 055	87 888	172 828	112 824
Объем торгуемых на бирже фьючерсов на акции (млн долларов)	226	397	845	782
Число торгуемых на бирже опционов на фондовые индексы	153 106	124 392	250 060	316 840
Объем торгуемых на бирже опционов на фондовые индексы (млн долларов)	7	13	1758	3055
Число торгуемых на бирже фьючерсов на фондовые индексы	4 132 749	3 517 782	5 167 111	6 257 203
Объем торгуемых на бирже фьючерсов на фондовые индексы (млн долларов)	14 651	23 437	34 864	59 920

Источник: ВФБ.

4. Инфраструктура рынка

Варшавская фондовая биржа — крупнейшая биржа в Центральной Европе, на которой зарегистрированы многие внутренние компании и небольшое количество иностранных предприятий. WSE осуществляет свою деятельность в соответствии с правилами, содержащимися в Законе о торговле ценными бумагами (Law Journal 118/97, который вступил в силу 1 января 1998 года). WSE является акционерной компанией, принадлежащей Министерству финансов наряду с несколькими банками и брокерскими фирмами. Деятельность биржи регулируется и контролируется Комиссией по финансовому надзору (Komisja Nadzoru Finansowego — KNF).

Таблица 9. Условия листинга на Варшавской фондовой бирже

	Основная площадка	Альтернативный рынок
Оформление документов	Составление соответствующего информационного документа (эмиссионного проспекта, меморандума), а также его утверждение надлежащим надзорным органом, за исключением случаев, когда составление и утверждение данного документа не является обязательным	Составление и утверждение соответствующего информационного документа надлежащим надзорным органом, за исключением случаев, когда составление и утверждение данного документа не является обязательным
Процедуры банкротства	По отношению к эмитенту не ведется процедура банкротства или ликвидации	По отношению к эмитенту не ведется процедура банкротства или ликвидации
Ограничение отчуждаемости	Отчуждаемость акций не ограничена	Отчуждаемость акций не ограничена
Минимальная сумма	Все эмитированные акции данного рода охвачены заявкой о допуске к биржевому обороту, стоимость акций, охваченных заявкой, или объем собственного капитала эмитента составляет в польских злотых минимальный эквивалент 1 000 000 евро; охваченные заявкой акции, принадлежащие акционерам, каждый из которых имеет не более 5% общего количества голосов на общем собрании, составляют, по меньшей мере, 25% всех акций, охваченных заявкой; или же акционерам, каждый из которых имеет не более 5% общего количества голосов на общем собрании, принадлежит, по меньшей мере, 500 000 акций компании, общая стоимость которых в польских злотых составляет как минимум 17 000 000 евро	
Финансовая отчетность	Эмитент публиковал финансовые отчеты вместе с оценкой субъекта, имеющего полномочия на их проверку как минимум в течение трех очередных отчетных лет, предваряющих представление заявки на допуск, или общество в форме, предусмотренной отдельными положениями, опубликовало информацию, дающую инвесторам возможность оценить его финансовое, хозяйственное состояние и риск, связанный с приобретением акций, охваченных заявкой, в том случае, когда в пользу допуска к обороту на рынке официальных котировок свидетельствует обоснованный интерес общества или инвесторов	

Процедуры торгов и поддержание порядка проведения торгов

Торги на Варшавской фондовой бирже проводятся в соответствии с правилами, централизованно и в электронном виде. В системе WARSET, введенной в ноябре 2000 года, все зарегистрированные компании поделены на группы на основе оценки их ликвидности. Акции наиболее ликвидных компаний торгуются

в системе непрерывных торгов, а акции менее ликвидных компаний попадают в систему аукциона единой цены (проводятся два аукциона в день). Акции одной компании могут котироваться только в одной системе. Каждая система сбора и передачи информации о котировке акций имеет свой график работы. Облигации и производные финансовые инструменты торгуются в системе непрерывных торгов. Маркетмейкеры поддерживают торги некоторыми ценными бумагами. WSE имеет механизм ограничения колебаний цен, включая действующую систему интервала колебания цен, так называемые действующие лимиты, используемые для защиты интересов инвесторов.

Пакетная торговля (block trades)

Крупные пакеты ценных бумаг, в том числе фьючерсные контракты, могут торговаться «вне сессии», не оказывая влияние на розничные рыночные цены.

Расчеты за ценные бумаги

Расчеты по всем сделкам осуществляются через Национальный депозитарий ценных бумаг. В основе системы расчетов лежит поставка против оплаты; для расчета за долевые ценные бумаги используется расчетная схема T+3, за облигации — T+2 и за производные финансовые инструменты — T+1 (клиринг — T+0). Депозитарий регулирует корпоративные действия (выплаты дивидендов, разделения и т. д.) и прочие операции с ценными бумагами (например, погашение облигаций). Для рынка производных финансовых инструментов депозитарий выполняет функции расчетной палаты. Национальный банк Польши выполняет функции клирингового банка.

5. Финансовые институты

Брокерское дело в Польше расширяется и все более концентрируется в результате слияний среди банков и их дочерних компаний, ведущих торговлю ценными бумагами. В 2006 году на долю четырех ведущих брокерских фирм (CDM Pekao, DM Bank Zachodni WBK, DM Bank Handlowy и ING Securities) приходилось около половины всех торгов ценными бумагами. Деятельность еще сильнее сконцентрирована на менее крупных рынках фьючерсов и облигаций на Варшавской фондовой бирже.

Польский закон о ценных бумагах разрешает банкам оказывать трейдинговые услуги, но их брокерские фирмы должны представлять собой отдельные организационные единицы. Промышленные объединения включают в себя Ассоциацию брокеров и консультантов (Zwiazek Maklerow i Doradcow) и Палату брокерских фирм (Izba Domow Maklerskich).

6. Инвесторы

Структура инвесторов: статистика

Таблица 10. Доля инвесторов на WSE (в %) (Источник: ВФБ)

Инвесторы	Инструменты	2002	2003	2004	2005	2006
Иностранные инвесторы	акции	35	32	33	41	31
	фьючерсные контракты	2	2	4	5	9
	опционы	-	-	6	1	3
Внутренние индивидуальные инвесторы	акции	29	29	35	26	35
	фьючерсные контракты	79	74	74	75	66
	опционы	-	-	74	75	71
Внутренние институциональные инвесторы	акции	36	39	32	33	34
	фьючерсные контракты	19	24	22	20	25
	опционы	-	-	20	24	26

Рис. 1. Структура инвесторов в акции в 2006 году



Рис. 2.

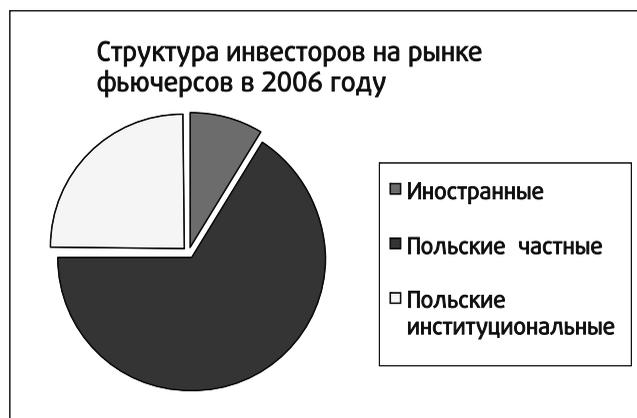
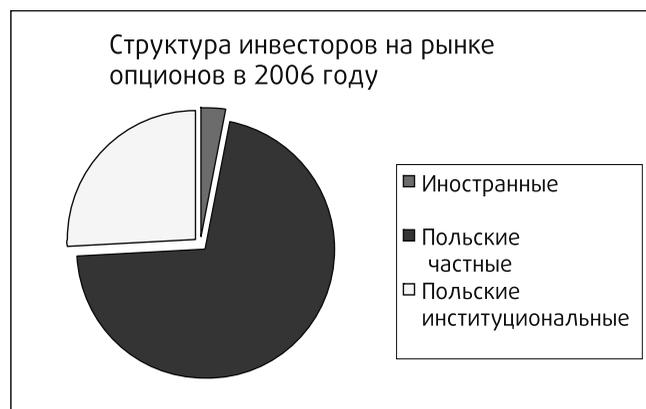


Рис. 3.



В конце 2006 года количество счетов для инвестиционных операций составило 909 000: по сравнению с 2005 годом рост составил 50 000. Более 12 миллионов поляков косвенно участвуют в инвестициях на фондовой бирже через образованные пенсионные и инвестиционные фонды.

В 2006 году структура инвесторов WSE существенно изменилась. Согласно данным за 2006 год, доля индивидуальных инвесторов в обороте долевых ценных бумаг составила 35%, что на 9% больше, чем в 2005 году. Соответственно, на эту категорию приходится наибольшая доля в общем обороте. Это значительное изменение за предыдущий год, когда иностранные инвесторы представляли наиболее активную группу на рынке ценных бумаг (доля 41%). На внутренних институциональных инвесторов приходилось 34% оборота долевых ценных бумаг, что приближалось к показателю прошлого года (33%). Устойчиво растет число заявок, размещенных через Интернет. В конце 2006 года заявки, размещенные в режиме реального времени, преобладали во всех категориях торговых инструментов: 6 из 10 заявок были сделаны через данный канал.

Защита прав инвесторов

Информация о покупке и продаже крупных пакетов акций публичных компаний (дающих владельцу 5% голосов и более) и значительных изменениях количества голосов, принадлежащих акционерам, должна представляться в Комиссию по ценным бумагам и биржам Польши (The Polish Securities and Exchange Commission), в Управление по защите конкуренции и потребителя (The Consumer and Competition Protection Office) и непосредственно в компанию. Компания обязана опубликовать эту информацию.

Требования, предъявляемые к отчетности

Любая компания, допущенная к публичным торгам, несет обязательство по раскрытию информации на регулярной основе. Компания должна раскрывать данные квартальных, полугодовых отчетов и проаудированных годовых отчетов. Любая информация, которая может повлиять на курс ценных бумаг, должна быть оперативно предоставлена Комиссии по ценным бумагам и биржам Польши (The Polish Securities and Exchange Commission), Варшавской фондовой бирже (The Warsaw Stock Exchange) и Польскому агентству печати (The Polish Press Agency — PAP).

Корпоративное управление

В 2002 году были разработаны основные принципы и правила корпоративного управления в зарегистрированных компаниях. В 2005 году некоторые правила были изменены с учетом потребностей рынка. Документ «Передовая практика корпоративного управления в публичных компаниях» состоит из 48 общих и детализированных правил, касающихся отдельных отделов компании и юридических лиц, связанных с ее деятельностью. В соответствии с биржевыми правилами все зарегистрированные компании должны публиковать отчеты о соблюдении принципов и правил корпоративного управления. В соответствии с моделью «соблюдай или объясняй», принятой в Польше, компания должна объяснять причины несоблюдения каких-либо правил (если это имело место). Ознакомиться с полным текстом документа, а также правилами WSE можно на веб-сайте WSE.

7. Глобализация рынка ценных бумаг

Иностранные инвесторы могут приобретать акции компаний, зарегистрированных на WSE. В соответствии с действующими правилами ограничения, применимые, в частности, к иностранным инвесторам, желающим инвестировать в польские компании, относятся к приобретению контрольного пакета акций компании, осуществляющей свою деятельность в области недвижимости. Иностранным инвесторам разрешается без ограничений инвестировать в казначейские векселя и облигации. Нерезиденты могут также свободно торговать краткосрочными долговыми ценными бумагами и производными финансовыми инструментами, но только зарегистрированными на организованной бирже (Варшавская фондовая биржа, Центральный реестр предложений или Варшавская товарная биржа). Они также могут покупать долгосрочные долговые ценные бумаги. Необходимо получить разрешение центрального банка для инвестирования в незарегистрированные краткосрочные долговые ценные бумаги (например, коммерческие бумаги).

Национальные компании могут выпускать глобальные депозитарные расписки (ГДР) и американские депозитарные расписки (АДР) для целей предложения своих акций на биржах за рубежом. Комиссия по финансовому надзору (Komisja Nadzoru Finansowego — KNF) может установить верхний предел процента акций, которые могут быть конвертированы в ГДР или АДР. KNF должна выдать разрешение компании, инициировавшей выпуск бумаг; банкам, желающим приобрести акции и перевыпустить их в виде ГДР или АДР, разрешение не требуется. Компания должна привлечь банк-депозитарий, который купит существующие или недавно выпущенные акции и разместит их за рубежом в качестве ГДР. Банк Нью-Йорка контролирует большинство выпусков ГДР польских компаний. Правительство не устанавливает лимитов по выпускам ГДР / АДР.

Одним из крупнейших выпусков ГДР стала продажа Министерством финансов 17,5% акций KGHM (меднодобывающего гиганта, принадлежащего государству, акции которого обращались на Варшавской фондовой бирже) в июле 1997 года. Citibank (США) выступил в роли банка-депозитария для выпуска ГДР, в результате которого было привлечено 215 млн долларов.

В настоящее время восемь выпусков польских ГДР (Agora, Bank BPH, KGHM Polska Miedz, Bank Pekao, PKN Orlen, Prokom, Softbank и Telekomunikacja Polska) торгуются на биржах, хотя их оборот незначителен. В сентябре 2005 года Bank Millennium завершил торги ГДР, а несколько других компаний приостановили торги ГДР, поскольку иностранные инвесторы предпочитают инвестировать в польские акции напрямую.

8. Вопросы налогообложения

Вопросы налогообложения занимают важное место как в развитии экономики страны в целом, так и в развитии рынка ценных бумаг в частности. При этом наиболее важным представляется не столько наличие определенных налоговых льгот для участников рынка ценных бумаг, сколько наличие развитой и эффективной системы налогообложения в целом. Так, некоторыми ключевыми налоговыми вопросами, влияющими на принятие инвестиционного решения, являются: 1) наличие действующего налогового законодательства; 2) общий уровень налоговой нагрузки на инвесторов; 3) определенность в налогообложении операций с ценными бумагами; 4) наличие эффективных механизмов урегулирования вопросов по неоднозначным налоговым вопросам; 5) эффективное взаимодействие налоговых органов с налогоплательщиками в рамках четко определенного правового поля; 6) наличие международных договоров об избежании двойного налогообложения.

Польша относится к странам с традиционной системой налогообложения, то есть не позиционируется как страна с льготным налогообложением.

В следующей таблице представлены основные налоги, применяемые к доходам предприятий, осуществляющим налогооблагаемую деятельность в Польше.

Наименование налога	Ставка, %
Налог на доход	19
Налог на прирост стоимости	19
Налог на доходы, удерживаемый у источника выплаты	
• дивидендов	19
• процентов	20
• роялти	20
Налог на гражданские сделки	1-2

Прирост стоимости при реализации определенных ценных бумаг нерезидентами, не осуществляющими деятельность на территории Польши, может быть освобожден от налога на прирост стоимости при соответствии определенным условиям.

Определенные налоговые освобождения существуют для компаний-резидентов стран ЕС.

Существуют налоговые льготы для доходов по определенным видам государственных ценных бумаг.

Польша заключила международные договоры об избежании двойного налогообложения с более чем 80 странами мира. По некоторым из заключенных договоров ставки налога на доходы, удерживаемого у источника выплаты, могут быть снижены до 5% по дивидендам, до 0% — по процентам и до 5% — по роялти.

8. Сингапур

Основные выводы

Сильные стороны	Слабые стороны
<ul style="list-style-type: none"> • В высшей степени развитая капиталистическая экономика, основанная на принципах политики свободного рынка, низкого налогообложения и невмешательства государства. • Финансовый центр международного уровня в Азии. SGX признана в качестве азиатского центра биржевого листинга для растущих компаний, обеспеченного возможностями качественных исследований для мирового инвестиционного сообщества. Сингапур всегда занимал четвертое место в списке наиболее активных трейдинговых центров в мире после Лондона, Нью-Йорка и Гонконга. • Стандарты финансовой отчетности, аналогичные МСФО. • Развитая расчетно-клиринговая система. Передовая система управления рисками. • Сингапурская биржа активно привлекает иностранные эмиссии. В 2006 году 70% всех IPO на Сингапурской бирже были проведены иностранными компаниями Китая, Гонконга, Бермуд и Малайзии. 	<ul style="list-style-type: none"> • Рынок долговых инструментов относительно невелик по размеру в сравнении с рынком банковских услуг и долевыми инструментами. • Фондовый рынок обладает приемлемой ликвидностью, но на нем доминируют акции двух компаний (Singapore Airlines и Singapore Telecom).
Возможности	Риски
<ul style="list-style-type: none"> • Сингапур представляет собой второй по значимости центр привлечения капитала для потребностей материкового Китая. • SGX активно сотрудничает с региональными биржами с целью расширения сети рынков. Две международные инициативы в середине января 2007 года. SGX выразил желание приобрести 26% акций Бомбейской фондовой биржи; подписание меморандума о взаимопонимании между SGX и фондовым рынком Абу-Даби в отношении международной торговли и расчетно-клиринговых операций. • Первая совместная трейдинговая операция в рамках SGXLink была осуществлена с Австралийской фондовой биржей. Было также достигнуто соглашение с Малайзийской биржей, направленное на совместное создание канала для проведения перекрестных сделок по торговле ценными бумагами, хотя внедрение этого канала было задержано вследствие проблем с организацией новой трейдинговой площадки Малайзийской биржи. • В ноябре 2000 года SGX получила биржевой листинг на собственной торговой площадке. • Объем торговли облигациями постоянно растет, в особенности в международном сегменте. • SGX является первой азиатской биржей, предлагающей компаниям привлекательную схему листинга в качестве промышленного траста (аналогично инвестиционному трасту недвижимого имущества — REIT) вместо традиционного листинга. • SGX и Американская фондовая биржа (Amex) создали совместное предприятие с целью способствовать биржевому листингу и торговле ETF Американской биржи в регионе. • Совместно с Чикагской товарной биржей (CME) SGX установила первый в мире канал для торговли фьючерсами между двумя биржами. 	<ul style="list-style-type: none"> • Зависимость финансовой системы страны от иностранного капитала.

1. Динамика основных макроэкономических показателей: 2001–2006 годы

Сингапур имеет высокоразвитую свободную рыночную экономику. Рынок прозрачен и не коррумпирован. Основным сектором является сектор финансовых услуг, затем следует производственный сектор, в частности отрасль электроники и сектор биотехнологий, быстро развивающийся благодаря государственной поддержке. Страна существенно зависит от экспорта. Крупнейшими партнерами в области внешней торговле являются Малайзия и США. Сингапур входит в четверку так называемых «Азиатских тигров».

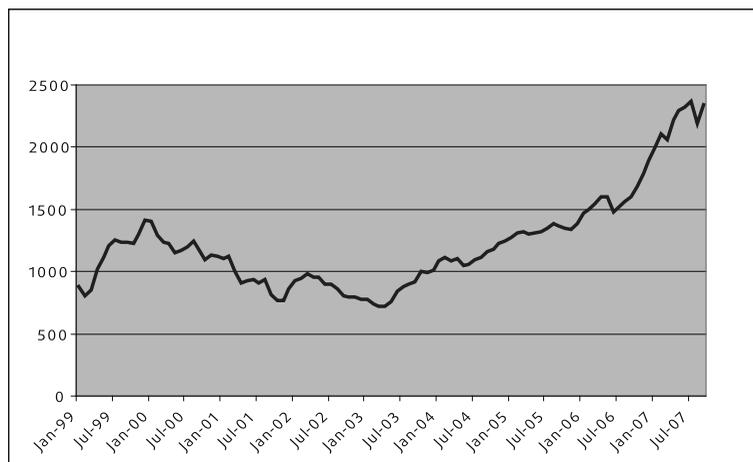
Таблица 1. Основные макроэкономические показатели Сингапура

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Реальный ВВП (изменение в %)	-2,4	4,2	3,1	8,8	6,6	7,9	7,7
Номинальный ВВП (млрд долларов)	85,6	88,5	92,3	107,4	116,7	132,2	150,3
Номинальный ВВП на душу населения (долларов)	20 897	21 251	21 878	25 138	26 984	30 185	33 881
Индекс потребительских цен (изменение в %)	1,0	-0,4	0,5	1,7	0,5	1,0	2,1
Валовой национальный доход на душу населения (долларов)		88 692,0	92 114,1	104 485,9	112 424,1	132 913,7	
Валютный курс (сингапурских долларов за доллар США на конец периода)	1,85	1,74	1,70	1,63	1,66	1,53	1,44
Рейтинг S&P (иностранная валюта)	AAA						
Рейтинг Fitch (иностранная валюта)	AAA- / ста- биль-ный / A-1+						

Источник: Global Insight.

Основной сингапурский индекс, The Straits Times Index, демонстрировал в последние годы хорошую динамику и стабильный рост.

Рис. 1. The Straits Times Index



Источник: Bloomberg.

2. Основные реформы и изменения норм регулирования, способствовавшие росту рынка ценных бумаг: 2004–2007 годы

В 1999 году был создан Сингапурский биржевой холдинг (SGX) на базе слияния Stock Exchange of Singapore Ltd (SES) и Singapore International Monetary Exchange Limited (SIMEX). Сингапурский биржевой холдинг первым в Азии получил биржевой листинг в 2000 году.

Таблица 2. Соотношение капитализации рынка и ВВП в 2007 году по странам (%)

	Сингапур	Тайвань	Япония	Великобритания	США	Россия
Капитализация рынка / ВВП	331,34	182,96	103,81	146,05	127,59	77,37

Источники: Bloomberg, Global Insight, «Эрнст энд Янг».

В Сингапуре очень высокий коэффициент соотношения рыночной капитализации и ВВП, более чем вдвое превышающий аналогичные коэффициенты США и Великобритании. Это отражает специфику Сингапура как финансового центра. Сингапурские компании не составляют большинства среди зарегистрированных на бирже.

Таблица 3. Основные вопросы регулирования

Корпоративный сектор	Финансовый сектор	Прочее
<ul style="list-style-type: none"> 30.06.2005: SGX предложила расширить правила и порядок листинга, чтобы повысить стандарты корпоративного управления. 15.10.2005: Закон (дополнение к закону) о ценных бумагах и фьючерсных контрактах от 2005 года установил освобождение от представления проспекта при небольших эмиссиях и повышение требований к раскрытию информации с целью повышения качества информации для инвесторов. 29.11.2005: Валютное управление Сингапура(MAS) выпустило нормативный Акт о корпоративном управлении для утвержденных бирж целевых расчетных палат и утвержденных холдинговых компаний. 	<ul style="list-style-type: none"> Листинг SGX на собственной торговой площадке (2000 год) 21.09.2005: введен ряд фондовых индексов (FTSE/ASEAN) совместно с другими азиатскими биржами. 19.12.2005: SGX и Чикагская товарная биржа создали совместное предприятие, чтобы развивать биржевую торговлю производными инструментами на товары азиатского производства, под названием Объединенная азиатская биржа производных инструментов (JADE). 	<ul style="list-style-type: none"> MoneySense, курс финансового обучения для инвесторов (начало – в октябре 2003 года). 31.08.2005: первый сингапурский фонд торгуемых на бирже облигаций, Asian Bond Fund (ABF) Singapore Bond Index Fund, начал первые операции на SGX. 21.02.2005: SGX, FTSE и Yasaar Consultants ввели первый азиатский индекс, соответствующий нормам шариата, FTSE-SGX Asia Shariah 100 Index.

Стандарты бухгалтерского учета

МСФО не разрешены к применению в Сингапуре. При этом в Сингапуре были введены все стандарты МСФО практически без изменений как сингапурский эквивалент МСФО, но с изменениями в принципах признания и оценки в некоторых стандартах МСФО при принятии их в качестве сингапурских стандартов (наиболее существенное различие, касающееся инвестиционной собственности, было устранено начиная с 2007 года).

3. Финансовые рынки

Местный финансовый рынок достаточно хорошо развит. Государство долгое время создавало национальный рынок облигаций. Фондовый рынок обладает приемлемой ликвидностью, но на нем доминируют акции двух компаний (Singapore Airlines и Singapore Telecom). Стандарты надзора над финансовым сектором высоки, а местный сектор банковских услуг для частных клиентов консолидировался с 2001 года путем ряда слияний.

Рынок акций

Сингапурский биржевой холдинг (SGX) был создан 1 декабря 1999 года на базе слияния Stock Exchange of Singapore Ltd (SES) и Singapore International Monetary Exchange Limited (SIMEX). В ноябре 2000 года SGX получил биржевой листинг на собственной торговой площадке. Несмотря на меры по реформированию фондового рынка, Сингапурский биржевой холдинг остается небольшим по международным меркам. Кроме того, SGX пострадал от региональных экономических неурядиц: резкое падение основного индекса фондовой биржи Сингапура (SES) в 1997 и 1998 годах сопровождалось подъемом в 1999 году и повторным снижением в 2000 и 2001 годах (самые низкие значения были отмечены в сентябре). Местный фондовый рынок пострадал из-за начала войны в Ираке и вспышки атипичной пневмонии (SARS) в первые четыре месяца 2003 года, но затем хорошо держался весь остальной год и сохранил тенденцию к повышению в 2004 году, когда внешний спрос и мировые финансовые рынки начали подниматься, способствуя повышению стоимости фирм, зарегистрированных на местных биржах.

Таблица 4. Динамика отношения рыночной капитализации к ВВП

	2003	2004	2005	2006	2007
Капитализация внутреннего рынка (млрд долларов)	169	211	246	364	498
Номинальный ВВП (млрд долларов)	92,3	107,4	116,7	132,2	150,3
Капитализация / ВВП (%)	183	196	210	275	331

Источники: Bloomberg, Global Insight.

Таблица 5. Основные параметры финансового рынка

	2003	2004	2005	2006	2007
Капитализация внутреннего рынка (млрд долларов США)	169	211	246	364	498
Количество компаний, прошедших листинг	560	633	686	708	
Рыночная концентрация (%)	66,7	68,3	48,3	48,6	
Обращаемость акций местных компаний (%)	74,4	60,8	48,4	58,2	
Количество зарегистрированных фондов, торгуемых на бирже (ETF)	6	6	7	13	

Для расчета показателя рыночной концентрации использовались данные по 5% компаний, которые являются наиболее капитализированными и торгуемыми на фондовом рынке Сингапура.

Источники: Bloomberg, WFE.

IPO

В период с 2002 по 2006 год на Сингапурской бирже было зарегистрировано 217 IPO (3,4% от общего числа IPO в мире). Объем полученных средств составил 7,6 долларов США (1,2% от общей суммы, полученной от IPO в мире, самый низкий процент из 110 крупнейших мировых бирж).

Таблица 6. Статистические данные по IPO

IPO и другие размещения акций	2003	2004	2005	2006	2007
Количество IPO внутри страны	58	78	65	56	27
Объем средств, привлеченных в результате IPO внутри страны (млн долларов)	1138,4	1965,8	2545,5	4428,2	2706,6
Вторичные размещения внутри страны	23	15	15	26	35
Объем средств, привлеченных в результате вторичных размещений внутри страны (млн долларов)	931,5	1 434,0	1 800,6	3 486,7	3 288,7
Количество IPO национальных компаний за рубежом	-	-	-	1	-
Объем средств, привлеченных в результате IPO национальных компаний за рубежом (млн долларов)	-	-	-	129,8	-
Вторичные размещения за рубежом	-	1	-	-	-
Объем средств, привлеченных в результате вторичных размещений за рубежом (млн долларов)	-	304,1	-	-	-

Источник: Bloomberg.

В 2006 году 70% всех IPO на Сингапурской бирже были размещены иностранными компаниями. Сингапурские компании предпочитают получать листинг на местных биржах.

Торговля после IPO

Около 40% акций компаний, размещенных в период с 2001 по 2007 год, торговались с премией к цене размещения через год после размещения (для акций, размещенных после октября 2006 года, в качестве периода владения рассматривался период с момента размещения до октября 2007 года). Средняя премия за эти акции составляет приблизительно 12%.

Тенденции в области привлечения капитала

За исключением резкого снижения в 2002 году, особенно в торговле облигациями, объем торговли продолжает расти. Торговля облигациями каждый год увеличивается более чем вдвое. Торговля долевыми ценными бумагами демонстрирует более стабильный рост.

Таблица 7. Финансирование с помощью долевого ценных бумаг и корпоративных облигаций (млн долларов США)

	2003	2004	2005	2006	2007 (до сентября)
Акции (первичные и вторичные)	2069,9	3703,9	4346,1	8044,7	4574,7
Облигации	540	1 427	6 734	9 319	

Источники: WFE, Bloomberg.

Таблица 8. Продажа акций существующим акционерам

	2003	2004	2005	2006	Первый квартал 2007
Льготная продажа акций, млн долларов	203,1	681,3	1 676,8	861,3	557,3

Источник: Годовой отчет Валютного управления Сингапура.

Таблица 9. Суммы, привлеченные на внутреннем рынке (млн долларов США)

Суммы нетто, привлеченные на внутреннем рынке капитала	2003	2004	2005	2006	Первый квартал 2007
А. Сумма нетто, привлеченная государством	6906,6	9181,5	7563,9	1438,0	1658,0
1. Валовая стоимость эмиссии государственных ценных бумаг (исключая казначейские векселя)	14 650,8	19 081,1	17 048,1	13 036,7	7238,8
Б. Дополнительный капитал, привлеченный частным сектором	2361,5	3673,1	7036,1	6738,6	3351,4
1. Открытое предложение акций	1203,8	2418,8	4166,7	5072,7	621,9
2. Льготная продажа акций	203,1	681,3	1676,8	861,3	557,3
3. Частное размещение зарегистрированных акций	954,6	572,9	1192,6	804,5	2172,2
В. Выпущенные долговые ценные бумаги	11 341,8	13 312,3	7036,1	6738,6	3351,4
1. Зарегистрированные облигации, заемные обязательства и долговые обязательства компаний	4788,2	3926,1	3056,9	5504,6	817,9
2. Незарегистрированные облигации	6358,8	9102,8	8997,5	11 328,6	3410,6
3. Источники возобновляемого кредита/Программа выпуска векселей	-	-	-	-	-
4. Свободно обращающиеся депозитные сертификаты	194,9	283,4			
Итого: привлеченные средства нетто	20 609,9	26 166,9	26 654,5	25 009,7	9 238,0

Источник: Годовой отчет Валютного управления Сингапура.

Freeboard

SGX Sesdaq является торговой площадкой, которая предоставляет альтернативные возможности привлечения средств. Для эмитентов, подающих заявку на допуск на SGX Sesdaq, нет минимальных требований, касающихся операционного опыта, прибыли или акционерного капитала, однако предполагается, что они все же будут удовлетворять определенным минимальным требованиям. В частности, если у эмитента нет опыта прошлой деятельности, обычно ожидается, что он докажет наличие средств для финансирования проекта или разработки нового продукта; исследования по данному аспекту должны быть завершены, а цена назначена.

Рынок облигаций

Объем трейдинга облигаций постоянно растет, в особенности в международном сегменте. К 2006 году иностранные долговые ценные бумаги составляли 67% от всей непогашенной задолженности.

Таблица 10. Статистика рынка облигаций Сингапура

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Международные долговые ценные бумаги – корпоративные эмитенты (непогашенная задолженность, млрд долларов на декабрь каждого года)	2,9	6,0	5,5	8,5	9,93	9,9	12,1	14,2
Международные долговые ценные бумаги – финансовые институты (непогашенная задолженность, млрд долларов)	11,0	15,8	15,0	17,6	25,1	29,4	32,6	36,8
Внутренние долговые ценные бумаги – финансовые институты (непогашенная задолженность, млрд долларов)	12,0	14,4	16,3	16,1	16,1	16,9	18,3	-
Внутренние долговые ценные бумаги – корпоративные эмитенты (непогашенная задолженность, млрд долларов)	4,9	6,3	4,2	5,2	5,9	4,5	4,9	-

Источник: www.bis.org.

Рынок производных финансовых инструментов

Первопроходец в области торговли фьючерсами и опционами на акции в Азии, Сингапурская биржа — Singapore Exchange Derivatives Trading Limited (SGX-DT), — первой в Азии провела листинг фьючерсов на фондовые индексы. По прошествии нескольких лет спектр торгуемых на ней азиатских фьючерсов и опционов на акции расширился и включил японские, тайваньские, гонконгские и сингапурские контракты.

Таблица 11. Статистика рынка производных инструментов Сингапура

	2003	2004	2005	2006
Число торгуемых на бирже опционов на фондовые индексы	289 361	247 388	157 742	387 673
Объем торгуемых на бирже опционов на фондовые индексы (млн долларов)	13 253	12 102	10 750	26 111
Число торгуемых на бирже фьючерсов на фондовые индексы	13 607 659	16 428 769	21 725 170	31 200 243
Объем торгуемых на бирже фьючерсов на фондовые индексы (млн долларов)	499 049	618 116	1 068 947	1 660 847

Источник: WFE.

С 19 марта 2007 года торговля фьючерсами на акции отдельных компаний прекращена, а сами контракты определяются как «нефункционирующие». Рынок производных финансовых инструментов в основном представлен иностранными игроками, фондовый рынок — местными брокерами.

4. Инфраструктура рынка

В основе финансового рынка Сингапура лежит прочная и эффективная нормативно-правовая база. Сингапур является одной из немногих азиатских стран с кредитным рейтингом «AAA»; кроме того, в течение шести лет подряд исследование по вопросам политических и экономических рисков (Political and Economic Risk Consultancy Survey) называло судебную систему Сингапура лучшей в Азии.

Соответственно, SGX рассматривается как эффективно управляемая торговая площадка, деятельность которой основана на режиме раскрытия информации. SGX продолжает вести свою торговую площадку к передовым практикам в области регулирования, поскольку эффективное корпоративное управление является неотъемлемой частью целостности рынка. Такой разумный подход в области регулирования является привлекательным для компаний, которые стремятся добиться признания в вопросах корпоративного управления и прозрачности деятельности. На самом деле в настоящее время листинг на SGX является своего рода знаком качества, который признается во всем мире.

Стремясь провести больше листингов иностранных компаний, SGX установила правила листинга, ориентированные на рынок. Эти правила обеспечивают компаниям с разнообразными базами доступ к источнику привлечения капитала в Сингапуре. Несмотря на то что SGX сохраняет свою позицию в привлечении большего числа компаний, стандарты допуска ценных бумаг и качество компаний, получивших листинг, так и не достигли компромисса.

Регулирование рынков фьючерсов и ценных бумаг Сингапура осуществляется в соответствии с Законом о торговле ценными бумагами и фьючерсами (Securities and Futures Act — SFA) и Правилами торговли ценными бумагами и фьючерсами (Securities and Futures Regulations — SFR) Валютным управлением Сингапура (MAS), которое фактически является центральным банком Сингапура. Кроме того, компании, стремящиеся получить доступ на Singapore Exchange Securities Trading Limited (SGX-ST), и компании, уже прошедшие процедуру листинга, должны соблюдать правила и постановления, принятые SGX. Наблюдательные полномочия MAS заключаются в том, чтобы посредством регулирования и контроля создать надежный и прогрессивный сектор финансовых услуг. В число целей и задач наблюдательной деятельности MAS входят:

- стабильная финансовая система;
- безопасные и надежные финансовые посредники;
- безопасная и эффективная финансовая инфраструктура;
- справедливые, эффективные и прозрачные организованные рынки;
- прозрачные, честные и добросовестные посредники и оференты;
- хорошо информированные и уполномоченные потребители.

Заявки на листинг и проспекты эмиссий передаются на рассмотрение и утверждение в SGX-ST. После получения заключения SGX о соответствии требованиям листинга проспект передается в MAS и помещается на сайт MAS для публичных комментариев в течение 3–4 недель. Впоследствии компания одновременно будет предоставлять MAS и SGX дополнительные проспекты допэмиссий. После этого компания может выпускать акции.

Компания, стремящаяся получить допуск на Сингапурскую биржу, должна действовать через один из сингапурских финансовых институтов, выступающий спонсором и ведущим управляющим. Кроме управления выпусками IPO, ведущий управляющий также подает заявления на листинг и выступает в качестве посредника с SGX по всем вопросам, возникающим в связи с подачей заявлений на листинг.

Биржи и альтернативные рынки

В 1999 году был создан Сингапурский биржевой холдинг (SGX) на базе слияния Stock Exchange of Singapore Ltd (SES) и Singapore International Monetary Exchange Limited (SIMEX). SGX первым в Азии получил биржевой листинг в 2000 году.

Эмитент может обратиться за допуском в официальный перечень SGX Main board или SGX Sesdaq. SGX Sesdaq является торговой площадкой, которая предоставляет альтернативные возможности привлечения средств. Для эмитентов, подающих заявку на допуск на SGX Sesdaq, нет минимальных требований

касательно операционного опыта, прибыли или акционерного капитала, однако предполагается, что они все же будут удовлетворять определенным минимальным требованиям. В частности, если у эмитента нет опыта прошлой деятельности, обычно ожидается, что он продемонстрирует необходимость получения средств для финансирования проекта или разработки нового продукта; исследования по данному аспекту должны быть завершены, а цена назначена.

Singapore Exchange Securities Trading Limited (SGX-ST) является дочерней компанией SGX и осуществляет торговлю ценными бумагами на следующих четырех рынках:

- SGX Main Board (компания, находящиеся в листинге, обычно являются крупными и обладают опытом работы);
- SGX SESDAQ (компания, находящиеся в листинге, обычно являются небольшими или средними по размеру);
- CLOB International (внебиржевой рынок для торговли международными ценными бумагами);
- SGX Xtranet (рынок для торговли производными финансовыми продуктами и EFT).

Требования листинга

Акции

Сначала компания, обращающаяся за получением листинга на Сингапурской бирже, назначает финансовый институт, расположенный в Сингапуре, своим спонсором или менеджером, т. е. андеррайтером. Менеджер эмиссии консультирует компанию по вопросам соответствия важным требованиям листинга на SGX и подготовки к первичному публичному размещению (IPO). Менеджер эмиссии подает заявление на листинг и впоследствии выступает посредником между компанией и биржей по любым вопросам, возникающим в связи с новой эмиссией.

Таблица 12. Требования к листингу и раскрытию информации на Сингапурской бирже

	Фондовый рынок	SESDAQ
Акционерный капитал	Альтернативные критерии 1 и 2: Н/п Альтернативный критерий 3: минимум 80 млн сингапурских долларов (52,1 млн долларов США) в зависимости от цены эмиссии	Н/п
Срок деятельности	Альтернативный критерий 1: 3 года операционной деятельности, 3 года непрерывности управления Альтернативный критерий 2: 1-2 года непрерывности управления Альтернативный критерий 3: Н/п	Компания без опыта деятельности должна продемонстрировать, что ей требуются средства для финансирования проекта или разработки продукта, исследования по данному аспекту должны быть завершены, а цена назначена.
Количество акционеров	1000 человек и более	500 и более
Владение акциями	25% выпущенных акций должны быть распределены как минимум среди 1000 акционеров.	Не менее 500 000 акций или 15% эмиссии (независимо от размера) должны быть распределены как минимум среди 500 акционеров
Показатели деятельности	Альтернативный критерий 1: совокупная прибыль до налогообложения не менее 7,5 млн сингапурских долларов (4,9 млн долларов США) три последних года подряд, прибыль до налогообложения в год не менее 1 млн сингапурских долларов (650 000 долларов США). Альтернативный критерий 2: совокупная прибыль до налогообложения за последние 1-2 года не менее 10 млн сингапурских долларов (6,5 млн долларов США) Альтернативный критерий 3: Н/п	Бизнес должен быть конкурентоспособным и прибыльным, с хорошими перспективами роста
Прочее	Финансовое положение группы должно быть стабильным с точки зрения положительных потоков денежных средств от операционной деятельности	-
Сбор за листинг	100 сингапурских долларов (65 долларов США) на 1 млн долларов или соответствующую часть рыночной стоимости, если ценные бумаги допущены к торгам; минимальный сбор – 50 000 сингапурских долларов (32 684 долларов США) максимальный – 200 000 сингапурских долларов (130 736 долларов США)	100 сингапурских долларов (65 долларов США) на 1 млн долларов или соответствующую часть рыночной стоимости, если ценные бумаги допущены к торгам; минимальный сбор – 10 000 сингапурских долларов (6536 долларов США) максимальный – 20 000 сингапурских долларов (13 736 долларов США)

SGX не делает различий между местными и иностранными компаниями: для компаний обеих категорий требования к листингу и продолжающиеся обязательства по листингу одинаковы. В настоящий момент для привлечения иностранных компаний в листинг SGX разрешает иностранным эмитентам подготавливать проверенную аудиторами отчетность в соответствии с международными стандартами финансовой отчетности или GAAP США без приведения отчетности в соответствие с сингапурскими стандартами. Более того, компании, которые уже получили листинг на одной или более признанных зарубежных биржах, при подаче заявки на двойной или вторичный листинг на Сингапурской бирже могут освободиться от текущих обязательств по листингу.

SGX также разрешает иностранным компаниям без необходимого для листинга на Main Board опыта проходить регистрацию на Stock Exchange of Singapore Dealing and Automated Quotation (SESDAQ) вместо листинга на вторичных биржах. После того как эти компании смогут удовлетворять требованиям листинга, они могут провести листинг на Main Board.

Для первичного листинга компаниям необходимо представить наряду с заявлением финансовую отчетность; будущие периодические финансовые отчеты также должны быть подготовлены в соответствии с Положением о бухгалтерском учете в Сингапуре (SAS), или с международными стандартами финансовой отчетности (МФСО), или с общепринятыми в США принципами бухгалтерского учета (GAAP США). Отчеты, подготовленные в соответствии с МФСО или GAAP США, не должны корректироваться для соответствия SAS.

Для вторичного листинга вместе с заявлением на листинг предоставляется финансовая отчетность; будущие периодические финансовые отчеты должны соответствовать либо SAS, либо МФСО, либо GAAP США.

Иностранные эмитенты:

- иностранные эмитенты, впервые подающие заявку на листинг на фондовой бирже, должны соответствовать всем требованиям;
- в руководство иностранных эмитентов должны входить не менее двух независимых директоров, оба должны быть резидентами Сингапура;
- на Сингапурской бирже приемлемы SAS, GAAP США или МФСО.

SGX является первой азиатской биржей, предлагающей компаниям привлекательную схему листинга в качестве промышленного траста вместо традиционного листинга. Листинг в качестве промышленного траста аналогичен инвестиционному трасту недвижимого имущества (REIT).

Таблица 13. Сравнение листинга промышленных трастов, инвестиционных трестов недвижимого имущества (REIT) и традиционного листинга компаний

	Инвестиционные трасты недвижимого имущества	Промышленные трасты	Традиционный листинг компаний
Законодательный режим	Законодательство в области институтов коллективного инвестирования	Закон о промышленных трастах	Закон о компаниях
Устройство	Не являются отдельными юридическими лицами. Созданы посредством трастового договора. Держатели получают выгоду в качестве собственников-бенефициаров и обладают меньшей степенью контроля над компанией, чем акционеры	Не являются отдельными юридическими лицами. Созданы посредством трастового договора. Держатели получают выгоду в качестве собственников-бенефициаров и обладают меньшей степенью контроля над компанией, чем акционеры	Являются отдельными юридическими лицами
Корпоративное управление Ответственная организация	Самостоятельные доверительный собственник и управляющий активами	Доверительный собственник и управляющий являются единой ответственной организацией, роль которой аналогична той, которую играют доверительный собственник и управляющий активами инвестиционного траста недвижимого имущества	Совет директоров и руководство
Совет директоров	Третью совета директоров состоит из независимых директоров	Высокая степень независимости	Не менее двух независимых неисполнительных директоров, не имеющих собственного бизнеса или финансовых связей с компанией
Актив	Недвижимость	Ограничений не предусмотрено	Ограничений не предусмотрено
Износ/ Переоценка	Не влияет на выплаты	Не влияет на выплаты	Оказывают влияние на выплаты, которые ограничены бухгалтерской прибылью
Лимит доли заемного капитала	35% (60%, если у траста есть рейтинг)	Отсутствует	Отсутствует
Налогообложение	Прозрачное налогообложение	Зависит от налога на прибыль	Зависит от налога на прибыль

Процедуры торгов

Заявки инвесторов регистрируются и подбираются полностью интегрированной торговой системой Сингапурской биржи (SGX) — CLOB. Каждая заявка имеет лимит цены, которая является максимальной (для заявок на покупку) или минимальной (для заявок на продажу) для исполнения данного приказа.

Система SGXAccess начала работу 29 марта 2001 года. Этот торговый инструмент с открытым интерфейсом основан на универсальном протоколе передачи сообщений FIX 4.2 (Financial Information Exchange). Он позволяет членам биржи торговать на рынке ценных бумаг Сингапура из любой точки мира через собственные торговые терминалы.

SGX предложит брокерам систему управления приказами (OMS), которая облегчит переход на SGXAccess. Этот инструмент позволит брокерам повысить действенность торгов, улучшить управление рисками и упрочить связи с другими рынками.

VTI

Virtual Terminal Interface (VTI) обеспечивает точку доступа систем торгов через Интернет, используемых членами Сингапурской биржи, для работы с системой CLOB. Получаемые приказы при помощи VTI направляются в контроллер SESOPS через систему CLOB.

Alliances SGXLink

SGXLink является многосторонним шлюзом для осуществления торговых операций за рубежом, обеспечивающим эффективную торговлю и проведение расчетов по иностранным ценным бумагам. Он дает инвесторам возможность прямого доступа на иностранные рынки через местного брокера. Первая совместная трейдинговая операция в рамках SGXLink была осуществлена с Австралийской фондовой биржей. Было также достигнуто соглашение с Малазийской биржей (Bursa Malaysia), направленное на совместное создание канала для проведения перекрестных сделок по торговле ценными бумагами, хотя внедрение этого канала было задержано вследствие проблем с организацией новой трейдинговой площадки Малазийской биржи.

SGX Xtrinet

SGX и Американская фондовая биржа (Amex) создали совместное предприятие с целью способствовать биржевому листингу и торговле ETF (Exchange Traded Funds) в регионе. Эта торговая сеть позволяет инвесторам торговать ETF в часовых поясах Северной Америки и Азии. В настоящий момент в число пяти наиболее популярных и наиболее активно обращающихся ETF американской фондовой биржи (Amex) на Сингапурской бирже входят:

- депозитарные расписки Standard & Poor's на базе индекса S&P 500 (S&P 500 SPDRs);
- фонд DIAMOND на базе индекса DJIA (DJIA DIAMOND);
- фонд iShares на базе индекса S&P500 (iShares S&P500 Index Fund);
- фонд iShares на базе индекса MSCI Singapore (iShares MSCI Singapore Index Fund);
- фонд iShares на базе индекса Dow Jones для американского технологического сектора (iShares Dow Jones US Technology Sector Index Fund);
- фонд StreetTRACKS на базе индекса Straits Times — также имеющий листинг на SGX Xtrinet — был первым местным ETF, созданным для того, чтобы отражать изменения STI. В 2005 году к нему присоединился ABF Singapore Bond Index Fund, созданный для отслеживания дохода на вложенный капитал компаний, входящих в iBoxx ABF Singapore Bond Index.

Торговля производными финансовыми инструментами

Для совершения операций с производными финансовыми инструментами Сингапурской биржи используется платформа SGX QUEST (SGX Quotation and Execution System).

Работа SGX QUEST, основанная на технологии компании OMX, была внедрена на рынки производных инструментов Азии в августе 2004 года, когда контракты на Nikkei 225, MSCI Taiwan, Euroyen и другие начали торговаться на базе электронной системы. С сентября 2006 года Сингапурская биржа полностью перешла на режим электронных торгов.

С февраля 2006 года SGX внедрила алгоритмы определения ценового ориентира, пропорциональности приказов и совпадения приказов для фьючерсов по евроиене (Tibor) в рамках стратегии повышения эффективности торгов и расширения объема электронных торгов. Спрэд-приказы по фьючерсам на евроиену — Euroyen (Tibor) — продолжают подбираться в соответствии с ценовыми и временными приоритетами.

В июне 2006 года SGX внедрила систему учета обязательств, вытекающих из текущих обязательств для календарных спрэдов по евроиене (TIBOR), а также представила заранее определенные комплексные стратегии, такие как спрэды «Кондор» и «Бабочка». Такие стратегии позволяют улучшить текущие цены, сложившиеся в месяцы выполнения форвардного контракта, и увеличить торговые возможности, объединив рынки форвардных сделок и сделок со спрэдом. Спрэды «Кондор» и «Бабочка» помогают трейдерам устранить риски, связанные с выполнением отдельных частей спрэд-приказов.

С 11 декабря 2006 года SGX также продлила часы торгов на рынке производных инструментов до 22:55 по сингапурскому времени, что позволяет осуществлять торговые операции в часы работы европейских и американских бирж, лучше управлять торговыми позициями и использовать возможности рынка, появляющиеся в ходе европейских и американских торгов.

Система взаимного зачета (MOS)

Совместно с Чикагской товарной биржей (CME(CBOT)) SGX установила первый канал в мире для торговли фьючерсами между двумя биржами. Система взаимного зачета (MOS) позволила осуществлять круглосуточную торговлю ведущими процентными ставками CME и SGX, а также индексными продуктами, что дало участникам рынка возможность произведения расчетов в своем часовом поясе.

Впервые соглашение по данному вопросу было подписано в 1984 году. В октябре 2006 года SGX и CME объявили, что соглашение о MOS будет продлено до 2010 года. Действие соглашения также будет распространяться на новые продукты SGX и CME.

Организованный порядок проведения торгов

Институт маркетмейкеров существует только в области торговли сырьевыми товарами.

Пакетная торговля (block trades)

Пакетная торговля (BT) позволяет осуществлять торговые операции, размер которых определяется мультипликатором среднего размера сделки на регулярном рынке, по единой цене.

Пакетная торговля (BT) доступна на данный момент не для всех типов контрактов.

Отличительные черты пакетной торговли:

Пакетная торговля не влияет на максимальную/минимальную цену, цену на момент официального открытия/закрытия торгов, а также дневную фактическую цену продажи контрактов.

Расчеты по пакетной торговле основаны на дневной фактической цене продажи контрактов и окончательной цене продажи на регулярном рынке.

Брокер может осуществлять несколько отдельных пакетных сделок, однако операция с каждым блоком должна совершаться отдельно.

Пакетная торговля ограничивается ценовыми лимитами, которые постоянно применяются для рынка форвардных сделок вне зависимости от того, достиг ли рынок пакетной торговли первоначального ценового лимита.

Пакетная торговля применяется для фьючерсов, находящихся в свободном обращении, а также спрэдов с одинаковыми товарами и объединения фьючерсов. На данной ступени развития пакетная торговля не применяется для опционов и спрэдов с одинаковыми товарами.

Цена сделок в рамках пакетной торговли может находиться за пределами лучшей цены покупки и продажи на регулярном рынке.

Расчеты по операциям с ценными бумагами

Система расчетов на основе учетных записей. Все акции, торгуемые на Сингапурской бирже, являются бездокументарными. Переход прав собственности на акции фактически оформляется посредством внесения записей в счета ценных бумаг, открытых вкладчиками в Центральном депозитарии Central Depository (Pte) Ltd (CDP). CDP является дочерней компанией SGX и осуществляет хранение, клиринг и расчеты по ценным бумагам, торгуемым на Сингапурской бирже. CDP является основным номинальным держателем акций и владеет ими от лица вкладчиков. Базовые ценные бумаги зарегистрированы на CDP и хранятся в банке-депозитарии.

Расчеты осуществляются по истечении трех дней с даты исполнения контракта (T+3).

Расчеты по операциям с производными финансовыми инструментами: *уведомление об исполнении опциона, полученное Расчетной палатой, методом произвольного отбора направляется участникам клиринга с открытыми короткими позициями по тем же сериям.* Участник клиринга SGX по производным финансовым инструментам, которому направляется уведомление об исполнении опциона, должен быть уведомлен о нем в кратчайший срок после направления данного уведомления Расчетной палатой, но не позднее чем за 45 минут до открытия торгов базовыми фьючерсными контрактами на следующий рабочий день. В случае исполнения опциона «колл» участнику клиринга, получившему уведомление об исполнении опциона, приписывается короткая позиция по базовому фьючерсному контракту и длинная позиция в случае исполнения опциона «пут». В случае исполнения опциона «колл» участнику клиринга, представляющему покупателя опциона, приписывается длинная позиция по базовому фьючерсному контракту, а в случае исполнения опциона «пут» — короткая позиция. Такие фьючерсные позиции приписываются по цене, равной цене реализации опционов, и приводятся к рыночному значению в первый рабочий день после принятия Расчетной палатой уведомления об исполнении опциона.

5. Финансовые институты

В соответствии с Законом о торговле ценными бумагами и фьючерсами (Securities and Futures Act — SFA) и Правилами торговли ценными бумагами и фьючерсами (Securities and Futures Regulations — SFR) регулирование рынков фьючерсов и ценных бумаг Сингапура осуществляется Валютным управлением Сингапура (MAS). Министерство финансов регулирует деятельность сингапурских компаний в части соблюдения законодательства, стандартов бухгалтерского учета и корпоративного управления.

Таблица 14. Компании, специализирующиеся на операциях с ценными бумагами (держатели лицензий на оказание услуг на рынках капитала, ведущие операции с ценными бумагами)

	2003	2004	2005	2006	Март 2007
Маклеры на международных денежных рынках	8	8	10	9	10
Дипломированные финансовые консультанты	49	52	56	61	67
Компании, владеющие лицензией на оказание услуг на рынках капитала					
Компании, ведущие операции с ценными бумагами, включая:	59	60	65	72	77
клиринговые компании — члены SGX-ST	26	22	22	24	24
неклиринговые компании — члены SGX-ST	1	1	1	1	1
компании, не являющиеся членами SGX-ST	32	37	42	47	52
Компании, торгующие фьючерсными контрактами, включая:	36	31	34	38	40
клиринговые компании — члены SGX-DT	25	21	22	21	21
неклиринговые компании — члены SGX-DT	6	6	6	6	6
компании, не являющиеся членами SGX-DT	0	0	2	7	10
коммерческие ассоциированные компании — члены SGX-DT	5	4	4	4	3
Консультанты в области корпоративных финансов	22	26	30	33	36
Компании, управляющие активами	90	94	91	92	97
Компании, занимающиеся валютными операциями с заемными средствами	11	10	11	13	14
Компании, организующие финансирование с использованием ценных бумаг	13	13	15	16	15
Компании, занимающиеся хранением ценных бумаг	26	26	27	31	34

Источник: годовой отчет MAS.

6. Инвесторы

Структура инвесторов: статистика за 2003–2007 годы

Информация по структуре инвестиционного сообщества не доступна.

Защита прав инвесторов

Сингапурская биржа является саморегулируемой организацией. Система регулирования биржи включает аудит, наблюдение за рынком и соблюдение нормативных требований. В соответствии с Законом о торговле ценными бумагами и фьючерсами (SFA) управление деятельностью биржи осуществляется Валютным управлением Сингапура (MAS).

Финансовую поддержку рынку производных финансовых инструментов SGX оказывают участники клиринга биржи, несущие совместную и индивидуальную ответственность за исполнение обязательств Биржи согласно установленным правилам. Маржа, которую участники клиринга SGX обязаны внести в Расчетную палату на позиции палаты, должна поддерживаться отдельно от позиций клиентов.

Маржа по позициям клиентов рассчитывается валовым методом, в соответствии с которым каждая клиентская позиция учитывается отдельно, для того чтобы длинная позиция одного клиента не засчитывалась вместо позиции другого клиента.

Все открытые позиции переоцениваются с использованием расчетных цен SGX (скорректированных по рынку) на ежедневной основе. Контракты, исполненные на SGX и переданные по Системе взаимного зачета на Чикагскую товарную биржу (CME(CBOT)), считаются торговой операцией CME. Фактически стоимость данных контрактов корректируется по рынку на CME, как если бы данные контракты были проданы на ее торговой площадке.

7. Глобализация рынка ценных бумаг

Сингапур является финансовым центром международного уровня в Азии. Сегодня SGX имеет репутацию азиатского центра биржевого листинга для растущих компаний, обеспеченного возможностями качественных исследований для мирового инвестиционного сообщества. SGX особенно привлекательна для азиатских компаний из стран, где нет бирж, получивших международное признание. Кроме этого, SGX удалось добиться хороших результатов в привлечении частных (негосударственных) компаний Китая.

В целях увеличения количества площадок, SGX активно сотрудничает с региональными биржами. В настоящий момент ведется работа по ряду международных инициатив. В середине января 2007 года SGX выразила заинтересованность в покупке 26% акций Бомбейской фондовой биржи. В рамках второй инициативы SGX подписала меморандум о взаимоотношении с фондовым рынком Абу-Даби в области международной торговли и расчетно-клиринговых операций. Малайзийская биржа выступает партнером SGX по третьему международному соглашению, направленному на организацию совместной торговой площадки, но не предусматривающему покупку долей участия в Малайзийской бирже. В настоящее время самым масштабным международным альянсом SGX является Объединенная азиатская биржа производных инструментов (JADE), организованная совместно с Чикагской товарной биржей (CME(CBOT)). JADE позволяет обеим биржам предлагать продукты и услуги через единую глобальную платформу. Существуют предположения о слиянии SGX с NASDAQ.

Сегодня Сингапур — признанный международный финансовый центр. Процветающий сектор финансовых услуг помогает обслуживать не только динамично развивающуюся национальную экономику, но и экономики стран Азиатско-Тихоокеанского региона и других регионов мира. Более 700 местных и иностранных финансовых учреждений осуществляют в Сингапуре деятельность по оказанию широкого спектра услуг и предоставлению продуктов, способствующих стремительному развитию и совершенствованию практики оказания финансовых услуг.

Наличие строгой, но ориентированной на рынок системы регулирования позволило Сингапуру завоевать международное признание во многих областях. Сингапур стабильно занимает четвертое место в списке наиболее активных трейдинговых центров мира после Лондона, Нью-Йорка и Гонконга. Кроме того, он стремительно завоевывает позиции регионального центра в области оказания услуг по управлению рисками, а также центра торговли производными финансовыми инструментами, демонстрируя блестящие результаты по сделкам с такими азиатскими индексными фьючерсами, как фьючерсы Nikkei и MSCI Taiwan. Широкий спектр продуктов, предлагаемых Сингапурской биржей и включающий товарные и энергетические деривативы, пополнился индексными фьючерсами CNX Nifty (Индия) и FTSE/Xinhua A50 China.

Дружественная политика в отношении иностранных компаний и ликвидность, предоставляемая международными фондами, превратила Сингапур в международный рынок капитала в Азии по листингу и торговле облигациями и акциями. Кроме того, Сингапур признан международным сообществом как центр по управлению активами. На конец 2005 года объем средств, находящихся в его управлении, составил 720 млрд долларов США, что является достаточным для поддержания роста международных компаний, желающих привлечь капитал в Сингапур.

Строгая система регулирования, благоприятные условия ведения деятельности, а также многообразие инструментов и услуг позволило Сингапуру получить статус финансовых ворот Азии.

Многие международные компании, учрежденные за рубежом, считают Сингапур международным центром биржевых операций и листинга. На Сингапурской бирже зарегистрировано свыше 200 компаний более чем из 20 стран, что составляет более 30% всех зарегистрированных долевых инструментов. В 2007 году на SGX было зарегистрировано 688 отечественных и иностранных компаний, суммарная капитализация которых составила 420,2 млрд долларов США.

Большая часть этих компаний представлена компаниями из континентального Китая и Северной Азии, однако на SGX также регистрируются компании из Австралии, стран Индийского субконтинента, а также из таких отдаленных регионов, как Европа и Северная Америка. Помимо широкого географического охвата, данные компании представляют полный спектр экономических отраслей, включая произ-

водственный сектор, транспорт и логистику, финансы, инфраструктуру и недвижимость, горную добычу и ресурсы, а также различные секторы обслуживания.

Несмотря на то что руководство, операции и сбыт продукции данных компаний осуществляются в разных странах, SGX фактически обеспечивает для этих компаний рынок. Многие из них приняли решение пройти листинг на SGX с целью усилить операции и расширить свое присутствие в Азии.

SGX признана в качестве азиатского центра биржевого листинга для растущих компаний, обеспеченного возможностями качественных исследований для мирового инвестиционного сообщества. Это, в свою очередь, позволило создать рынок, привлекающий пристальное внимание международных инвесторов, стремящихся расширить региональные операции. Устойчивая способность привлекать международные фонды и в дальнейшем обеспечит иностранным компаниям теплый прием и возможность осуществления операций в Сингапуре.

Устранение ограничений для иностранных инвестиций

Валютные операции компаний-нерезидентов не контролируются и не облагаются налогом на прирост капитала. Иностранные компании могут осуществлять покупку ценных бумаг без каких-либо ограничений. Ограничения доли иностранного участия существуют лишь для определенных компаний. Также не существует ограничений на репатриацию дохода, капитала и прироста капитала.

Отсутствуют ограничения на приобретение иностранных ценных бумаг резидентами, при этом дивиденды от зарубежных операций облагаются налогом на прибыль.

Иностранные финансовые институты

Экономика свободного предпринимательства Сингапура открыта для иностранных инвестиций во все отрасли. Правительство давно осознало, что привлечение международных компаний и наложение минимальных ограничений на их деятельность лучшим образом послужит интересам сингапурской экономики. Объем ограничений на долевое участие, лицензирование и совместные предприятия минимален.

8. Вопросы налогообложения

Вопросы налогообложения занимают важное место как в развитии экономики страны в целом, так и в развитии рынка ценных бумаг в частности. При этом наиболее важным представляется не столько наличие определенных налоговых льгот для участников рынка ценных бумаг, сколько наличие развитой и эффективной системы налогообложения в целом. Так, некоторыми ключевыми налоговыми вопросами, влияющими на принятие инвестиционного решения, являются: 1) наличие действующего налогового законодательства; 2) общий уровень налоговой нагрузки на инвесторов; 3) определенность в налогообложении операций с ценными бумагами; 4) наличие эффективных механизмов урегулирования вопросов по неоднозначным налоговым вопросам; 5) эффективное взаимодействие налоговых органов с налогоплательщиками в рамках четко определенного правового поля; 6) наличие международных договоров об избежании двойного налогообложения.

Сингапур относится к странам с традиционной системой налогообложения, то есть не позиционируется как страна с льготным налогообложением. В то же время существует ряд льгот для инвесторов в определенные сектора экономики.

В следующей таблице представлены основные налоги, применяемые к доходам предприятий, осуществляющим налогооблагаемую деятельность в Сингапуре.

Наименование налога	Ставка, %
Налог на доход	18
Налог на прирост стоимости	0
Налог на доходы, удерживаемый у источника выплаты	
• дивидендов	0
• процентов	10
• роялти	10

Прирост стоимости при реализации ценных бумаг нерезидентами, не осуществляющими деятельность на территории Сингапура, не облагается налогами (существуют ограничения).

С целью развития Сингапура как международного центра для глобальных компаний с 2006 года введены новые налоговые льготы. Так, соответствующие холдинговые компании освобождаются от налога на прирост стоимости при реализации акций в дочерних предприятиях при условии:

- что они владеют как минимум 50% акций в дочернем предприятии;
- они владели акциями не менее 18 месяцев до даты реализации и не менее 18 месяцев с даты получения статуса соответствующей холдинговой компании.

Для определенных видов финансовой и казначейской деятельности компаний, занятых в финансовом секторе, предусмотрено снижение ставки налога на доход до 5–10%.

Доходы соответствующих компаний от торговли производными инструментами, базовыми активами которых являются товары, облагаются по сниженной ставке в 5%.

Доходы венчурных фондов от реализации определенных иностранных инвестиций, а также дивиденды от таких инвестиций могут освобождаться от налогообложения или облагаться по ставке не более 10% на период до 10 лет с возможным продлением.

Сингапур заключил международные договоры об избежании двойного налогообложения более чем с 55 странами мира. По некоторым из заключенных договоров ставки налога на доходы, удерживаемого у источника выплаты, могут быть снижены до 5% по процентам и роялти.

9. ЮАР

Основные выводы

Сильные стороны	Слабые стороны
<ul style="list-style-type: none"> • Инфраструктура рынка мирового класса • Крупнейшие международные корпорации зарегистрированы на Йоханнесбургской фондовой бирже (JSE) • Ликвидный рынок облигаций • Крупнейший рынок в Африке • Хорошо развитый рынок производных финансовых инструментов • Всесторонняя защита инвесторов • Эффективная система надзора • Совершенное законодательство • Благоприятное налоговое законодательство для иностранных инвесторов 	<ul style="list-style-type: none"> • Небольшой рынок корпоративных облигаций • Расчеты по схеме T+5
Возможности	Риски
<ul style="list-style-type: none"> • Вероятна дальнейшая приватизация предприятий, находящихся в собственности государства 	

1. Динамика основных макроэкономических показателей: 2001–2006 годы

Согласно классификации ООН ЮАР является страной со средним доходом, в которой имеется избыточное предложение по ресурсам, хорошо развитые финансовый и юридический секторы, сектор связи, транспортных услуг и энергетический сектор, Фондовая биржа (JSE Limited), входящая в состав 20 крупнейших бирж мира, и современная инфраструктура, способствующая эффективному распределению товаров по основным городским агломерациям региона. ЮАР занимает 24-е место в мире по объему ВВП (ППС).

Таблица 1. Макроэкономическая статистика

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Реальный ВВП (изменение в %)	2,7	3,7	3,1	4,8	5,1	5	5,1
Номинальный ВВП (млрд долларов)	118,6	111,1	166,7	216,8	241,9	255,3	282,7
Номинальный ВВП на душу населения (долларов)	2 611	2 420	3 596	4 641	5 146	5 403	5 958
Индекс потребительских цен (изменение в %)	5,7	9,2	5,9	1,4	3,4	4,6	7,1
Валютный курс (ранд за доллар США на конец периода)	10,18	9,65	6,74	6,06	6,53	7,32	6,79

Источники: Global Insight, Bloomberg.

2. Основные реформы и изменения норм регулирования, способствовавшие росту рынка ценных бумаг: 2004–2007 годы

Таблица 2. Основные реформы

Финансовый сектор
<ul style="list-style-type: none"> • В Акте о ценных бумагах № 36 от 2004 года обобщены законы по регулированию и контролю фондовых бирж и торговли ценными бумагами. • В 2004 году JSE начала реализацию программы «Проект Орион» в области ИТ для целей внедрения ИТ-архитектуры нового поколения. • В сентябре 2003 года введены новые требования к размещению на JSE. • 1 июня 2007 года Закон о национальном кредитовании № 34 от 2005 года заменил Закон о ростовщичестве № 23 от 1968 года, который устанавливал максимальные процентные ставки. Закон о национальном кредитовании регулирует преимущественно неконтролируемые предприятия, например кредитные бюро, и в первую очередь нацелен на обеспечение справедливого и общедоступного предоставления потребительских кредитов посредством запрета предоставления кредитов без соблюдения необходимых мер осторожности. • С мая 2002 года торги на JSE стали проводиться с использованием лондонской торговой системы SETS (электронной торговой системы Лондонской фондовой биржи) в соответствии с Меморандумом о намерениях с Лондонской биржей. • В феврале 2004 года министр финансов сообщил о проведении мероприятий в целях содействия проведению двойных листингов иностранных компаний. Иностранные компании (т. е. компании, доля иностранного капитала которых составляет более 75%) могут регистрироваться на JSE, если они уже зарегистрированы на иностранной фондовой бирже.

Стандарты бухгалтерского учета

Согласно условиям листинга все зарегистрированные компании должны представлять финансовую отчетность в соответствии с ГААП или МСФО с 2003 года.

3. Финансовые рынки

Рынок акций

Фондовая биржа JSE (ранее — Йоханнесбургская фондовая биржа, все еще известная просто как JSE) является существенным источником финансирования, хотя степень ее значимости уменьшается. С января по август 2007 года на JSE было проведено 33 новых размещения по сравнению с 15 в 2006 году, что значительно меньше по сравнению с 1999 годом (74 новых листинга). Общее число компаний, зарегистрированных на JSE, на конец 2006 года увеличилось до 401 по сравнению с 388 компаниями на конец 2005 года, что, тем не менее, по-прежнему значительно меньше, чем в 1999 году, когда было зарегистрировано 699 компаний. Резкое сокращение числа зарегистрированных компаний с 1999 года, возможно, обусловлено «взрывом мыльного пузыря доткомов (интернет-компаний)» и введением более строгих требований к проведению листинга.

Таблица 3. Соотношение капитализации рынка и ВВП (%)

	ЮАР	Тайвань	Япония	Великобритания	США	Россия
Рыночная капитализация / ВВП	161,25	182,96	103,81	146,05	127,59	77,37

Источники: Bloomberg, Global Insight.

Коэффициент рыночной капитализации/ВВП выше, чем во многих развитых странах, например в Великобритании и США, что обусловлено в основном тем фактом, что исторически акции крупных международных компаний торговались в ЮАР.

Таблица 4. Рыночная капитализация новых рынков

	Рыночная капитализация, млрд долларов	
	2007 (Bloomberg)	2006 (Bloomberg)
Россия	996.30	815.00
Гонконг	2 653.63	1 715.00
Индия	1 814.99	816.00
Корея	1 179.30	815.00
ЮАР	455.88	383.00

Источники: Bloomberg, ВФБ.

Таблица 5. Рыночная статистика

	2003	2004	2005	2006	2007 г.
Капитализация внутреннего рынка (млрд долларов)	168	246	318	383	456
Количество зарегистрированных ценных бумаг	-	-	-	-	-
Рыночная концентрация	28,9%	39,4%	44,1%	24,0%	
Обращаемость акций южноафриканских компаний	35,8%	47,2%	44,6%	48,9%	

Источник: «Эрнст энд Янг», Bloomberg.

Фондовый индекс Financial Times (FTSE)/индекс всех акций JSE рассчитывается по 99% крупнейших зарегистрированных компаний по их полной рыночной капитализации. Этот индекс вырос на 37,7% за 2006 год и на 20,2% — за год до августа 2007 года. Индекс FTSE/JSE 25 Industrial является индексом взвешенных по рыночной капитализации крупнейших 25 компаний, входящих в состав основных или общих промышленных групп. Это индекс вырос на 37,8% за 2006 год и на 13,4% — по август 2007 года.

Рис. 1. Изменение индекса ALSI



IPO

Таблица 6. Статистика IPO

	2003	2004	2005	2006	2007
Общее число IPO на внутренних фондовых биржах	1	1	6	11	47
Средства, привлеченные в результате IPO на внутренних фондовых биржах (млн долларов)	541,1	199,4	420,9	548,1	1 457,1
Число IPO южноафриканских компаний за пределами страны	0,00	0,00	0,00	1	-
Средства, привлеченные в результате IPO южноафриканских компаний за пределами страны (млн долларов)	0,00	0,00	0,00	46,4	-
Вторичные размещения внутри страны	5	6	6	5	14
Объем средств, привлеченных в результате вторичных размещений внутри страны (млн долларов)	646,7	2103,2	964,5	4438	6733,998
Вторичные размещения за рубежом	0	0	2	0	2
Объем средств, привлеченных в результате вторичных размещений за рубежом (млн долларов)	0,00	0,00	575	0, 0	3044

Источник: Bloomberg.

Согласно обзору IPO в 2006 году, подготовленному фирмой «Эрнст энд Янг», положение ЮАР явно не соответствует потенциалу страны: доля IPO на внутреннем рынке в ЮАР составляет значительно меньше 1% пула капитала, привлеченного во всем мире, учитывая ограничения по IPO.

Во втором полугодии 2007 года ситуация, сложившаяся в отношении размещений на JSE, начала улучшаться. Обширная программа развития инфраструктуры ЮАР и подготовка к Кубку ФИФА 2010 года также оказывают благоприятное воздействие на листинги. Число компаний, которые желают получить биржевой листинг на южноафриканских фондовых биржах, увеличилось с 2 до 17 в третьем квартале 2007 года по сравнению с тем же периодом прошлого года. Такое увеличение числа местных IPO резко отличается от ситуации в мире, где количество размещений сократилось на 22% в третьем квартале по сравнению со вторым кварталом 2007 года, преимущественно в результате последствий кризиса на рынке ипотечного кредитования в США. Согласно данным «Эрнст энд Янг», в ЮАР было проведено 17 IPO, в результате которых было привлечено 230 млн долларов в течение третьего квартала 2007 года, и средний размер привлеченного капитала в 3-м квартале составил лишь 13 млн долларов.

Торговля после IPO

Мы не смогли собрать достаточный объем статистических данных для анализа торговых операций после IPO в ЮАР.

Тенденции в области привлечения капитала

Данные по тенденциям в области привлечения капитала не доступны.

Торговая площадка для предприятий малого и среднего бизнеса (SME)

В октябре 2003 года фондовая биржа JSE открыла альтернативный рынок под названием AltX. Этот рынок предназначен для предприятий малого и среднего бизнеса, а условия проведения листинга на нем менее строгие. К концу августа 2006 года на рынке зарегистрировались 22 компании с общей рыночной капитализацией 440 млн долларов. Их количество возросло до 57 компаний с рыночной капитализацией 3 млрд долларов к концу августа 2007 года.

Рынок облигаций

В мае 1996 года власти ЮАР утвердили лицензию новой биржи финансовых инструментов, созданной для целей реорганизации внебиржевого рынка облигаций в регулируемый рынок облигаций в Южной Африке. Биржа облигаций в ЮАР является саморегулируемым органом, действующим в рамках Акта о ценных бумагах и Свода правил, утвержденных Советом по финансовым услугам (FSB), основным регулирующим органом рынков ценных бумаг в ЮАР.

На южноафриканском рынке облигаций преобладают государственные ценные бумаги. В конце июля 2007 года рыночная капитализация выпуска государственных облигаций составила 68,15 млрд долларов. Согласно данным Биржи облигаций ЮАР (BESA), рыночная капитализация облигаций муниципалитетов, предприятий с участием государственного капитала и коммунальных предприятий составила 13,2 млрд долларов, а корпоративных облигаций — 36,9 млрд долларов.

Таблица 7. Статистика рынка облигаций

	2003	2004	2005	2006	2007
Международные долговые ценные бумаги: корпоративные эмитенты (непогашенная задолженность, млрд долларов)	3,336	3,854	4,057	5,592	7,617
Международные долговые ценные бумаги: финансовые институты (непогашенная задолженность, млрд долларов)	4,57	5,374	7,604	12,222	20,334
Внутренние долговые ценные бумаги: финансовые институты (непогашенная задолженность, млрд долларов)	10,152	14,359	18,852	25,294	
Внутренние долговые ценные бумаги: корпоративные эмитенты (непогашенная задолженность, млрд долларов США)	10,411	14,77	13,661	14,289	

Источник: www.bis.org.

Рынок государственных облигаций ЮАР является одним из наиболее ликвидных рынков долговых обязательств развивающихся стран.

Рынок производных финансовых инструментов

По данным отчета о рынках производных финансовых инструментов, подготовленного Всемирной федерацией бирж (ВФБ), JSE в ЮАР опередила Индию, став крупнейшим в мире единым рынком фьючерсов по объему торгуемых контрактов.

Таблица 8. Статистика производных финансовых инструментов

	2003	2004	2005	2006
Число торгуемых на бирже опционов на акции	6 877 184	6 827 533	2 539 526	5 751 832
Объем торгуемых на бирже опционов на акции (млн долларов)	230	212	153	312
Число торгуемых на бирже опционов на фьючерсы	4 585 919	8 883 587	24 469 988	69 671 751
Объем торгуемых на бирже опционов на фьючерсы (млн долларов)	1476	3296	10 223	26 288
Число торгуемых на бирже опционов на фондовые индексы	10 505 417	11 268 763	11 605 030	11 801 030
Объем торгуемых на бирже опционов на фондовые индексы (млн долларов)	6462	7557	7696	13 859
Число торгуемых на бирже фьючерсов на фондовые индексы	8 655 357	9 425 032	10 663 676	15 506 101
Объем торгуемых на бирже фьючерсов на фондовые индексы (млн долларов)	96 773	149 848	224 904	398 761

Источник: ВФБ.

Объем фьючерсов на акции на JSE меньше, чем на других ведущих биржах, однако фондовая биржа ЮАР занимает шестое место по объему торгов на этом рынке после Национальной фондовой биржи Индии, Euronext.liffe, Eurex, Borsa Italiana и MEFF.

4. Инфраструктура рынка

Биржи и альтернативный рынок

Южноафриканский рынок ценных бумаг регулируется положениями Акта о ценных бумагах от 2004 года (SSA). В соответствии с международными тенденциями применяется концепция саморегулирования рынков. Рынки устанавливают правила и директивы в отношении своей деятельности. Согласно SSA необходимо одобрение регулирующим органом этих правил. Совет по финансовым услугам (FSB), возглавляемый Председателем, был создан в соответствии с Законом о совете по финансовым услугам от 1990 года, помимо прочего, для целей надзора за соблюдением законов, регулирующих деятельность финансовых учреждений, и предоставления финансовых услуг, а также иных связанных с этим вопросов.

Единственная полностью функционирующая фондовая биржа ЮАР — JSE (ранее — Йоханнесбургская фондовая биржа), брокеры имеют офисы во всех крупных городах. JSE является основным источником привлечения нового акционерного капитала в Южную Африку. В 2005 году в дополнение к уже существующим электронным торговым платформам, была запущена Yield-X — электронная расчетно-клиринговая платформа, специализирующаяся на торгах процентными производными финансовыми инструментами, позволяющая торговать фьючерсами и опционами на облигации, а также простыми облигациями.

JSE Ltd разместила собственные акции на своей торговой площадке в 2006 году. JSE является признанным лидером в области систем надзора рынка в режиме реального времени, предоставляющих доступ к информации о клиентах.

Требования листинга

В 2002 году требования листинга на JSE были пересмотрены для приведения их в соответствие с передовой международной практикой и внедрения положений Кодекса Кинга по корпоративному управлению, в который JSE внесла существенный вклад. Этим требованиям предшествовали поправки к требованиям листингов на JSE, принятые в 2000 году, наиболее важные из которых включали в себя повышение порога прибыли до налогообложения для размещений на основной площадке до 1,15 млн долларов (при наличии трехлетнего льготного периода), 20% акций в свободном обращении, соответствие международным стандартам бухгалтерского учета и раскрытие информации о выплатах директорам и операций с акциями.

Новые требования к размещению на JSE вступили в силу 1 сентября 2003 года. Ниже представлены наиболее важные поправки.

- JSE может приостановить или отменить листинг, если это, как полагается, делается в общественных интересах.
- Понятие «текущей цены» было заменено понятием «цены закрытия» в соответствии с торговой системой SETS JSE.
- Новые предписания и требования к раскрытию информации в отношении операций с акциями директоров. Требования к проведению размещений на JSE предусматривают «закрытые периоды», в течение которых директора не могут продавать и компании не могут выкупать их доли.
- Аудиторы зарегистрированных компаний должны представлять заключение о степени соблюдения компаниями требований к проведению листинга.
- Зарегистрированным компаниям придется заручиться постоянной поддержкой спонсоров.
- Полная или сокращенная финансовая отчетность должна представляться через информационную сеть SENS на дату публикации, даже если это выходит за рамки установленного трехмесячного периода после окончания года.
- Когда зарегистрированные компании желают снять акции с котировок на бирже, они должны сделать оферту миноритариям и получить справедливое и обоснованное заключение.
- Зарегистрированные компании обязаны соблюдать Международные стандарты финансовой отчетности начиная с 2005 года.

- Отныне разрешается проведение торгов до выпуска акций для нового листинга.
- Требования к проведению листинга теперь применяются и в отношении директоров.
- Внедрение положений King 2 в требования, предъявляемые к проведению листинга.
- Кроме того, Департамент листинга принимал непосредственное участие в публикации и внедрении новой глобальной системы классификации FTSE, которая потребовала переклассификации многих зарегистрированных компаний в соответствующие секторы, полного исключения некоторых секторов и разработку новых индексов акций в свободном обращении для целей замены старых актуарных индексов, в основе расчета которых лежала рыночная капитализация.

Поддержание порядка проведения торгов

Торговая система JSE — JSE SETS — была внедрена в мае 2002 года. JSE SETS была предоставлена Лондонской фондовой биржей на основе модели провайдера приложений.

В основе книги регистрации заявок торговой системы JSE SETS лежит система сопоставимых заявок, в которой фирмы размещают свои заявки с предложением цены (покупка) и предложения (продажа) на рынке в электронной книге регистрации заявок.

Расчеты за ценные бумаги

Заявки на покупку и продажу сопоставляются в электронной форме в торговой системе JSE SETS. Впоследствии торговая информация передается в систему Broker Deal Accounting (BDA), которая создает и формирует заявки на осуществление расчетов для Центрального депозитария (CSD-STRATE), электронного расчетного центра для расчетов по ценным бумагам, котирующимся на JSE.

При осуществлении расчетов через систему STRATE права собственности на ценные бумаги учитываются в электронном виде в Центральном депозитарии ценных бумаг участников (CSDP), в котором хранятся сертификаты акций. STRATE ведет электронный реестр на уровне номинальных держателей акций и субреестров, тогда как CSDP и члены JSE ведут реестр на уровне клиентов или субреестров. Однако акционеры могут оставить свои сертификаты на акции, но не могут торговать ими до момента перевода учета прав собственности в электронную форму.

Методология расчетов на южноафриканском рынке включает в себя следующее.

- Расчет по схеме T+5 на основе договора: результаты торгов на рынке подлежат оплате на основе схемы T+5, и существует договорное обязательство между сторонами торгов для обеспечения гарантированной оплаты.
- Модель 3 расчетов Банка международных расчетов (BIS), т. е. взаиморасчет по денежным поступлениям и ценным бумагам.
- Одновременно окончательная и безотзывная поставка против оплаты (SFIDVP), в рамках чего происходит безопасный переход прав собственности.

Все сделки на основной торговой площадке, проходящие через JSE SETS, гарантированы к исполнению при обязательном определении цены, открытости и соблюдении требований Центральной книги регистрации заявок в рамках торговой системы JSE SETS.

На JSE предъявляются следующие требования для целей уменьшения риска неоплаты гарантированных торгов:

требования в отношении достаточности капитала (CAPAD), предъявляемые к членам JSE, по схеме от T до T+3;

маржа по всем незакрытым сделкам с конца дня T+3 до даты проведения расчетов по сделкам взимается с членов JSE, которые обращались к клиентам с требованиями по исполнению обязательств, согласно правилам и директивам JSE.

5. Финансовые институты

Статистика по финансовым институтам не доступна.

6. Инвесторы

Иностранные инвесторы

Движение капитала и уровень доли собственности в компаниях, зарегистрированных на JSE, для иностранных инвесторов не ограничены.

Американские инвесторы осуществляют большую часть инвестиций в форме американских депозитарных расписок (АДР), в результате чего базовые акции находятся в депозитарии одного из американских банков, а операции с ними осуществляются через номинальный счет в одном из депозитариев ЮАР, входящих в состав центрального депозитария. АДР выпускаются в качестве непосредственной замены акций южноафриканской компании. Держатели АДР обладают теми же правами при голосовании, получают те же дивиденды и начисления, что и владельцы базовых акций. Тем не менее американский банк, размещающий АДР, получает все дивиденды и производит платежи держателям АДР в долларах США, а также занимается регистрацией всех торговых операций с АДР. Благодаря удобству и реализуемости АДР также владеют и торгуют инвесторы, не являющиеся гражданами США. Британские депозитарные расписки (GDR) торгуются в Великобритании на тех же условиях, что и АДР.

Некоторые южноафриканские компании проводят основной листинг в Лондоне, а вторичный — в ЮАР. В случае, когда ценные бумаги южноафриканских компаний торгуются в Лондоне, британские контрагенты могут зарегистрировать подобные сделки в лондонском реестре акционеров, который охватывает большую часть транзакций британских и европейских инвесторов. Регистрацией британских и ирландских акционеров занимается британский орган CREST. SICOVAM занимается регистрацией французских инвесторов, SOGES — бельгийских.

Иностранные инвесторы могут быть зарегистрированы в одном из разделов южноафриканского реестра. В этом случае ценные бумаги должны физически находиться у одного из инвесторов или в одном из депозитариев ЮАР, входящих в состав центрального депозитария.

Услуги депозитариев для иностранных инвесторов в ЮАР предоставляют компании-члены JSE и депозитарии ЮАР, входящие в состав центрального депозитария.

Защита прав инвесторов

Для защиты инвесторов и компаний-членов биржи от понесенных убытков в результате преступления или невыполнения обязательств существует широкий спектр мер. Последней инстанцией по защите интересов инвесторов является гарантийный фонд JSE, в то время как первичной мерой — полис страхования компаний-членов биржи и их клиентов от мошеннических или противоправных действий со стороны сотрудников.

Данный полис также защищает членов биржи при осуществлении добросовестных сделок с «грязными ценными бумагами». Сумма покрытия полиса в настоящий момент составляет 107,6 млн долларов.

Гарантийный фонд до определенных пределов осуществляет защиту инвесторов в случае невыполнения обязательств и отсутствия возможностей для погашения ценных бумаг или возвращения средств, держателем которых от их имени выступает член биржи. После того как компания-член биржи не выполнила свои обязательства, фонд рассматривает претензию клиента и, если она соответствует требованиям, выплачивает компенсацию. Затем фонд подает иск на взыскание остаточных активов компании-члена биржи.

Требования величины капитала для членов JSE во многом сходны с теми, которые существуют в ЕС.

Базовые требования в отношении величины капитала составляют наибольшее из двух значений: сумма, достаточная для покрытия фиксированных операционных расходов за период 13 недель или 28 700 долларов США.

Согласно директивам JSE, требования в отношении рисков для компании-члена биржи представляют собой сумму требований для рисков по позициям, рисков контрагентов, требований в отношении курса

обмена валют, требований к активным рискованным операциям, а также требований к рискам по расчетам и депозитариям.

Система надзора JSE является чрезвычайно развитой, она осуществляется посредством системы Broker Deal Accounting, которую должны использовать все члены биржи для ведения бухгалтерского учета и ведения счетов клиентов. Такая система позволяет JSE ежедневно определять, насколько члены биржи выполняют требования в отношении достаточности капитала.

Каждой компании-члену биржи необходимо назначить специалиста по контролю, который должен обеспечивать соответствие действий компании положениям закона о контроле на фондовом рынке (SECA), правилам и директивам JSE, а также решениям совета директоров. Такому специалисту по решению JSE необходимо сдать соответствующий экзамен.

В 1999 году в ЮАР были внедрены изменения в законодательстве об инсайдерской торговле, которая наказывается как уголовное или административное правонарушение. Кроме того, подобные законы предусматривают компенсации потерпевшим сторонам из суммы штрафа, наложенного на правонарушителей.

Надзор за торговыми операциями на JSE в режиме реального времени осуществляет система JSE Surveillance, благодаря которой биржа может определить стороны всех сделок вплоть до уровня клиентов. Сообщения о любых подозрительных операциях передаются в Управление по инсайдерской торговле Совета по финансовым услугам (FSB), который обладает широкими полномочиями по проведению расследований.

7. Глобализация рынка ценных бумаг

Устранение ограничений для иностранных инвестиций

Рынки ЮАР доступны для иностранных компаний. Согласно информации JSE, за период с 1 января 2007 года по 31 августа 2007 года доля сделок по акциям на JSE с участием нерезидентов составила 22,3% от общего объема, что немного ниже 22,9% за аналогичный период 2006 года. Согласно данным Резервного банка, на «Бирже облигаций ЮАР» нерезиденты менее активны, на их долю приходится 19,2% общего оборота JSE за первые семь месяцев 2007 года, что выше уровня 16,6% за аналогичный период 2006 года.

В мае 2002 года JSE и Лондонская фондовая биржа заключили меморандум о намерениях, расширяющий доступ лондонских трейдеров на JSE благодаря общим технологическим службам.

Акции иностранных компаний

Одной из основных особенностей фондового рынка ЮАР является долгосрочное присутствие на нем нескольких крупных многонациональных корпораций. К концу 2006 года доля акций иностранных компаний на JSE составила 7,7%. Доля этих компаний в объеме торгов равнялась 26%.

Таблица 9. 20 крупнейших компаний по рыночной капитализации, зарегистрированных на бирже ЮАР

Компания	Сектор экономики	Доля в индексе ALSI (%)	Страна происхождения
Anglo American	Горнодобывающая промышленность	17,6	Великобритания
BHP Billiton	Горнодобывающая промышленность	14,0	Австралия
SASOL	Нефтехимическая промышленность	8,5	ЮАР
Richemont	Товары класса люкс	7,9	Швейцария
SABMiller	Производство напитков	7,7	Великобритания
StanBank	Банковская деятельность	5,5	ЮАР
MTN Group	Связь и телекоммуникации	5,3	ЮАР
FirstRand	Банковская деятельность	4,0	ЮАР
Old Mutual PLC	Страхование жизни	3,9	Великобритания
Impala Platinum	Горнодобывающая промышленность	3,3	ЮАР
Remgro	Инвестиции	3,2	ЮАР
GoldFields	Горнодобывающая промышленность	2,8	ЮАР
Anglo Platinum	Горнодобывающая промышленность	2,4	ЮАР
AngloGold Ashanti	Горнодобывающая промышленность	2,22	ЮАР
Telkom	Связь и телекоммуникации	2,20	ЮАР
Liberty International	Недвижимость	2,1	Великобритания
Harmony	Горнодобывающая промышленность	1,91	ЮАР
Sanlam	Страхование жизни	1,89	ЮАР
Naspers	СМИ и фотография	1,9	ЮАР
Bidvest	Услуги по сопровождению	1,7	ЮАР

Источники: Bloomberg, университет Витватерсранда, Йоханнесбург.

8. Вопросы налогообложения

Вопросы налогообложения занимают важное место в развитии экономики страны в целом и в развитии рынка ценных бумаг в частности. При этом наиболее важным представляется не столько наличие определенных налоговых льгот для участников рынка ценных бумаг, сколько наличие развитой и эффективной системы налогообложения. Так, некоторыми ключевыми налоговыми вопросами, влияющими на принятие инвестиционного решения, являются: 1) наличие действующего налогового законодательства; 2) общий уровень налоговой нагрузки на инвесторов; 3) определенность в налогообложении операций с ценными бумагами; 4) наличие эффективных механизмов урегулирования вопросов по неоднозначным налоговым вопросам; 5) эффективное взаимодействие налоговых органов с налогоплательщиками в рамках четко определенного правового поля; 6) наличие международных договоров об избежании двойного налогообложения.

Южная Африка относится к странам с традиционной системой налогообложения, то есть не позиционируется как страна с льготным налогообложением.

В следующей таблице представлены основные налоги, применяемые к доходам предприятий, осуществляющих налогооблагаемую деятельность в Южной Африке.

Наименование налога	Ставка, %
Налог на доход	29
Налог на прирост стоимости	14,5
Налог на доходы, удерживаемый у источника выплаты	
• дивидендов	0
• процентов	0
• роялти	12

В дополнение к налогу на доход к компаниям-резидентам Южной Африки применяется вторичный налог на компании в размере 12,5%. Базой для данного налога являются распределяемые дивиденды за вычетом определенных полученных дивидендов.

Прирост стоимости при реализации ценных бумаг нерезидентами, не осуществляющими деятельность на территории Южной Африки, освобожден от налога на прирост стоимости.

Прирост стоимости при реализации ценных бумаг резидентами может быть освобожден от налога на прирост стоимости при соответствии определенным условиям.

Дивиденды, получаемые резидентами от иностранных инвестиций, подлежат освобождению от налога на доходы при определенных условиях.

Южная Африка заключила международные договоры об избежании двойного налогообложения с более чем 58 странами мира. По большинству из заключенных договоров ставки налога на доходы, удерживаемого у источника выплаты, могут быть снижены до 0% по дивидендам, процентам и роялти.

10. Южная Корея

Основные выводы

Сильные стороны	Слабые стороны
<ul style="list-style-type: none"> • Ликвидация ограничений выхода на рынок для иностранных компаний, доверие к рынку со стороны международных инвесторов. На долю иностранных инвесторов приходится около 40% капитализации рынка. Среди участников рынка 26–28% из числа инвестиционных компаний являются иностранными. • Активное участие частных инвесторов на рынке. • Развитый рынок деривативов. Опционы KOSPI200 являются самыми продаваемыми деривативами в мире. • Рынок облигаций занимает второе место среди рынков Азии, уступая только Японии. • Все сделки с акциями осуществляются через KRD — главный трансфертный агент и единственный центральный депозитарий в Корее. • 63% бумаг после IPO торгуются с премией. 	<ul style="list-style-type: none"> • С 2001 года наблюдается тенденция снижения объемов привлечения капитала через рынок ценных бумаг. • До 2006 года исторически преобладающим способом увеличения капитала являлся выпуск прав (rights offering) и размещение среди существующих акционеров, а также между связанными сторонами, а не публичный выпуск новых акций и размещение среди публичных инвесторов. • 82% корпоративных облигаций обращаются на внебиржевых рынках.
Возможности	Риски
<ul style="list-style-type: none"> • Первый листинг иностранных компаний на KRX осуществлен в 2007 году. • Приняты международные стандарты финансовой отчетности, соблюдение которых примет обязательный характер для всех акционерных компаний начиная с 2011 года. • Регулирующие органы Южной Кореи стимулируют финансовые компании к открытому размещению акций. • Правительство разрешило страховым компаниям, занимающимся страхованием жизни, публично размещать акции. • Национальные пенсионные фонды вправе инвестировать в различные ценные бумаги. 	<ul style="list-style-type: none"> • Риск зависимости от неконтролируемой волатильности международных рынков и риск оттока капитала иностранных инвесторов. • Система защиты публичных инвесторов требует дальнейшего расширения и улучшения, а именно в отношении предоставления частным инвесторам необходимой информации в полном объеме, в особенности информации о продуктах инвестирования, связанных с рисками. • Система защиты инвесторов не распространяется на внебиржевые операции с деривативами. • Чрезмерное количество неквалифицированных индивидуальных участников рынка. • Рынок производных финансовых инструментов носит в значительной степени спекулятивный и неустойчивый характер. Небольшая доля хеджевых позиций.

1. Динамика основных макроэкономических показателей: 2001–2006 годы

Республика Корея имеет высокоразвитую экономику, которая по объему занимает двенадцатое место в мире (одиннадцатое — по паритету покупательной способности (ППС)) и третье место в Азии, пропустив вперед Японию и Китай (четвертое место по ППС после Китая, Японии и Индии). В настоящее время Республика Корея является крупнейшим торговым партнером Китая и крупнейшим рынком для экспорта китайских товаров. Страна достигла высокого показателя экономического роста благодаря экспорту промышленных товаров и входит в число так называемых четырех азиатских тигров. Наибольшее развитие в Республике Корея получили машиностроение, производство полупроводников и электроники, сталелитейная промышленность. ВВП на душу населения вырос со 100 долларов США в 1963 году до 18 241 в 2006 году.

Таблица 1. Республика Корея: основные макроэкономические показатели

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Реальный ВВП (изменение в %)	3,8	7	3,1	4,7	4,2	5	4,9
Номинальный ВВП (млрд долларов)	482,6	548,9	608,3	680,3	791,3	888,0	970,1
Номинальный ВВП на душу населения (долларов)	10 173	11 509	12 687	14 117	16 336	18 241	19 826
Индекс потребительских цен (изменение в %)	4,1	2,7	3,5	3,6	2,8	2,2	2,5
Валовой национальный доход на душу населения (долларов)	10 160	11 499	12 720	14 193	16 413	18 372	-
Валютный курс (вона Республики Корея за доллар США на конец периода)	1313,5	1186,1	1192,7	1035,2	1004,0	930,0	936,15
Рейтинг агентства S&P (для займов в иностранной валюте)	BBB+ / стабильный / A-2	A- / стабильный / A-2	A- / стабильный / A-2	A- / стабильный / A-2	A / стабильный / A-1	A / стабильный / A-1	A / стабильный / A-1
Рейтинг агентства Fitch (для займов в иностранной валюте)	BBB+	A	A	A	A+	A+	A+

Источник: Global Insight.

2. Основные реформы и изменения норм регулирования, способствовавшие росту рынка ценных бумаг: 2004–2007 годы

Стремительный рост финансового рынка начался после демократических реформ 80-90-х годов XX века. После азиатского финансового кризиса 1997 года реформы были продолжены в целях улучшения экономического положения. В 1998 году правительство Республики Корея утвердило план финансовой реструктуризации, направленный на повышение стабильности и эффективности финансовой системы.

Таблица 2. Соотношение капитализации рынка и ВВП по странам в 2007 году (%)

	Корея	Тайвань	Япония	Великобритания	США	Россия
Капитализация рынка / ВВП	121,6	182,96	103,81	146,05	127,59	77,37

Источники: Bloomberg, Global Insight, «Эрнст энд Янг».

Правительство не прекращает усилий, направленных на то, чтобы превратить Республику Корея в финансовый центр Юго-Восточной Азии. Данная инициатива предполагает решение пяти основных задач, которые были сформулированы в 2006 году:

- Принятие закона об объединении рынков капитала (Capital Markets Consolidation Act) — законодательного акта, вступающего в силу с 2009 года. Закон отменит существующее требование законодательства, которое делает невозможным для компаний финансового сектора предоставлять разнообразные финансовые услуги: осуществлять торговлю акциями и облигациями, управление активами, оказывать услуги инвестиционных баков. Новый закон позволяет финансовым компаниям более активно диверсифицировать свой бизнес, занимаясь несколькими видами деятельности на финансовом рынке. Многие аналитики считают, что этот закон сделает экономику в большей степени ориентированной на финансовые рынки, а также снизит зависимость брокерских компаний от комиссионного вознаграждения. Предполагается также увеличение числа слияний и поглощений среди компаний финансового сектора.
- Развитие рынка облигаций.
- Отмена ограничений в области валютного законодательства — предполагается полная либерализация обменных операций с иностранной валютой в 2009 году. Это позволит сделать корейскую вону международной валютой и оживит зарубежные инвестиции.
- Принятие закона об учреждении финансового центра (Financial Hub Act) — Закон был принят в 2003 году с целью превращения Южной Кореи в региональный финансовый центр Северной Азии. В рамках этого закона предполагается создание Центра по оказанию международных финансовых услуг (International Financial Services Center' (IFSC)), который должен будет оказывать помощь корейским финансовым компаниям при выходе на международные финансовые рынки и зарубежным компаниям при выходе на корейский рынок. IFSC также должен оказывать информационную поддержку финансовым институтам. Основной акцент в законе делался на развитие бизнеса по управлению активами (asset management), что является ключевой составляющей плана с привлечением в Сеул таких международных компаний, как Fidelity Investments, Prudential, JP Morgan, ING, Goldman Sachs, Morgan Stanley, Credit Suisse и UBS. Однако в условиях жесткой конкуренции на азиатских и глобальных рынках Сеул не смог подняться выше 42-го места по результатам международного рейтинга глобальных финансовых центров, проведенного City of London в сентябре 2007 года (по результатам рейтинга Гонконг и Сингапур занимают соответственно третье и четвертое место, Токио — 10-е, Шанхай — 30-е, Пекин — 39-е место). Согласно результатам исследований, проведенных компанией McKinsey, причины недостаточного успеха инициатив связаны с необоснованной раздробленностью регуляторных функций между различными государственными организациями и отсутствием согласованности действий между ними. Например, хотя девять лет назад был создан FSC как единый регулятор финансового рынка, до сих

пор наблюдается ведомственное регулирование рынка по институциональному или продуктово-му принципу. Большое количество регуляторных ведомств приводит также к тому, что часто проводимые реформы (например, в области налогообложения, фондов прямых инвестиций и т.д.) идут вразрез с принятой концепцией создания финансового центра.

- Подготовка специалистов по финансовым вопросам международного уровня.

Таблица 3. Основные вопросы регулирования

Корпоративный сектор	Финансовый сектор	Либерализация рынка	Другие
<ul style="list-style-type: none"> • Правило о справедливом раскрытии информации (2002 год) устанавливает, что до официального выпуска указанная информация подлежит раскрытию всем участникам рынка, а не только крупнейшим институциональным инвесторам или аналитикам. • Штрафы за недобросовестное раскрытие информации. • Раскрытие информации об участии инсайдеров в торговых операциях. • Комбинированная финансовая отчетность / МСФО / ОПБУ Республики Корея. 	<ul style="list-style-type: none"> • Слияние трех бирж и учреждение KRX в 2005 году. В 2004 году правительство объявило о дерегуляции рынка ценных бумаг для отмены ограничений и повышения конкурентоспособности компаний, работающих с ценными бумагами. Указанные компании получили право выпускать новые долевые инструменты, секьюритизированные производные инструменты и производные инструменты, основанные на кредите, заниматься доверительным управлением активов и предоставлять консультационные услуги в области операций с недвижимостью. 	<ul style="list-style-type: none"> • Полная либерализация долгосрочного и краткосрочного финансовых рынков. • Отмена лимита иностранных инвестиций. • Полная либерализация доступа к рынку на основе учреждения отделения или дочерней компании. • Отмена старого закона о валютном регулировании. Полная либерализация валютного рынка в 2009 году. 	<ul style="list-style-type: none"> • Принятие поправок в 2005 году, направленных на защиту национальных корпораций от враждебных слияний и поглощений (акционеры с долевым участием свыше 5% обязаны сообщать о планах оказать влияние на принятие решений исполнительным руководством) • С конца 2004 года пенсионным фондам разрешено инвестировать в акции.

Стандарты в области бухгалтерского учета

15 марта 2007 года было объявлено о переводе бухгалтерского учета в Республике Корея на МСФО. Для публичных компаний подготовка финансовой отчетности на основе МСФО станет обязательной в 2011 году.

3. Финансовые рынки

Рынок акций

В апреле 2007 года капитализация корейского фондового рынка превысила показатель ВВП. Соотношение капитализации фондового рынка к показателю ВВП приближается к аналогичным показателям крупнейших индустриальных стран.

Таблица 4. Соотношение показателей капитализации фондового рынка и ВВП

	2003	2004	2005	2006	2007
Капитализация отечественного рынка (млрд долларов)	324	415	695	816	1179,3
Номинальный ВВП (млрд долларов)	608,3	680,3	791,3	888	970,1
Капитализация / ВВП (%)	53,3	61,0	87,8	91,9	121,6

Источники: Bloomberg, Global Insight.

Таблица 5. Основные показатели финансового рынка

	2003	2004	2005	2006	2007
Капитализация отечественного рынка (млрд долларов)	324	415	695	816	1179,3
Количество компаний, имеющих листинг на биржах страны	684	683	1616	1689	
Рыночная концентрация (%)	52,7	47,8	38,4	36,3	
Обращаемость акций отечественных компаний (%)	193,1	147,2	206,9	171,4	
Количество зарегистрированных фондов, торгуемых на бирже (ETFs)	5	3	5	12	

Источники: Bloomberg, ВФБ.

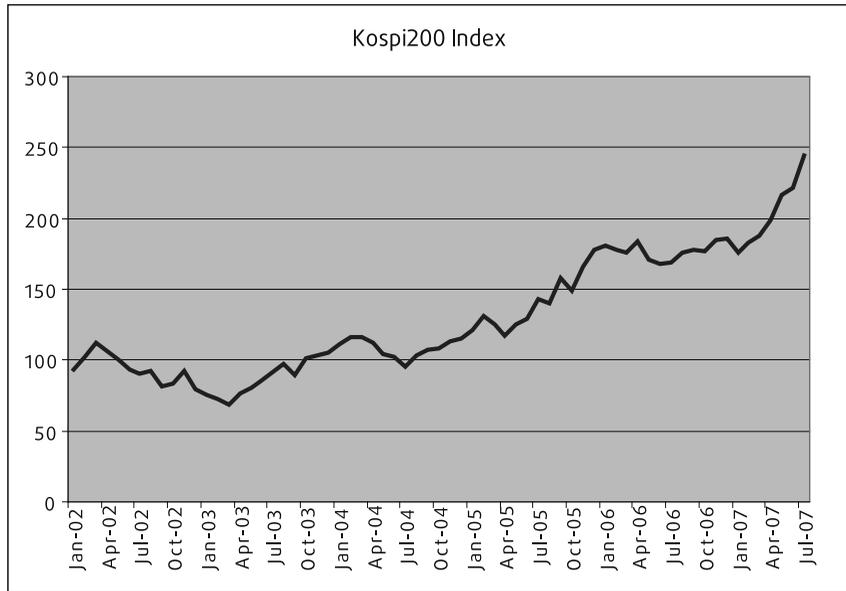
Таблица 6. Ежедневный средний объем торгов

	2004	2005	2006
Ежедневный средний объем торгов фондового рынка (млрд долларов)	2,2	3,2	3,7
Ежедневный средний объем торгов электронного рынка Kosdaq (млрд долларов)	0,6	1,8	1,9

Источник: KRX.

Индекс KOSPI200, основанный на рыночных котировках акций 200 крупнейших компаний, вырос в три раза за последние четыре года.

Рис 1. KOSPI200



Источник: Bloomberg.

IPO

Таблица 7. Статистика IPO

IPO и другие размещения акций	2003	2004	2005	2006	2007
Количество IPO внутри страны	80	68	101	74	70
Объем средств, привлеченных в результате IPO внутри страны (млн долларов)	729,9	1165,6	1518,0	2160,1	2000,41
Вторичные размещения внутри страны	4	15	23	15	21
Объем средств, привлеченных в результате вторичных размещений внутри страны (млн долларов)	272,8	3238,4	7546,04	4324,2	8111,13
Количество IPO национальных компаний за рубежом	-	1	6	3	-
Объем средств, привлеченных в результате IPO национальных компаний за рубежом (млн долларов США)	-	1059,5	883,6	4002,6	-
Вторичные размещения за рубежом	6	3	4	2	-
Объем средств, привлеченных в результате вторичных размещений за рубежом (млн долларов)	1222,6	1190,9	3951,6	816,4	-

Источники: Bloomberg, «Эрнст энд Янг».

Регулятор финансового рынка стимулирует размещения акций финансовых компаний. В мае 2007 года был принят соответствующий закон, позволяющий проводить публичные размещения акций компаниям, занимающимся страхованием жизни. Кроме этого, планируется проведение IPO государственных компаний, причем большая часть размещений должна пройти на отечественном рынке.

В августе 2007 года первое IPO на корейском фондовом рынке провела иностранная компания. Китайская компания 3NOD Digital Group Co. разместила акции на электронном рынке KOSDAQ на общую сумму 30 млн долларов США.

Торговля после IPO с премией или дисконтом

Корейский фондовый рынок является одним из лидеров по показателям доходности IPO. Почти 63,3% акций компаний, проводивших операции IPO в 2006-2007 годы, торговались с премией к цене размещения через год после даты размещения (для акций, размещенных после сентября 2006 года, период владения был определен с даты размещения по сентябрь 2007 года). Средний размер премии к цене указанных акций составил 48,8%.

Тенденции в области привлечения капитала

Вместе с этим, по данным Корейской ассоциации дилеров ценных бумаг (KSDA), привлечение финансирования путем размещения акций и размещения корпоративных облигаций снижалось.

Тенденции привлечения капитала:

- Размещение акций в сравнении с облигациями в 2005 году: 85,7% капитала было привлечено компаниями путем размещения корпоративных облигаций.
- С 2001 года существует тенденция снижения объемов привлеченного капитала.
- До 2006 года выпуск прав в форме эмиссии новых акций для распределения между существующими акционерами через подписку и между связанными сторонами являлся исторически преимущественным способом привлечения капитала в противоположность публичным выпускам новых акций.

Таблица 8. Привлечение финансирования в виде долевого участия в акционерном капитале и размещении корпоративных облигаций (млрд долларов)

	2003	2004	2005
Акции	7,0	8,8	10,9
Облигации	41,9	51,2	47,8
Итого	48,9	60,0	58,7

Источники: KSDA, Bloomberg.

Рис 2. Тенденции в области привлечения капитала

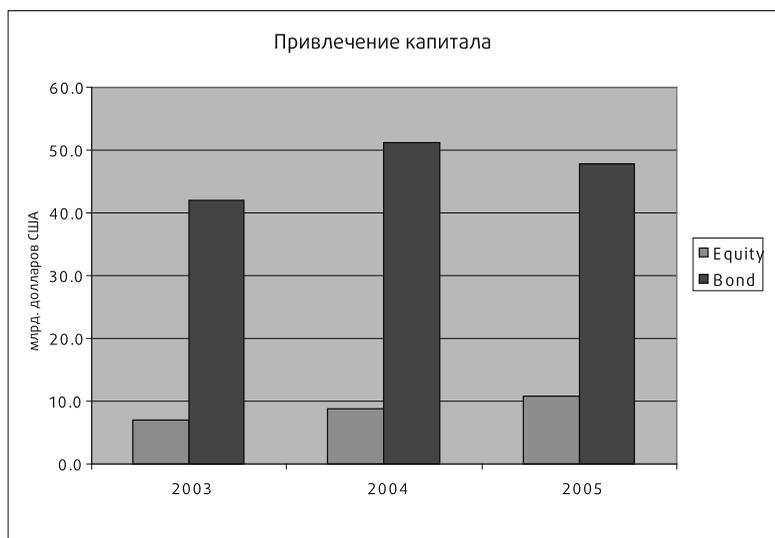


Таблица 9. Льготная продажа акций существующим акционерам

	2003	2004	2005	2006
Льготная продажа акций существующим акционерам (млрд долларов США)	6,01	4,37	1,87	2,57

Источник: KRX.

Freeboard

Freeboard — это альтернативный внебиржевой рынок, который вновь стал функционировать в июле 2005 года. Модернизированная система Freeboard представляет собой канал финансирования, приспособленный для большинства технологических и начинающих компаний, из которых лишь 4% соответствуют требованиям листинга на рынке KOSDAQ.

В 2005 году согласно программе финансовой и налоговой поддержки венчурных компаний миноритарные акционеры венчурных компаний были освобождены от уплаты налога на прирост капитала.

В отличие от правил торговли, применимых на KRX, где заявки участников торгов конкурируют за самую выгодную цену, операции на рынке Freeboard осуществляются по принципу двустороннего согласования.

Таблица 10. Торговля в системе Freeboard

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Капитализация рынка (млрд долларов)	0,81	0,98	1,16	0,91	0,37	0,44	0,45
Средний объем торгов (долларов)	531 965,27	259 611,7	203 195,5	58 692,8	39 605,9	74 701,2	82 795,7

Источник: KSDA.

В 2004 году ежедневный объем торгов снизился до 39 605,1 долларов с 531 965 долларов в 2000 году. В 2006 году был продемонстрирован умеренный рост до 82 796 долларов США. По 63% ценных бумаг осуществляется в среднем менее одной сделки за день.

Рынок облигаций

По данным Корейской ассоциации дилеров ценных бумаг (KSDA), корейский рынок облигаций является вторым по величине рынком Азии, уступая только Японии. Рынок облигаций играет важную роль в привлечении капитала для развития корейской экономики. В 2005 году в порядке налогообложения купонного дохода по облигациям были внесены изменения, призванные снизить уровень искажения цен облигаций.

Самым популярным видом корпоративных облигаций являются необеспеченные облигации с трехлетним сроком погашения, предусматривающие ежеквартальные выплаты процентов. Традиционно преобладает внебиржевая торговля. Согласно данным KSDA, на нее приходится приблизительно 82% всех биржевых операций с облигациями. Это объясняется, в частности, тем фактом, что торговля корпоративными облигациями, как правило, осуществляется крупными пакетами. Поскольку розничные инвесторы предпочитают избегать крупных покупок, финансовые учреждения и институциональные инвесторы приобретают облигации на внебиржевом рынке.

Таблица 11. Статистика рынка корейских облигаций

	2003	2004	2005	2006	2007
Международные ценные бумаги – корпоративные эмитенты (непогашенная сумма, млрд долларов)	20,4	22,6	25,5	28,1	28,2
Международные ценные бумаги – финансовые учреждения (непогашенная сумма, млрд долларов)	36,1	44,4	51,3	64,9	80,7
Отечественные ценные бумаги – финансовые учреждения (непогашенная сумма, млрд долларов)	133,3	173,9	206,5	291,9	-
Отечественные ценные бумаги – корпоративные эмитенты (непогашенная сумма, млрд долларов)	235,8	257,7	256,4	258,2	-

Источник: www.bis.org

Рынок производных финансовых инструментов

Согласно данным Корейской ассоциации дилеров ценных бумаг за 2006 год, опционы KOSPI 200 являются наиболее активно торгующимися производными финансовыми инструментами в мире. При этом фьючерсы KOSPI 200 занимают третье место по активности торгов. Оба продукта были запущены на рынок в 1997 году.

Таблица 12. Статистика рынка корейских производных финансовых инструментов

Источник: KSDA

	2003	2004	2005	2006
Объем торгов опционами на индексы (1000 контрактов)	2 837 725	2 521 557	2 353 202	2 414 423
Продажная стоимость опционов на индексы (млрд долларов)	20 733	23 924	34 652	41 205
Объем торгов фьючерсами на индексы (1000 контрактов)	62 933	55 609	43 913	46 696
Продажная стоимость фьючерсов на индексы (млрд долларов)	2252	2618	2983	4284

4. Инфраструктура рынка

Основным регулятором финансового рынка в целом является организация под названием FSC (Комиссия по финансовому надзору), не зависящая как от центрального банка, так и от министерства финансов. FSC осуществляет надзор за работой SFC (Комиссия по ценным бумагам и фьючерсам), выполняющей функции регулятора рынков ценных бумаг.

Биржи и альтернативные рынки

27 января 2005 года была учреждена биржа Korea Exchange, Inc. (KRX), выступающая в качестве единой интегрированной биржи Республики Корея согласно закону о фондовых и фьючерсных биржах. Биржа KRX была создана путем слияния Корейской фондовой биржи (KSE), Корейской фьючерсной биржи (KOFEX), фондового рынка KOSDAQ, а также комитета KOSDAQ, являющегося подразделением Корейской ассоциации дилеров ценных бумаг (KSDA). Цель KRX заключается в преобразовании биржи из организации местного значения в один из крупнейших мировых финансовых рынков за счет формирования централизованного рынка ценных бумаг и производных финансовых инструментов с существенными оборотами торгов.

KRX включает в себя три рынка:

- Фондовый рынок, где происходит торговля акциями, облигациями и варрантами;
- KOSDAQ — альтернативный рынок для малых и новых компаний;
- Рынок деривативов, где происходит торговля производными финансовыми инструментами на акции и индексы.

В целях защиты от слияний и поглощений со стороны крупных иностранных биржевых групп KRX планировала провести IPO осенью 2007 года. Однако правительство не дало разрешения на размещение, пояснив, что это связано с неопределенностью относительно того, кто именно будет осуществлять надзор за публичной биржей, а также с приемлемостью осуществления публичной компанией надзора за размещениями других организаций. Точные сроки возможного проведения IPO на момент подготовки исследования не объявлялись.

KOSDAQ был создан в 1996 году. Корейское правительство смягчило процедуры листинга, чтобы стимулировать выход на биржу привлекательных компаний, представляющих, например, сектор телекоммуникаций, а также растущие отрасли нового поколения, в том числе Интернет, биотехнологии и индустрию развлечений. Одновременно малым и средним венчурным компаниям были предоставлены налоговые льготы.

Таблица 13. Статистические данные KRX (млн долларов США)

Название	Коэффициент оборачиваемости			% изменений		Рыночная капитализация			% изменений		Новый капитал			% изменений	
	2004	2005	2006	2004-2005	2005-2006	2004	2005	2006	2004-2005	2005-2006	2004	2005	2006	2004-2005	2005-2006
Фондовый рынок	397	503,9	286	26,9%	-43,2%	397,6	625,5	757,7	57,3%	21,1%	725,7	665,3	1532,6	-8,3%	130,4%
KOSDAQ	587	1190,5	875	102,7%	-26,5%	30,1	70,62	77,6	134,6%	9,9%	429,9	844,2	627,5	96,4%	-25,7%

Источники: KRX, Thomson, Dealogic, «Эрнст энд Янг».

Требования листинга

Любая корпорация, намеревающаяся впервые разместить акции на KRX, обязана подать заявку о проведении ее проверки на предмет допуска к листингу до того, как подать официальную заявку на включение в листинг. Если заявитель удовлетворяет требованиям листинга, KRX передает заявку в Комитет по листингу для итоговой проверки. В состав Комитета по листингу входит девять членов, в том числе науч-

ных работников, отраслевых специалистов и должностных лиц KRX. Процесс листинга занимает в общей сложности два-три месяца. В случае принятия положительного решения о допуске к листингу компания направляет в Комиссию по финансовому надзору заявление о регистрации, проводит публичное размещение, после чего подает в KRX заявку на включение в листинг.

Таблица 14. Требования KRX к листингу и раскрытию информации

	Фондовый рынок	KOSDAQ
Акционерный капитал	Не менее 10 млрд вон (10 млн долларов США)	Не менее 3 млрд вон (3 млн долларов США), 1,6 млн долларов США для венчурных компаний
Количество размещаемых акций	Не менее 1 млн акций (депозитарных расписок)	Не менее 0,3 млн акций (депозитарных расписок)
Доля миноритарных акционеров	30% или 10% (крупные корпорации)	30%
Продолжительность деятельности	Не менее трех лет	Не менее трех лет для обычных компаний; требования для венчурных компаний отсутствуют
Количество миноритарных акционеров	Не менее 1000 лиц	Не менее 500 лиц
Доля собственности	В течение одного года не допускается изменение в составе акционеров, в собственности которых находится не менее 5% акций	-
Аудиторское заключение	За последний финансовый год: безусловно положительное; за два предшествующих финансовых года: условно положительное или безусловно положительное	За последний финансовый год: безусловно положительное
Результаты деятельности	Обязательное соответствие одному из следующих показателей: <ul style="list-style-type: none"> • Результаты деятельности / доходность на капитал: за последний год — 5%, в среднем за три года — 10% • Прибыль: за последний год — 2,5 млрд вон (2,5 млн долларов), в сумме за три года — 5 млрд вон (5 млн долларов США) • Доходность на капитал — 3% или прибыль — 5 млрд вон (5 млн долларов) и положительный денежный поток • Выручка: за последний год — не менее 30 млрд вон (30 млн долларов), в среднем за три года — не менее 20 млрд вон (20 млн долларов США) 	Положительный показатель операционной прибыли Доходность на капитал — 10% или 2 млрд вон
Прочее	<ul style="list-style-type: none"> • Отсутствие неурегулированных споров или дефолта, в том числе незавершенных сделок слияния и поглощения либо судебных разбирательств • Отсутствие ограничения на распоряжение акциями 	<ul style="list-style-type: none"> • Отсутствие неурегулированных споров или дефолта, в том числе незавершенных сделок слияния и поглощения либо судебных разбирательств • Отсутствие ограничения на распоряжение акциями • Обесценение капитала не допускается
Периодическая отчетность	Проаудированная годовая отчетность (в течение 90 дней) Полугодовая отчетность (в течение 45 дней) Квартальная отчетность (в течение 45 дней)	

Требования к минимальному размеру акционерного капитала (10 млн долларов), необходимому для листинга, выше, чем в ряде развитых стран. Наиболее жесткие требования в этом плане предъявляют Нью-Йоркская и Токийская фондовые биржи, где требования к минимальной рыночной капитализации составляют соответственно 750 млн долларов и 100 млрд иен (около 850 млн долларов). В средней группе с точки зрения жесткости требований к рыночной капитализации находятся основная площадка Лондонской фондовой биржи (1,4 млн долларов США), Deutsche Börse (1,6 млн долларов) и NASDAQ (1–20 млн долларов, в зависимости от варианта выхода на рынок). Наименее строгие требования к рыночной капитализации предъявляют рынки альтернативных инвестиций, например площадка AIM Лондонской биржи и SESDAQ (Сингапур), где минимальные требования вообще отсутствуют.

Требование к размещению не менее 1 млн акций довольно редко встречается на других рынках. Лишь три из десяти крупнейших бирж мира устанавливают требования к минимальному количеству размещаемых акций, однако эти требования существенно ниже. Минимум, установленный фондовой биржей Торонто, составляет 20 000 или 40 000 эмитированных акций в зависимости от варианта листинга. Требование Токийской фондовой биржи — не менее 1000 акций в рамках первичного размещения. На Deutsche Börse минимальный объем размещения составляет 10 000 акций.

Компания обязана иметь не менее 1000 миноритарных акционеров. Помимо этого, в собственности миноритарных акционеров или в открытом обращении должно находиться не менее 30% от общего количества акций, а в случае крупной корпорации в открытом обращении должно находиться не менее 10% акций. В целях повышения ликвидности большинство бирж требуют, чтобы к моменту размещения минимальное количество акций обращалось на открытом рынке. Вместе с тем существуют различия в подходе к выполнению этого требования. Биржи Нью-Йорка, Гонконга и Сингапура указывают необходимое количество акционеров. Euronext требует, чтобы в открытом обращении находилось не менее 25% акций, включенных в листинг. Основная площадка и AIM Лондонской фондовой биржи, а также Deutsche Börse не предъявляют требований по количеству акционеров.

Первичное размещение иностранных компаний было разрешено в конце 2005 года, при этом к корейским и иностранным компаниям применяются одни и те же требования.

Иностранные корпорации вправе размещать свои акции или депозитарные расписки (ДР) на фондовом рынке и рынке KOSDAQ. На начальном этапе иностранная корпорация, намеревающаяся разместить свои акции на KRX, обязана назначить агента, находящегося в Корее, для представления интересов иностранного заявителя по всем вопросам, связанным с листингом.

Процедуры торгов

Рынок на KRX основан на получении и выполнении заявок. Заявки на покупку и продажу конкурируют между собой за лучшую цену на рынке. В ходе торгов заявки выполняются по ценам и в сроки, приемлемые как для покупателя, так и для продавца. Цена открытия и закрытия определяется в ходе аукционов (call auctions).

Все заявки поступают на KRX с клиентского счета брокера в электронной форме через систему SMATS. При размещении заявки брокером через системный терминал система проверяет, выполнено ли требование о депозите, прежде чем обработать заявку.

Поддержание порядка проведения торгов

На корейском фондовом рынке исторически отсутствуют посредники или ответственные маркетмейкеры. Для обеспечения организованного порядка проведения торгов KRX использует, в частности, следующие системы:

- лимиты на ценовые колебания в течение дня;
- остановка торгов;
- мероприятия по наблюдению за рынком.

В декабре 2006 года на фьючерсном рынке для обеспечения ликвидности редко торгуемых производных инструментов были впервые представлены маркетмейкеры.

Пакетная торговля (block trades)

Компаниям, зарегистрированным на KRX, разрешается выкупать пакеты собственных акций по окончании торгов на рынке. Акции разрешается продавать пакетами при условии, что цена продажи отличается от цены закрытия на этот день не более чем на два пункта.

Расчеты за ценные бумаги

Согласно закону о ценных бумагах и биржах, KRX наделена правом регулирования и надзора в отношении методов и процессов клиринга и расчетов по торговым сделкам, проведенным на рынке. На практике в качестве агента KRX по расчетам выступает Корейский депозитарий ценных бумаг (KSD), который на ежедневной основе оказывает услуги по расчетам за акции и облигации в соответствии с договором об оказании услуг с KRX. KSD является одним из ключевых институтов корейского рынка финансов и ценных бумаг и выполняет функции единого депозитария в Корее. Расчеты по сделкам производятся через бездокументарную клиринговую систему на основе многостороннего взаимозачета. Срок расчета устанавливается как T+2 для акций, T+1 для государственных и T — для прочих облигаций. Сроки расчетов по фьючерсам — T+1, по опционам — в режиме реального времени.

Компании, совершающие сделки с ценными бумагами от своего имени, обязаны размещать в KSD как собственные, так и клиентские ценные бумаги. Институциональным инвесторам предлагается открывать счета в KSD. В целях упрощения международных сделок, выполняемых внутренними инвесторами, KSD предоставляет услуги по размещению депозитов и расчетам через иностранные депозитарии.

Управление рисками в KSD

Система управления рисками включает в себя:

- совместный фонд компенсаций;
- денежные средства в доверительном управлении;
- принятие дисциплинарных мер за нарушения при расчетах.

5. Финансовые институты

Лицензирование и регулирование инвестиционных банков в Корее осуществляется в соответствии с Законом о ценных бумагах и биржах (далее — Закон). Законом предусмотрено три вида операций с ценными бумагами: брокерские операции, дилинг и андеррайтинг. В основном межотраслевая деятельность, например, предоставление банковских услуг и услуг по страхованию, запрещена. Для осуществления операций с ценными бумагами компании необходимо получить разрешение Комиссии по финансовому надзору (FSC). К концу 2006 года в Корее операции с ценными бумагами осуществляли 53 компании, 14 из которых являлись иностранными. Иностранные компании, намеревающиеся создать филиал или представительство для осуществления операций с ценными бумагами, обязаны получить разрешение FSC, при этом минимальный чистый операционный капитал таких компаний должен составлять 1 млн долларов США.

Характерные особенности отрасли:

- умеренные требования к размеру минимального оплаченного капитала для брокерских фирм и преимущество более низких начальных фиксированных затрат повышают популярность торговли онлайн;
- снятие ограничений для иностранных компаний, начинающих деятельность на рынке.

Таблица 15. Отечественные и иностранные инвестиционные компании

Страна	2004			2005			2006		
	Местных	Иностран- ных	Итого	Местных	Иностран- ных	Итого	Местных	Иностран- ных	Итого
Республика Корея	42	15	57	38	15	53	39	14	53

Источник: FSDA.

Доля зарегистрированных иностранных инвестиционных компаний составила 26–28% за период с 2004 по 2006 г.

Таблица 16. Структура доходов (%)

Год	Брокераж	Корпоративное финансирование	Дилинг	Другое (включая продажу ценных бумаг и пакетные счета)
2003	54	4	19	23
2004	62	6	17	15
2005	61	4	16	19

Источник: FSDA.

Настоящая структура доходов показывает высокую степень зависимости от брокерских услуг, при этом на корпоративное финансирование приходится минимальная часть дохода.

К другим организациям, деятельность которых связана с операциями с ценными бумагами, относятся компании по управлению активами (АМС). Создание паевых инвестиционных фондов (ПИФ) было разрешено в 2004 году. Пенсионные фонды предприятий, аналог пенсионного плана США US 401 (К), начали действовать с декабря 2005 года. Пенсионные планы предприятий могут осуществлять операции со следующими ценными бумагами: национальные и иностранные (страны ОЭСР) государственные облигации, муниципальные облигации, эмиссии, зарегистрированные в Корее и на квалифицированных иностранных биржах, обмен внебиржевыми производными инструментами. Пенсионные схемы предприятий считаются основным двигателем финансовых рынков Кореи.

АМС должна являться финансовым учреждением, утвержденным FSC. Требуемый минимальный капитал для национальных АМС составляет 10,6 млн долларов, для иностранных — 3,1 млн долларов в оборотном фонде АМС.

6. Инвесторы

Структура инвесторов – статистика за 2002–2006 годы

Таблица 17. Объем торгов по группам инвесторов на фондовых рынках (%)

	2002	2003	2004	2005	2006
Инвестиционные компании	3,2	3,4	2,2	2	2,7
Страховые компании	0,9	0,8	0,9	0,8	0,9
Компании по управлению активами	7	9,3	9,6	8,2	11,1
Банки	1,4	1,4	1,5	1,3	1,2
Коммерческие и сберегательные банки	0,5	0,6	0,5	0,3	0,4
Пенсионные фонды	0,7	1,1	1,7	2,2	2,1
Другие	2,9	3,3	3,6	2,9	3,4
Итого инвестиционных учреждений	16,6	19,9	20	17,7	21,8
Частные инвесторы	71,7	65,8	58,4	61,4	51,4
Иностранные инвесторы	11,7	14,2	21,6	20,9	26,7

Источник: KRX.

Таблица 18. Объем торгов по группам инвесторов на рынках опционов (%)

	2005	2006
Банк	0,2	0,1
ИТС	1	1,4
Ценные бумаги	32,8	31,1
Фьючерсы	0,3	0,6
Страхование	0	0,1
Другое	0,9	0,8
Итого инвестиционных учреждений	35,3	34,1
Частные инвесторы	43,2	39,6
Иностранные инвесторы	21,5	26,3

Источник: KRX.

Таблица 19. Количество и процент иностранных инвесторов по странам*(Источник: KRX)*

		2003	2004	2005	2006
США	Лиц	5814	6394	6946	7639
	%	37,9	37,8	37,5	37
Великобритания	Лиц	1320	1424	1491	1623
	%	8,6	8,4	8,1	-7,9
Япония	Лиц	1243	1323	1480	1692
	%	8,1	7,8	8	8,2
Другое	Лиц	6946	7758	8582	9681
	%	45,3	45,9	46,4	46,9
Итого	Лиц	15 335	16 899	18 499	20 635
	%	100	100	100	100

Степень доверия иностранных инвесторов к рынку определяется по четырем параметрам:

- инвестиции от иностранных институциональных инвесторов;
- рост паевых инвестиционных фондов;
- подписка на IPO;
- Увеличение количества счетов в депозитариях.

В конце 2004 года пенсионным фондам было разрешено инвестировать в акции. По состоянию на конец 2006 года Национальный пенсионный фонд управлял активами стоимостью около 166,4 млрд долларов. 8% от общей стоимости активов были инвестированы в акции. Ожидается, что планы обеспечения по старости, представленные в 2005 году, укрепят рост эластичности долгосрочных инвестиций. Банки, инвестиционные банки и страховые компании, пройдя процесс проверки, проводимый финансовыми регулируемыми органами, приступили к реализации действующих планов обеспечения по старости в декабре 2006 года. В 2005 году фирмы по ценным бумагам получили разрешение на осуществление трастовых операций: управление активами и операциями на рынке корпоративного пенсионного обеспечения.

Защита прав инвесторов

Защиту инвесторов обеспечивает государственный регулирующий орган — Комиссия по финансовому надзору (FSC) и две отраслевые саморегулируемые организации — Корейская ассоциация дилеров ценных бумаг (KSDA) и Корейская фондовая биржа (KRX). Служба финансового надзора, исполнительный орган FSC, регулирует деятельность Центра защиты потребителей финансовых услуг. Центр занимается исследованиями в области улучшения защиты прав инвесторов, разбором жалоб от потребителей и внесением изменений в регуляторные акты. Кроме этого, сотрудники центра занимаются обучением в области защиты прав инвесторов. При центре также создан специальный орган для разрешения спорных вопросов.

Система защиты инвесторов включает.

- Обязательное раскрытие информации на первичном и вторичном рынках (через электронную систему раскрытия информации).
- Мероприятия по защите от недобросовестной торговли (махинации с ценами, незаконные операции с использованием инсайдерской информации, нарушение обязательств по отчетности об изменениях в акционерной собственности и несоблюдение правила пяти процентов).
- Требования к проведению аудиторской проверки.

Согласно отчету KSDA, система защиты инвесторов требует дальнейшего улучшения, в особенности в отношении представления инвесторам в полном объеме необходимой информации о продуктах, в частности об инвестиционных продуктах с высоким риском.

Система защиты инвесторов будет распространяться на те области деятельности, защита которых на сегодняшний день не предусмотрена существующим законодательством, например, внебиржевые операции с производными финансовыми инструментами.

KRX управляет деятельностью Совместного фонда компенсаций (JCF). Доля объема торгов каждого члена KRX отчисляется в данный Фонд в целях компенсации возможных финансовых потерь, которые могут возникнуть в результате нарушений при расчетах. По той же схеме Корейская депозитарная страховая компания (KDIC) учредила Фонд защиты клиентов, который будет страховать индивидуальных инвесторов в случае банкротства брокерской компании. Максимальный размер страхового покрытия, установленный KDIC, составляет 53 600 долларов (50 млн вон) на одно лицо. Управление деньгами и ценными бумагами клиента, хранящимися в брокерской фирме, осуществляется отдельно от управления деньгами и ценными бумагами брокеров в целях защиты клиентской собственности на случай банкротства, прекращения деятельности или аннулирования лицензии брокера.

В целях защиты интересов инвесторов путем повышения стандартов корпоративного управления и расширения прав миноритарных акционеров закон о ценных бумагах и биржах (SEA) требует от зарегистрированных на бирже корпораций таким образом формировать советы директоров, чтобы в их состав были включены независимые члены, а также создавать комитеты по аудиту. Кроме того, в рамках SEA был снижен порог долевого участия, необходимого для принятия решений об увольнении директоров и аудиторов компании в результате злоупотреблений, подачи исков против руководства компании и т.д., а также указаны санкции на случай осуществления инсайдерских сделок и ценовых манипуляций.

В 2001 году KRX учредила Комитет по урегулированию споров в целях ускорения процесса устранения разногласий между членами биржи и их клиентами, а также разногласий, касающихся торговли на KRX, возникающих между членами биржи. Если все стороны, участвующие в споре, принимают рекомендацию Комитета, это равносильно заключению договора о примирении в соответствии с положениями Гражданского кодекса. В состав Комитета входит от трех до пяти экспертов по каждому делу.

В ноябре 2002 года в целях устранения разницы в объеме предоставляемой инвесторам информации, была введена Система справедливого раскрытия информации. В рамках данной системы компаниям запрещено на выборочной основе представлять нераскрытую информацию избранным лицам. Если они намереваются это сделать, они обязаны обнародовать данную информацию через KRX. Информация, подлежащая справедливому раскрытию, включает бизнес-планы и планы руководства, а также прогнозы эффективности деятельности, в частности, объем продаж и размер прибыли, которые войдут в годовой отчет компании.

Главная отличительная черта корейских рынков капитала — операции с производными финансовыми инструментами, в основном с фьючерсами и опционами на индекс KOSPI200. Данные виды производных финансовых инструментов являются самыми распространенными в мировой торговле. Около 60% объема продаж приходится на частных инвесторов. Такая ситуация стала возможной благодаря нескольким факторам. Во-первых, это развитие технологий и развитая инфраструктура высокоскоростного Интернета. Количество интернет-пользователей постоянно увеличивается. Осуществление операций с производными финансовыми инструментами доступно практически каждому жителю Кореи. Торги на биржах становятся естественной частью повседневной жизни. Во-вторых, низкие расходы по контрактам и сделкам и возможность получения намного более высокой прибыли, чем на других сегментах рынка. Третий фактор — широкое освещение финансовых рынков средствами массовой информации. Основной проблемой рынка является то, что зачастую частные инвесторы, совершая операции на рынке, не придерживаются какой-либо сложной инвестиционной стратегии и не полагаются на фундаментальные данные, а осуществляют действия, подобные ставкам в казино, открывая длинные позиции по опционам вне денег. Такая рискованная тактика приводит к убыткам. Однако при этом возникают неплохие возможности для инвестиционных компаний, занимающихся хеджированием и арбитражными операциями.

Регулирующие органы прodelывают значительную работу для обеспечения более устойчивого развития рынка. За последние два года наблюдался спад активности, однако корейский рынок опционов на фондовые индексы по-прежнему является крупнейшим в мире рынком производных финансовых инструментов.

Таблица 20. Торги фьючерсов и опционов KOSPI200 по типам инвесторов

Тип инвесторов	Рыночная доля фьючерсов, %	Рыночная доля опционов, %
Частные инвесторы	40	38,5
Инвестиционные банки	28	37,5
Иностранные предприятия	25	21
Инвестиционные трасты	3	1,5
Банки	1	0,1
Прочие	3	1,4

Источник: KSDA.

7. Глобализация рынка ценных бумаг

Устранение ограничений для иностранных инвестиций

По данным Корейской ассоциации дилеров ценных бумаг (KSDA), в январе 2006 года доля иностранных инвесторов в рыночной капитализации составляла 41%. В 1992 году иностранные инвесторы получили разрешение покупать корейские акции, соблюдая при этом определенные ограничения. В 1998 году наряду с доступом к рынку производных финансовых инструментов иностранные инвесторы получили доступ к рынку облигаций. В том же году с некоторыми исключениями были сняты все ограничения на покупку акций, котирующихся на бирже.

Таблица 21. Зарегистрированные инвесторы по типам организации (общие данные)

Год	Инвестиционные компании	Пенсионные фонды	Инвестиционные банки	Страховые компании	Прочее	Общее количество организаций	Физические лица	Всего
2004	7464	1131	435	449	1601	11 361	5538	16 899
2005	8193	1255	489	465	1956	12 663	5836	18 499
2006	9008	1413	511	498	12 578	14 400	6235	20 635

Источник: Служба финансового надзора.

Согласно источникам в Службе финансового надзора, наибольшее количество (37%) от общего числа иностранных инвесторов в Корее представляют американские компании, при этом на долю Японии и Великобритании приходится по 8%.

Корея не накладывает каких-либо ограничений на иностранные инвестиции, за исключением инвестиций в ряд областей, имеющих для страны стратегическое значение, в частности, электроснабжение, телекоммуникации, радиовещание и авиацию. Республика Корея по объему иностранных инвестиций занимает лидирующую позицию среди развивающихся рынков. В июне 2007 года в Корее иностранные институциональные инвесторы получили возможность участвовать в формировании книги заявок при первичных размещениях.

Клиринг и расчеты

Иностранцы обязаны держать свои ценные бумаги у ответственных депозитариев, например, в Корейском депозитарии ценных бумаг (KSD), банках, осуществляющих операции с иностранной валютой, инвестиционных банках, управляющих компаниях или признанных во всем мире иностранных депозитарных учреждениях. Все операции с акциями должны осуществляться иностранными инвесторами на KRX.

Иностранные финансовые учреждения

Статистические показатели по иностранным инвесторам и иностранным инвестиционным банкам могли бы быть выше, поскольку многие иностранные компании участвуют в процессе управления местными инвестиционными банками и открывают в Корее новые инвестиционные банки.

Корейские инвестиции и операции за рубежом

Любые частные и корпоративные корейские инвесторы, а также такие институциональные инвесторы, как инвестиционные банки, инвестиционные и страховые компании, организации, занимающиеся краткосрочным финансированием, и пенсионные фонды имеют право осуществлять инвестиции за рубежом. При этом для индивидуальных инвесторов в данной области существуют определенные ограничения. Такие корейские инвестиционные банки, как Goodmorning Shihan, Daewoo, Woori Investment, Hyundai, Samsung and Korea Investment, имеют отделения в Лондоне, Нью-Йорке, Китае и Гонконге.

8. Вопросы налогообложения

Вопросы налогообложения занимают важное место в развитии как экономики страны в целом, так и рынка ценных бумаг в частности. При этом наиболее важным представляется не столько наличие определенных налоговых льгот для участников рынка ценных бумаг, сколько наличие развитой и эффективной системы налогообложения. Так, некоторыми ключевыми налоговыми вопросами, влияющими на принятие инвестиционного решения, являются: 1) наличие действующего налогового законодательства; 2) общий уровень налоговой нагрузки на инвесторов; 3) определенность в налогообложении операций с ценными бумагами; 4) наличие эффективных механизмов урегулирования неоднозначных налоговых вопросов; 5) эффективное взаимодействие налоговых органов с налогоплательщиками в рамках четко определенного правового поля; 6) наличие международных договоров об избежании двойного налогообложения.

Южная Корея относится к странам с традиционной системой налогообложения, то есть не позиционируется как страна с льготным налогообложением.

В следующей таблице представлены основные налоги, применяемые к доходам предприятий, осуществляющим налогооблагаемую деятельность в Южной Корее.

Наименование налога	Ставка, %
Налог на доход	13-25
Налог на доход от прироста стоимости	25
Налог на доходы, удерживаемый у источника выплаты	
• дивидендов	14
• процентов	14-25
• роялти	25
• прироста стоимости от реализации ценных бумаг	10 от цены реализации или 25 от чистого прироста
Налог на операции с ценными бумагами	0,5

В дополнение к вышеуказанным налогам применяется добавочный налог на резидентов в размере 10%.

Налог на операции с ценными бумагами не применяется к операциям с ценными бумагами, обращающимися на зарубежных фондовых биржах.

Прирост стоимости при реализации обращающихся ценных бумаг корейских компаний не облагается налогом на доход при условии реализации менее 25% всех голосующих акций компании.

Также подлежат освобождению от налога на доход или обложению по сниженной ставке следующие виды доходов:

- проценты по облигациям в иностранной валюте, выпущенным государством или корейской корпорацией;
- проценты по депозитным сертификатам в иностранной валюте, получаемые от нерезидентов;
- дивиденды, получаемые резидентами или нерезидентами по инвестициям в фонды, которые инвестируют более 10% активов в спекулятивные облигации или более 60% в облигации корейских эмитентов, облагаются по сниженной ставке в 5% (существуют дополнительные ограничения);
- доходы от прироста стоимости, получаемые нерезидентами от реализации ценных бумаг в иностранной валюте, выпущенных государством, муниципальными органами или корейскими корпорациями в соответствии с требованиями Министерства финансов и экономики, а также по акциям корейских корпораций, обращающихся на иностранной фондовой бирже, которая схожа с публичной фондовой биржей, определенной в Законе об операциях с ценными бумагами (существуют дополнительные требования).

Южная Корея заключила международные договоры об избежании двойного налогообложения с более чем 60 странами мира. По некоторым из заключенных договоров ставки налога на доходы, удерживаемого у источника выплаты, могут быть снижены до 5% по дивидендам и до 10% по процентам.

Налоговые льготы для физических лиц

Физические лица облагаются налогом на доходы по прогрессивной шкале по ставкам от 8 до 35%. Прирост капитала, получаемый резидентами, облагается налогом на доходы по следующим ставкам:

Акции средних по размеру компаний, находящиеся во владении крупных акционеров менее года	30%
Акции малых и средних компаний	10%
Акции, не относящиеся ни к первому, ни ко второму типам	20%

Доход нерезидентов по сделкам с ценными бумагами облагается налогом у источника по ставке 10%. При этом налог удерживается со всей суммы, уплаченной за ценные бумаги. Однако если цена покупки ценной бумаги может быть должным образом подтверждена, сумма удерживаемого налога будет составлять меньшее из следующих сумм: 10% от суммы, уплаченной за ценные бумаги, или 25% (14% по государственным облигациям) от прироста капитала по данным ценным бумагам.

Виды доходов, не облагаемых налогом на доходы:

- дивиденды по акциям, которыми больше года владеют работники или миноритарные акционеры, в размере до 30 млн вон (при определенных условиях);
- проценты и дивиденды в размере не более 40 млн вон (при определенных условиях). Такой доход будет исключаться из годовой налоговой декларации при условии, что налог в размере 15,4% был должным образом удержан корейскими налоговыми агентами. Превышение этой суммы облагается по наибольшей из следующих ставок: эффективной ставки исходя из прогрессивной шкалы от 8,8 до 38,5% и ставки налога у источника 15,4%;
- прирост капитала, получаемый нерезидентами при реализации акций при условии, что нерезидент и его аффилированные лица совместно владеют менее 25% совокупного объема таких акций компании в течение года, в котором произошла сделка, и в течение пяти предыдущих лет.

Ссылки

Введение

- ¹ Утверждена Распоряжением Правительства РФ от 1 июня 2006 г. № 793-р.
- ² Следует отметить, что в проведении исследований, предшествовавших подготовке данных разделов Стратегии, принимали участие и некоторые члены авторского коллектива настоящего исследования — А. Абрамов, Л. Азимова, Ю. Данилов, А. Тимофеев.
- ³ Программа развития рынка ценных бумаг России до 2010 года. М., 2001.
- ⁴ Программа развития рынка ценных бумаг России до 2010 года. М., 2001. С. 57–59.
- ⁵ Эффективный рынок капитала: Экономический либерализм и государственное регулирование/Под ред. И. В. Костикова: в 2 т. — М.: Наука, 2004. В составе авторского коллектива этой фундаментальной монографии были многие из авторского коллектива настоящего исследования — Ю. А. Данилов, А. В. Кузнецов, А. В. Тимофеев, а В. Р. Евстигнеев и Б. Б. Рубцов были научными редакторами данной монографии.
- ⁶ Данная классификация функций фондового рынка опирается на классификацию, данную в монографии Эффективный рынок капитала/Под ред. И. В. Костикова. М.: Наука, 2004. Т. 1. Гл.4.
- ⁷ Подробнее о гипотезе «большого взрыва» мирового рынка капитала см. Данилов Ю. А. Рынки государственного долга: Мировые тенденции и российская практика. М.: ГУ-ВШЭ 2002. С. 105 - 107.
- ⁸ OECD. Financial Market Trends. Volume 2006/1. No 90.

Часть I

- ¹ Формально в СССР существовало незначительное количество акционерных обществ с государственным участием, ориентированных на внешнеэкономическую деятельность, например, «Интурист», «Ингосстрах». Однако их акции не торговались ни внутри, ни вне страны, поэтому говорить о каком-либо фондовом рынке в СССР до 1990 г. не приходится.
- ² Источник: РТС (www.rts.ru).
- ³ Источник: ММВБ (www.micex.ru).
- ⁴ С учетом сделок репо.
- ⁵ В 2001 г. он составлял 85,3%, в 2004 г. — 77,4%, по итогам 2006 г. — 72,1%. Подробнее о динамике российского показателя концентрации по капитализации и об аналогичных показателях в других странах см. раздел 1 части II настоящего доклада.
- ⁶ Этот термин традиционно употребляется в России в ином значении, чем на развитых рынках, где «голубыми фишками» обычно именуют акции компаний с достаточно длительной историей и сравнительно высокой степенью предсказуемости рыночного поведения. Четких критериев отнесения акций к «голубым фишкам» в России нет.
- ⁷ По данным ЦРФР.
- ⁸ По данным ЦРФР.
- ⁹ Учитываются сделки, информация по которым поступала в Национальный депозитарный центр (НДЦ).
- ¹⁰ По данным агентства Cbonds и ММВБ.
- ¹¹ По данным Минфина России: <http://www1.minfin.ru/common/img/uploaded/library/2008/02/sddolgmestb2008.pdf>.
- ¹² По данным Минфина России: http://www1.minfin.ru/ru/public_debt/external/structure/index.php?id4=2108
- ¹³ По данным Банка России: http://www.cbr.ru/statistics/bank_system/print.asp?file=4-2-5_07.htm.
- ¹⁴ <http://www.cbonds.info/ru/rus/news/index.phtml/params/id/391016>.
- ¹⁵ Источник: сайт НЛУ http://www.nlu.ru/stat-count_pifs.htm?s=&b=&fd=01&fm=01&fy=2008.
- ¹⁶ Определение схемы коллективного инвестирования см., напр.: Principles for the Regulation of Collective Investment Schemes// Report on Investment Management of the Technical Committee of IOSCO, July 1995 (www.iosco.org).
- ¹⁷ Источник: www.micex.ru, www.rts.ru. Некоторые паи допущены к торгам на обеих биржах.
- ¹⁸ Рассчитано по данным РТС и ММВБ.
- ¹⁹ Данный тезис всесторонне обоснован в работах Р. Коуза и других основоположников институциональной экономики.

- ²⁰ Источник: РТС.
- ²¹ Источник: ММВБ.
- ²² В том числе с учетом перекрестного владения акциями.
- ²³ См.: Грозовский Б.. «Главный собственник страны»//«Ведомости», 13.02.2007.
- ²⁴ Существует методологическая проблема, следует ли включать в состав российских IPO на внешних рынках те компании, активы которых являются исключительно или преимущественно российскими, но которые при этом зарегистрированы по законодательству иных стран (например, «Пятерочка», «ЕвразХолдинг» и др.), а также компаний, где смешаны российские, украинские, казахстанские и т.п. активы. Мы в данном случае их не учитываем.
- ²⁵ Строго говоря, такие операции не являются «размещением» в том значении данного термина, которое определено законом «О рынке ценных бумаг» («Размещение эмиссионных ценных бумаг - отчуждение эмиссионных ценных бумаг эмитентом первым владельцам путем заключения гражданско-правовых сделок»). Иногда пресса и аналитики брокерских компаний именуется такие операции IPO, что не соответствует классической трактовке данного термина. Под IPO, как правило, понимают первое публичное предложение акций, осуществляемое от имени самой компании. При этом в организации такого предложения наряду с самой компанией-эмитентом могут участвовать также и ее акционеры. Однако процесс публичного предложения акций, в ходе которого предложение делается **только** от имени акционеров, существенно отличается от «настоящего» IPO по правовым, технологическим, ценовым и некоторым иным параметрам. Вместе с тем объемы пакетов акций, проданных в ходе таких операций, необходимо учитывать для получения информации о потенциальной емкости рынка публичных размещений крупных пакетов.
- ²⁶ По данным Центра развития фондового рынка.
- ²⁷ По данным Центра развития фондового рынка.
- ²⁸ Общая численность клиентов FORTS на 01.01.2008 составляет 23,6 тыс.
- ²⁹ Данные Национальной лиги управляющих.
- ³⁰ Данные Национальной лиги управляющих.
- ³¹ 5 февраля 2007 г. было принято Постановление Правительства РФ № 63, утвердившее новые Правила размещения средств пенсионных резервов НПФ. В соответствии с ним векселя исключены из перечня разрешенных активов, и в течение 3 лет НПФ должны будут постепенно избавиться от них. Приобретать новые векселя за счет средств пенсионных резервов НПФ не могут с момента вступления Постановления в силу. Пенсионные накопления по обязательному пенсионному страхованию с самого начала нельзя было вкладывать в векселя.
- ³² Индекс концентрации рынка Херфиндала — Хиршмана (НИ) рассчитывается путем возведения в квадрат процентной доли на рынке каждого участника и суммированием полученных результатов:
$$НИ = (D1)^2 + (D2)^2 + \dots + (Dm)^2,$$
где D_i - доля на рынке i -го участника, выраженная в процентах;
 $i = 1, 2, \dots, m$.
- См., напр., Методические рекомендации по порядку проведения анализа и оценки состояния конкурентной среды на рынке финансовых услуг (утверждены Приказом МАП России от 31.03.2003 № 86).
- ³³ В сферах деятельности на фондовом рынке, где уровень конкуренции ниже (например, услуги расчетных депозитариев), тарифы российских финансовых посредников в несколько раз превышают уровень аналогичных организаций в США и Европе.
- ³⁴ Закон «О рынке ценных бумаг», ст. 48.
- ³⁵ Закон «Об инвестиционных фондах», ст. 57.
- ³⁶ Данные сайта ФСФР России.
- ³⁷ Corporate Governance Lessons from Transition Economy Reforms. — Princeton University Press. — Princeton, New Jersey. — 2006. — Р. 4, 6.
- ³⁸ Необходимые для расчета данные взяты из публикации: Ульянов А. И. О динамике дивидендных выплат крупнейших российских корпораций // Вопросы статистики. 2008. — № 1. С. 53.
- ³⁹ Corporate Governance Lessons from Transition Economy Reforms. — Princeton University Press. — Princeton, New Jersey. — 2006. — Р. 40, 45-48, 73-74.
- ⁴⁰ Найт Ф. Х. Риск, неопределенность и прибыль. М.: Издательство «Дело», 2003. С. 339.
- ⁴¹ Рассчитано по: Consumer Expenditures in 2003. (US Bureau of Labor Statistics. Report 986. — June 2005. — P.3).

- ⁴² См.: Российский статистический ежегодник. 2004: Стат. сб./Росстат. М., 2004. С. 211, 304. Данные по этому показателю за более поздние годы Росстатом не публиковались.
- ⁴³ См.: Социально-экономическое положение России. Январь-март 2004. / Госкомстат России. М., 2004. С. 9.
- ⁴⁴ The 2008 Statistical Abstract. — Table 721 (<http://www.census.gov/compendia/statab/>).
- ⁴⁵ См.: Boston Consulting Group Ltd. Международный сравнительный анализ операционных и организационных аспектов деятельности бирж на фондовых рынках США, Франции, Польши и России. М., 2003. С. 24.
- ⁴⁶ Flow of Funds Accounts of the United States. Table L.213 (<http://www.federalreserve.gov/releases/z1/>).
- ⁴⁷ В своей знаменитой «Общей теории занятости, процента и денег» Дж. М. Кейнс сравнивает ситуацию спекулятивного равновесия с газетным конкурсом красоты (“beauty contest”), в ходе которого читатели оценивают красоту манекенщиц по снимкам в газете, а премию получает тот, чья оценка оказывается ближе всего к «истинной», т.е. усредненной (см. *Keynes J.M.* “The General Theory of Employment, Interest, and Money”, N.Y.: Harcourt Brace Publ., 1936. P. 156). При этом участники начинают выдавать не свою собственную оценку красоты, а стремятся угадать будущую среднюю. Подобного рода поведение изучается в теории аукционов.
- ⁴⁸ По словам Дж. Акерлофа, «во-первых, субъекты обладают предпочтениями не только относительно состояний реального мира, но и предпочтениями относительно собственных представлений о состояниях реального мира. Во-вторых, субъекты обладают определенными возможностями управлять своими собственными представлениями. Люди способны не только осуществлять в известной мере выбор между своими представлениями с учетом имеющейся информации, они также способны манипулировать собственными представлениями, выбирая источник такой информации, которая с наибольшей вероятностью подтвердит “желательные” представления» (*Akerlof G.A.* “The Economic Theorists’s Book of Tales”. Cambr.; L.: Cambridge Univ. Press, 1984. P. 124). Следовательно, наше «объяснение не может основываться на предположении о неверной осведомленности субъектов — если субъекты верят во что-то, что отличается от действительности, то они поступают так по своему собственному выбору» (*Ibidem.* P. 143).
- ⁴⁹ С двухнедельным скользящим базисным периодом.
- ⁵⁰ При заданном уровне приемлемых издержек на переработку информации (см. *Simon H.A.* “Rational Decision Making in Business Organizations” / “Advances in Behavioural Economics” // Green L. e.a. (eds.). Norwood: Ablex Publishing Co., 1987. P. 32).
- ⁵¹ Несмотря на наличие более широкого индекса ММВБ, избранный (ММВБ 10) можно считать достаточно представительным, поскольку в него включены бумаги эмитентов, отвечающих за 65% и более капитализации отечественного рынка акций.
- ⁵² Продолжительность периодов различна, поскольку учитываются наиболее информативные периоды, дающие наиболее рельефную картину. На российском рынке, обладающем «памятью», информативный период длиннее.
- ⁵³ Из недавних исследований см. *Евстигнеев В. Р.* «Ситуация на американском фондовом рынке и прогнозирование российского рынка акций» / «Мировой фондовый рынок и интересы России» // Смыслов Д. В. (отв. ред.). М.: Наука, 2006. С. 220-249).
- ⁵⁴ См., напр., Rhodes-Kropf M., Viswanathan S. “Market Valuation and Merger Waves” // *The Journal of Finance*, vol. LIX, No. 6, December 2004. P. 2685-2717.

Часть II

- ¹ Показатель рыночной капитализации может учитывать как стоимость всех выпущенных акций, так и стоимость акций в свободном обращении. С теоретической точки зрения при анализе развития рынков, возможно, было бы целесообразно использовать не показатель «валовой капитализации», учитывающий стоимость акций, обращающихся на рынке, и акций во владении стратегических инвесторов и аффилированных лиц, а показатель «чистой капитализации», т.е. рыночную стоимость акций в свободном обращении. Однако надежных данных, адекватно отражающих размер free float, не существует. Поэтому в дальнейшем мы используем показатель «валовой капитализации», кроме специальных фрагментов, в которых мы отдельно исследуем вопрос влияния размера free float на те или иные характеристики фондового рынка.
- ² Бразилия, Россия, Индия, Китай.
- ³ Следует подчеркнуть, что ускорению роста фондовых индексов в России в 2006 году способствовала также либерализация рынка акций Газпрома.

- ⁴ По данным Центра развития фондового рынка.
- ⁵ IOSCO – Международная организация регуляторов рынка ценных бумаг.
- ⁶ Более высокими темпами капитализации отличается в целом биржа Euronext. Однако в структуре капитализации данной биржи доля капитализации французских компаний растет. Поэтому достаточно высокий темп роста капитализаций компаний иной национальной принадлежности на этой бирже следует признать скорее в качестве результата “гонки за лидером”, чем в качестве самостоятельного результата.
- ⁷ Квалифицированные иностранные институциональные инвесторы.
- ⁸ Акции данного класса номинируются в юанях и предназначены исключительно для китайских инвесторов. Помимо этого, в результате мер, реализованных в 2002 году, доступ на фондовый рынок получили профессиональные институциональные инвесторы. Акции класса “B” – обыкновенные акции иностранных компаний, номинированные в долларах США или гонконгских долларах, котирующиеся на внутреннем китайском рынке. Существуют также классы акций, обозначающие акции, торгуемые на иностранных рынках, — акции класса “H”, котирующиеся на Гонконгской фондовой бирже, акции класса “N”, котирующиеся на Нью-Йоркской фондовой бирже, акции класса “S”, котирующиеся на бирже Сингапура, и акции класса “T”, котирующиеся на Токийской бирже (по данным Ernst&Young).
- ⁹ О более высокой устойчивости роста капитализации России свидетельствует более высокое значение R-квадрат. Говорить о более высоких долгосрочных темпах роста позволяет более высокое российское значение коэффициента при переменной в регрессионных уравнениях.
- ¹⁰ В качестве параметров этих сценариев до 2010 года включительно использован оптимистичный сценарий, представляемый ФСФР России для разработки Прогноза социально-экономического развития России на 2008 год и на период до 2010 года. Последующие точки для построения сценарных прогнозов рассчитаны самостоятельно. Разница значений после 2010 года – это доверительный интервал возможных значений, из которых ряд минимальных значений формирует вариант 1, а ряд максимальных значений формирует вариант 2.
- ¹¹ Прогнозные показатели, рассчитанные на основе данного тренда, в настоящее время уже сильно отличаются от существующего уровня российской капитализации. Это связано с наличием в течение 1997–2005 гг. точек с исключительно низкими значениями капитализации, а также с тем фактом, что вплоть до 2004 года капитализация России ни разу не превышала уровень в 200 млрд долл. Однако другие (нелинейные) инерционные тренды обладают существенно меньшей степенью объяснимости, чем линейный тренд, и поэтому прогнозирование на их основе не может быть ни корректным, ни достоверным.
- ¹² Заметим, кстати, что не было выявлено и значимой связи между количеством торгуемых акций и волатильностью рынка, хотя отдельными экспертами предполагается существование между этими параметрами устойчивой отрицательной связи. Такая связь характерна лишь для ограниченного круга стран (не более 10) с развивающимися финансовыми рынками.
- ¹³ Однако проведение такого варианта анализа было вызвано тем фактом, что некоторые российские исследователи фондового рынка применяют именно такой анализ взаимного влияния различных факторов.
- ¹⁴ Необходимо уточнить, что требуется выход на рынок большого количества по-настоящему инвестиционно привлекательных компаний, обладающих высоким потенциалом долгосрочного роста капитализации. Простое увеличение количества компаний, выходящих на рынок, может привести к обратному эффекту в случае, если многие из этих компаний не обладают долгосрочным потенциалом. В этом случае выход большого количества компаний на рынок при возникновении кризисных явлений на мировом рынке капитала лишь усилит глубину падения рынка в эти моменты и будет способствовать торможению роста капитализации в долгосрочном плане. Поэтому задача должна быть сформулирована следующим образом: обеспечение существенного прироста капитализации за счет активного выхода на рынок новых компаний, прошедших жесткий эффективный отбор, осуществляемый участниками рынка на основе эффективных (т.е. обеспечивающих одновременно и интенсивный поток, и достаточную жесткость отбора) правил допуска (включая правила проведения IPO).
- ¹⁵ Сравнить российские данные по отраслевой концентрации капитализации с аналогичными показателями других стран не представляется возможным по причине отсутствия таких данных в систематизированном виде.
- ¹⁶ По данным Мировой федерации бирж, существенно отличающихся от данных S&P, более высокая концентрация национальной капитализации, чем в России, наблюдается также в Аргентине.
- ¹⁷ Рассчитано по данным Мировой федерации бирж.

- ¹⁸ Если учитывать данные по 95 крупнейшим национальным рынкам акций, доля России в 2004 году составляла 0,73%, в 2005 году – 1,22%, в 2006 году – 2,00%.
- ¹⁹ Так как для надежного определения границ полосы возможных значений достаточно иметь хотя бы одно прогнозное значение, длина ряда фактических значений в 11 вполне достаточна для этого.
- ²⁰ При этом устойчивость линейной регрессии недостаточна, однако другие формы регрессионных зависимостей имеют еще более низкие показатели устойчивости регрессионной связи. Поэтому линейный тренд принят в качестве нижней границы указанной полосы.
- ²¹ Коэффициенты комбинаторики трендов формировались на основе трех факторов: 1) уровня показателей, характеризующих устойчивости регрессионных уравнений трендов; 2) вероятности реализации полиномиальных и линейных зависимостей в экономических процессах среднесрочного характера; 3) результатов прогноза развития фондового рынка (оптимистического варианта) на период 2008–2010 гг., используемого при формировании прогноза социально-экономического развития России на этот период.
- ²² Прогноз доли Китая в мировой капитализации невозможен по причине крайне неустойчивого тренда, построенного по фактическим значениям.
- ²³ Самуэльсон Пол Э., Нордхаус Вильям Д. Экономикс: Пер. с англ. 16-е изд. – М.: Издательский дом «Вильямс», 2005. – с. 389.
- ²⁴ Источник – Центр развития фондового рынка.
- ²⁵ Там же.
- ²⁶ Там же.
- ²⁷ Там же.
- ²⁸ Там же.
- ²⁹ Там же.
- ³⁰ Среди тех корпораций, которые в перспективе могут стать транснациональными, проекты IPO реализовали «Роснефть», «Мечел», «Северсталь», АФК «Система», Магнитогорский металлургический комбинат, Сбербанк, ВТБ. При этом следует учитывать, что реализация проекта IPO «Роснефти» была вызвана необходимостью срочного погашения долгов, возникших в связи с выкупом активов ЮКОСа.
- ³¹ Все существующие среднесрочные и долгосрочные прогнозы при определении величины инвестиций в основной капитал и прочих объемных характеристик инвестиционного процесса используют цены 2000–2005 гг. Поэтому следует иметь в виду, что предлагаемые далее оценки в ценах 2020 года имеют крайне низкий уровень обоснованности.
- ³² Levine R., Zervos S. Stock Market, Banks, and Economic Growth. // The American Economic Review. 1998. Vol. 88. P. 537–558.
- ³³ Atje R., Jovanovic B. Stock Markets and development. // European Economic Review. 1993. April. P. 632 – 640.
- ³⁴ При этом мы пока никак не учитываем уровень ликвидности китайского рынка акций, сложившийся в 2007 году.
- ³⁵ По данным Мировой федерации бирж (см. раздел Shareownership Survey на сайте Мировой федерации бирж (www.world-exchanges.org)).
- ³⁶ В группу восьми крупнейших развитых финансовых рынков входят: США, Япония, Великобритания, Германия, объединенный рынок Euronext (включающий рынки Франции, Голландии, Бельгии и Португалии), Канада, Италия, Швейцария. В группу 11 стран с крупнейшими развивающимися рынками входят Бразилия, Гонконг, Индия, Китай, Корея, Мексика, Польша, Россия, Тайвань, Турция, Южная Африка. В данном случае соотношение между объемом сделок с акциями и капитализацией по группе стран рассчитывалось как соотношение сумм значений объемов сделок и сумм значений национальной капитализации.
- ³⁷ Об этом свидетельствует постоянный положительный коэффициент корреляции, иногда достигающий значимых (с точки зрения статистической трактовки связи) величин – до 0,6.
- ³⁸ IMF. World Economic Outlook. September, 2006. Chapter 4, p.5. (www.imf.org).
- ³⁹ См., например, Rottersman, M., The Early History of Mutual Funds (www.fundexpenses.com/root/data/Book/Early_History_of_Mutual_Funds.htm).
- ⁴⁰ Необходимо отметить, что самостоятельно рассчитанные показатели концентрации оборота на основе официальной информации фондовых бирж России дают более высокие значения – 93,9% в 2006 году и 90,8% в 2007 году (подробнее см. часть I, стр. 4).

- 41 В соответствии с определением биржевой сделки, содержащимся в документах ФСФР России, это сделка, которая заключена на торгах организатора торговли, имеющего лицензию фондовой биржи (имеется в виду, естественно, лицензия фондовой биржи, выданная российским регулятором). Таким образом, сделки, заключенные на торгах иностранных фондовых бирж (которые не имеют лицензии фондовой биржи, выданной российским регулятором и, следовательно, не являются фондовыми биржами с точки зрения российского регулирования), не могут быть отнесены к биржевым сделкам, по крайней мере, в рамках ведомственной статистики ФСФР России.
- 42 Открытость экономики Гонконга в целом и финансовой системы, в частности, настолько высока, что позволяет Банку международных расчетов классифицировать Гонконг как офшорный центр наряду с Сингапуром, Каймановыми островами, Багамами, Бермудами, Панамой и более мелкими офшорными территориями. Офшорный характер Гонконга, безусловно, способствует концентрации финансового капитала и тем самым повышает его капитализацию.
- 43 Simon S. M. Ho, Robert Haney Scott, Kie Ann Wong. *The Hong Kong Financial System. A new Age.* – Oxford University Press. 2004. P. 47. По данным Ernst&Young, на основной площадке Гонконгской биржи компании финансового сектора составляют 41%.
- 44 По данным Ernst&Young, на конец 2006 года на долю компаний материкового Китая приходилось 50% суммарной рыночной капитализации Гонконга.
- 45 Следует особо подчеркнуть, что весь прирост количества акций, торгуемых на Гонконгской бирже, обеспечивается в течение последних 25 лет за счет компаний, проводящих IPO.
- 46 За период 1994–2001 гг. объем IPO в Гонконге составлял около 5% ВВП – Simon S. M. Ho, Robert Haney Scott, Kie Ann Wong. *The Hong Kong Financial System. A new Age.* – Oxford University Press. 2004. P. 223.
- 47 Ibid. P. 66.
- 48 Подробнее о реализации Программ защиты инвесторов в разных странах см. Эффективный рынок капитала: Экономический либерализм и государственное регулирование / Под ред. И.В.Костикова. – М.: Наука, 2004. Т. 1. С. 403–406.
- 49 Simon S. M. Ho, Robert Haney Scott, Kie Ann Wong. *The Hong Kong Financial System. A new Age.* – Oxford University Press. 2004. P. 224.
- 50 К сожалению, нет данных о совокупном уровне free float в целом по всему рынку Гонконга.
- 51 Hong Kong Exchanges and Clearing Limited. *Retail Investor Survey 2004.* 18 January 2005.
- 52 По данным Росстата. По состоянию на 1 января 2005 года.
- 53 Транснациональные компании, или транснациональные корпорации (ТНК), – крупные финансово-промышленные (или промышленные, или финансовые) группы, компании которых функционируют в различных странах мира. Национальная принадлежность ТНК обычно определяется по месту регистрации штаб-квартиры ТНК (холдинговой компании, владеющей прямо или опосредованно контрольными пакетами компаний группы).
- 54 Такая устойчивость обеспечивается за счет формирования более качественных структурных характеристик рынка, обеспечивающих его внутреннюю «упругость». К таким характеристикам, в частности, следует отнести характеристики структуры инвесторов (высокая доля мелких частных инвесторов, высокая доля долгосрочных инвесторов и т.д.), структуры инструментов (широкое разнообразие предлагаемых инвесторам инструментов фондового рынка, развитая инструментальная структура финансового рынка в целом; низкая концентрация на отдельных секторах рынка), высокий уровень конкуренции финансовых организаций и т.д.
- 55 В данном случае под термином «кэптивный» мы понимаем дочерний или зависимый характер финансовых организаций, функционирующих на рынке, и, соответственно, выполнение ими функций обслуживания материнской (холдинговой) компании в ущерб выполнению функций, осуществляемых на рыночных основаниях.
- 56 Например, Е. Е. Гавриленков («Тройка Диалог») и К. В. Тремасов (Банк Москвы).
- 57 Аналогичное соотношение по странам с развивающимися рынками отличается существенно большим разбросом значений, но также с близкой медианой. Соотношение, рассчитанное по 18 развивающимся рынкам, составляет на конец 2005 года 2,29. Соотношение по 15 развивающимся рынкам (за вычетом отклоняющихся от медианы более чем в 3 раза) – 1,58.
- 58 Если в качестве ориентира соотношения между емкостью внутреннего рынка корпоративных облигаций и емкостью рынка корпоративных еврооблигаций выбрать медиану по развивающимся рынкам, то точкой перелома тенденции будет 2 квартал 2009 года, что несущественно изменяет прогноз времени перелома тенденции.
- 59 Рассчитано по данным Банка России.

- ⁶⁰ Они могут в любой момент выкупить с рынка свои облигации и разместить другие облигации, с более приемлемыми параметрами.
- ⁶¹ Стартовые темпы роста всегда при прочих равных условиях выше («рост с нуля» всегда более активный), поэтому их сохранение на протяжении длительного периода времени формирует максимально высокий темп роста в долгосрочном периоде.
- ⁶² В данном случае мы не учитываем те страны, в которых не существует рынка корпоративных облигаций (Польша, Турция, Хорватия, Словакия и др.).
- ⁶³ Задача линейного программирования – инструмент поиска оптимальных решений, в которой оптимум функции ищется в рамках заданных линейных ограничений.
- ⁶⁴ Степень активности такой практики можно оценить как в количественных показателях, так и качественно. Для нас в данном случае более ценна качественная оценка. Мы предполагаем, что государство должно обеспечивать возможность гарантирования частных заимствований по проектам, имеющим важное социально-экономическое значение. Однако при этом гарантирование государством частных займов не должно вести к увеличению нагрузки на государственный бюджет, а отбор проектов, по которым осуществляется государственное гарантирование, должен осуществляться в точном соответствии с прозрачными и понятными критериями. В современной российской ситуации, характеризующейся низким качеством государственных институтов, активное предоставление государством поручительств по частным займам чревато разбазариванием государственных ресурсов. В странах с более высоким качеством государственных институтов активное предоставление государством поручительств по частным заимствованиям ведет к отбору действительно эффективных (с точки зрения системного воздействия на экономику) проектов и, соответственно, к росту объемов частных заимствований без ущерба для финансовой устойчивости государства.
- ⁶⁵ Ограничение роста государственного долга в данном случае также более ценно на качественном уровне, нежели на уровне определения каких-либо числовых значений. На рост рынков корпоративных облигаций позитивно влияет само наличие механизмов, не допускающих безудержного роста государственного долга. На практике такие механизмы опираются на количественные показатели (например, на показатель соотношения государственного долга и валового внутреннего продукта, на показатель соотношения прироста государственного долга и прироста валового внутреннего продукта, на показатель соотношения государственного долга и доходов бюджета и т.д.), но важнее всего сам факт наличия таких эффективно работающих механизмов.
- ⁶⁶ Лялин С. В. Корпоративные облигации: мировой опыт и российские перспективы. М.: Дэкс-пресс, 2002. С. 117.
- ⁶⁷ Эффект вытеснения (crowding-out effect) – вытеснение частного спроса государственным в результате увеличения объемов правительственных займов. Различают: прямой эффект вытеснения (непосредственное замещение на облигационном рынке бумаг частного сектора государственными облигациями), эффект вытеснения ожидаемый (в результате роста государственных займов изменяются ожидания процентных ставок, что ведет к снижению склонности к инвестированию, и, как следствие - отсекает от рынка часть частных эмитентов), транзакционный эффект вытеснения (вытеснение в результате непосредственного воздействия роста государственных займов на процентную ставку) и некоторые другие. Подробнее см. Головачев Д. Л. Государственный долг. Теория, российская и мировая практика. М.: ЧеРо, 1998. С. 88 – 90.
- ⁶⁸ Статистика WFE по срочному рынку за 2007 год доступна еще не по всем рынкам.
- ⁶⁹ Статистика WFE по срочному рынку за 2007 год доступна еще не по всем рынкам.
- ⁷⁰ А именно – возможность совершить хеджерскую сделку в достаточном объеме в течение короткого временного промежутка без значительных колебаний рынка и без существенного отклонения котировок на срочном рынке от теоретических фьючерсных цен, рассчитанных на основе спот-цен.
- ⁷¹ Социологическое исследование, проведенное в конце июня–начале июля 2006 года Фондом «Общественное мнение» и исследовательской компанией «Сальвадор Д», выявило предельную оценку количества лиц, потенциально готовых инвестировать в акции российских компаний, в размере 10 млн человек.
- ⁷² Причиной этого является тот очевидный факт, что данная услуга не ориентирована на широкие массы частных инвесторов. Профессиональные участники рынка ценных бумаг, оказывающие данную услугу на российском фондовом рынке, устанавливают достаточно высокое требование к минимальному размеру управляемого портфеля – как правило, от 100 до 500 тыс. долларов. Необходимость установления таких ограничений обусловлена тем, что только в случае высокого размера управляемого портфеля предоставление данной услуги может быть вы-

годно для управляющего, с одной стороны, и обеспечивать низкий уровень риска (посредством диверсификации) для инвестора, с другой стороны.

- ⁷³ По данным статистического бюро США, в США акциями владеют 48,2% домохозяйств - US Census Bureau. Statistical Abstract of the United States: 2002. P. 737. Вместе с тем в США в последние годы активно растет роль институтов коллективных инвестиций. Так, ICI приводит данные, что инвестфонды являются крупнейшим в структуре держателей акций в США и их доля составляет 25%. В инвестфондах сосредоточено 23% финансовых активов домохозяйств, и эта доля постоянно растет (см. http://www.icifactbook.org/fb_sec1.html). По данным ICI, инструментами взаимных фондов владеет также 48,0% домохозяйств (55 млн домохозяйств, или 96 млн индивидуальных счетов) – см. http://www.icifactbook.org/fb_sec6.html
- ⁷⁴ По данным Корейской биржи, в Корее 8% населения владеют акциями, при этом в совокупности корейское население владеет 45% корпоративной собственности страны.
- ⁷⁵ А. Ослон, Ю. Мишкенене. Портрет гражданина инвестора. // Ведомости. 19 июля 2006 г.
- ⁷⁶ Социальные ресурсы массового инвестирования. Презентация по результатам георейтинга инвестиционных настроений граждан Российской Федерации. ФБ ММВБ, Фонд общественного мнения и Агентство «Сальвадор D». Москва, 2006.
- ⁷⁷ В сферах деятельности на фондовом рынке, где уровень конкуренции ниже (например, услуги расчетных депозитариев), тарифы российских финансовых посредников в несколько раз превышают уровень аналогичных организаций в США и Европе.
- ⁷⁸ Оценка текущего количества граждан, инвестирующих в акции с использованием брокерских услуг, была получена на основании следующих предположений. Количество физических лиц, имевших по состоянию на конец 2007 года брокерские счета, оценивалось в 418 тыс. человек. Количество физических лиц, купивших акции «Роснефти», составило 115 тыс. человек, акции Сбербанка – 30 тыс. человек, акции ВТБ – 131 тыс. человек. Мы предполагаем, что половина покупателей акций в ходе «народных» IPO уже имела счета, другая половина – нет. Поэтому совокупное количество физических лиц, инвестирующих в акции, в настоящее время (начало 2008 года) составляет примерно 560 тыс. человек.
- ⁷⁹ Заметим, что угол наклона данной прямой отличен от нуля, что означает учет и таких факторов, как рост потребительских цен и снижение внутренней покупательной способности рубля.
- ⁸⁰ Далее изложение поведения населения на фондовом рынке Гонконга опирается на материалы следующего исследования: Hong Kong Exchanges and Clearing Limited. Retail Investor Survey 2004. 18 January 2005.
- ⁸¹ По большинству стран статистика об активах инвестиционных фондов и ВВП доступна лишь за период по 2006 год.
- ⁸² По нашему мнению, принятые международными финансовыми институтами методы сопоставления уровня развития инвестиционных фондов по данным открытых и интервальных фондов позволяют более точно отразить связь между уровнем развития национальных форм коллективных инвестиций и показателями экономики и фондового рынка. В России именно открытые и интервальные ПИФы являются теми инвестиционными фондами, которые ориентированы на привлечение средств розничных инвесторов в ценные бумаги.
- ⁸³ В Китае законодательство об открытых инвестиционных фондах было принято только в 2000 г. В настоящее время здесь преобладают закрытые инвестиционные фонды, число которых составляет 54 с совокупной стоимостью СЧА около 16 млрд долл. При этом закрытые фонды столкнулись с проблемой ликвидности их акций, на вторичном биржевом рынке акции данных фондов торгуются с дисконтами до 37% от их стоимости по СЧА. В 2001 г. в Китае был создан первый открытый инвестиционный фонд, и в настоящее время в стране набирает силу процесс преобразования закрытых инвестиционных фондов в открытые фонды.
- ⁸⁴ Статистика о пенсионных резервах по странам доступна лишь по 2006 год.
- ⁸⁵ OECD. Financial Market Trends, № 90, April 2006, с.160.
- ⁸⁶ Об этих оценках более подробно см. доклад Инвестиционный климат в России. М.: РСПП. 2006.
- ⁸⁷ Более подробный анализ оценки факторов инвестиционного климата России со стороны CalPERS см. Данилов Ю. Сбитый прицел. // Эксперт. 2006. № 33.
- ⁸⁸ Статистика OECD об активах страховых организаций доступна лишь за 2005 год.
- ⁸⁹ Числовые значения параметров идеальной модели приводятся в рамках гипотезы сохранения сложившихся в последние 10–15 лет трендов развития мирового финансового рынка.

Часть III

- ¹ The Global Financial Centres Index. March 2007. – L., City of London. 2007.
- ² The Global Financial Centres Index. September 2007. – L., City of London. 2007.
- ³ Утверждена приказом Председателя Агентства Республики Казахстан по регулированию деятельности регионального финансового центра города Алматы от 8 декабря 2006 года № 68.
- ⁴ Авторы благодарят И. А. Розинского за предоставленные материалы о государственной политике Польши на финансовом рынке.
- ⁵ В соответствии с унифицированным регулированием ЕС условия размещения на Варшавской фондовой бирже являются общими для всех рынков ЕС (в соответствии с директивой 809/200), следовательно, последующие размещения той же компании с тем же проспектом могут быть проведены на любой другой фондовой бирже Европы. Листинг на ВФБ позволяет компании в дальнейшем торговаться на любой другой основной фондовой бирже Европы.
- ⁶ По оценкам Варшавской фондовой биржи, совокупный потенциальный спрос внутренних инвесторов на ценные бумаги составляет 175 млрд евро.
- ⁷ По данным Варшавской фондовой биржи, доля нерезидентов в совокупном инвестиционном спросе на биржевых торгах составляет около 40%.
- ⁸ По данным Варшавской фондовой биржи, затраты на IPO в Варшаве составляют лишь 5–7%. Среднеарифметическая стоимость размещения, по данным Варшавской фондовой биржи, составляет 6%, в то время как в Лондоне – 18% (также по данным Варшавской фондовой биржи).
- ⁹ По данным Варшавской фондовой биржи, в 2004–2005 гг. 44% всех IPO на Варшавской бирже имели объем менее 10 млн евро, 45% – от 10 до 100 млн евро и лишь 11% – свыше 100 млн евро.
- ¹⁰ Committee on Payment and Settlement Systems (CPSS)
- ¹¹ Technical Committee of the International Organization of Securities Commissions (IOSCO)
- ¹² По данным, опубликованным на сайте Банка России по состоянию на 24 марта 2008 года, к участию в этой системе в качестве прямых участников расчетов допущено 18 кредитных организаций. Первые платежи прошли в декабре 2007 года.
- ¹³ Данная возможность на момент подготовки настоящего Исследования была предусмотрена поправками в Федеральный закон «О рынке ценных бумаг», но не была еще реализована.

