

ПРОЕКТ

Дискуссионный материал

НАУФОР

ИДЕАЛЬНАЯ МОДЕЛЬ  
ФОНДОВОГО РЫНКА РОССИИ  
НА СРЕДНЕСРОЧНУЮ ПЕРСПЕКТИВУ  
(ДО 2015 ГОДА)

Москва

2006



# 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 во второй 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 начинает рассматривать его в качестве основного источника привлеченных ресурсов для финансирования инвестиций в основной капитал и поглощения конкурентов. В 2006 году намечился значительный рост числа граждан, которые инвестируют или предполагают инвестировать в инструменты фондового рынка. Однако российский фондовый рынок пока еще не является значимым для большинства населения инструментом накопления капиталов и для большинства предприятий источником инвестиционных ресурсов, 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 и в совокупном объеме сделок с российскими акциями. 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. Цель и задачи исследования

В рамках настоящего исследования предпринята попытка описать идеальную модель развития российского фондового рынка на среднесрочную перспективу (в качестве ориентира выбран 2015 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.**

Основные экономические и социальные функции фондового рынка для современной российской ситуации – это<sup>1</sup>:

- 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.

### 3. 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.

### 4. 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 среднесрочной (10-летней) 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 третьем этапе, который предстоит осуществить в будущем, будут определены ключевые факторы, улучшение которых в наибольшей степени способствует достижению целевых значений выбранных показателей и повышению эффективности всей модели фондового рынка России в целом. На основе этого будут выработаны рекомендации по совершенствованию модели фондового рынка России в выбранных ключевых направлениях. Иначе говоря, третий этап будет посвящен определению путей перехода к идеальной модели фондового рынка.

Соответственно этапам исследовательской работы на три части делится и предлагаемый доклад. Первая часть отвечает на вопрос «что есть сейчас?», вторая часть отвечает на вопрос «что будет, если развитие будет происходить оптимальным образом?», а третья часть, как предполагается, даст 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**.

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.

## 5. 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 пересмо-

тру 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 лет<sup>2</sup>. 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 OECD<sup>3</sup>, 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.

## 6. 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 фонда «Центр развития фондового рынка», к.э.н.;

Кокорев Ростислав Александрович – заведующий сектором фонда «Бюро экономического анализа», 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.;

Смирнова Лариса Михайловна – советник председателя правления Национальной ассоциации участников фондового рынка;

Шабунина Елена Алексеевна – начальник Правового управления НАУФОР.

**Авторы выражают благодарность:**

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

ПАРТАД, НЛУ, Cbonds – за предоставленную информацию.

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.

# Часть I. Российский фондовый рынок: современное состояние

## 1. Инструментная структура

С точки зрения инструментной 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 общества<sup>4</sup>. 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. На сайте информационного агентства АК&М имеются сведения о 193 946 выпусках ценных бумаг по 79 740 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 01.08.2006 на биржах группы РТС в котировальные списки всех уровней суммарно включено 66 выпусков обыкновенных и 13 выпусков привилегированных акций, а в состав внесписочных бумаг – еще 190 выпусков обыкновенных и 107 выпусков привилегированных акций<sup>5</sup>. В котировальные списки всех уровней Московской межбанковской валютной биржи (ММВБ) суммарно включено 43 выпуска обыкновенных и 15 выпусков привилегированных акций, а в состав внесписочных бумаг – еще 172 выпуска обыкновенных и 84 выпуска привилегированных акций<sup>6</sup>.

Суммарная капитализация российского рынка акций по итогам 2005 года составила 474 млрд долл. По состоянию на 01.12.2006 она увеличилась до 921 млрд долл. (в расчет включены компании, торгуемые как на ММВБ, так и в РТС).

Оборот российского биржевого рынка акций по итогам 2005 года составил 179,8 млрд долл., по итогам 1 полугодия 2006 г. – 265 млрд долл. Подавляющая часть этого оборота пришлась на ММВБ и биржи группы РТС.

Российский рынок акций отличается высокой концентрацией как по капитализации, так и по оборотам. Как видно из таблицы 1, на 10 наиболее капитализированных эмитентов по состоянию на 01.12.2006 приходится почти  $\frac{3}{4}$  от общей капитализации.

Данный показатель постепенно снижается, и это снижение весьма устойчиво. Однако он до сих пор остается чрезвычайно высоким по сравнению с большинством иностранных фондовых рынков<sup>7</sup>.

Рынок большинства акций остается недостаточно ликвидным, поскольку основная часть организованного оборота приходится на крайне немногочисленные выпуски наиболее активно торгуемых акций (так называемых «голубых фишек»)<sup>8</sup>. Эта концентрация особенно высока на ММВБ, причем в 2006 г. она еще возросла вследствие допуска к торговле на ММВБ акций «Газпрома»: на 10 наиболее ликвидных акций по итогам 1 полугодия 2006 года пришлось 96,3% от всех оборотов (см. таблицу 2). Для сравнения: по итогам 2004 года аналогичный показатель концентрации составлял 94,3%.

На биржах группы РТС концентрация ликвидности ниже, но и там она достаточно высока. Так, по итогам 1 полугодия на Биржевом рынке РТС на первую десятку эмитентов пришлось почти две трети оборота (см. таблицу 3).

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-



**Таблица 1.** Список наиболее капитализированных эмитентов (на 01.12.2006)

| Наименование                         | Капитализация, млрд долл. | Доля в общей капитализации, % |
|--------------------------------------|---------------------------|-------------------------------|
| 1 Газпром                            | 278,6                     | 30,2                          |
| 2 Роснефть                           | 82,7                      | 9,0                           |
| 3 ЛУКОЙЛ НК                          | 76,1                      | 8,3                           |
| 4 Сургутнефтегаз                     | 56,7                      | 6,2                           |
| 5 Сберегательный банк РФ             | 49,4                      | 5,4                           |
| 6 Единая энергетическая система, РАО | 41,2                      | 4,5                           |
| 7 ГМК Норильский никель              | 28,9                      | 3,1                           |
| 8 Газпромнефть                       | 19,5                      | 2,1                           |
| 9 НОВАТЭК                            | 18,2                      | 2,0                           |
| 10 МТС                               | 16,6                      | 1,8                           |
| Итого первая десятка                 | 668,0                     | 72,5                          |
| <b>Общая капитализация</b>           | <b>921,2</b>              | <b>100</b>                    |

Источник: ЦРФР.

**Таблица 2.** Список эмитентов, с акциями которых сделки на фондовом рынке ММВБ проводились наиболее активно (по итогам 1 полугодия 2006 г.)

| Эмитент                                | Доля в общем обороте, % |
|--|-------------------------|
| РАО «ЕЭС России»                       | 27,9                    |
| ОАО «Газпром»                          | 26,7                    |
| ОАО «Лукойл»                           | 15,9                    |
| ОАО «Сбербанк России»                  | 6,7                     |
| ОАО «ГМК «Норильский никель»           | 5,9                     |
| ОАО «Ростелеком»                       | 5,5                     |
| ОАО «Сургутнефтегаз»                   | 4,3                     |
| ОАО «МТС»                              | 1,8                     |
| ОАО «Уралсвязьинформ»                  | 0,8                     |
| ОАО «Газпром нефть» (бывш. «Сибнефть») | 0,8                     |
| <b>ИТОГО</b>                           | <b>96,3</b>             |

Источник: ММВБ.

**Таблица 3.** Список эмитентов, с акциями которых сделки на Биржевом рынке РТС проводились наиболее активно (по итогам 1 полугодия 2006 г.)

| Эмитент                      | Доля в общем обороте, % |
|------------------------------|-------------------------|
| ОАО «Сургутнефтегаз»         | 12,9                    |
| ОАО «Лукойл»                 | 11,5                    |
| ОАО «Сбербанк России»        | 9,7                     |
| РАО «ЕЭС России»             | 9,0                     |
| ОАО «НЛМК»                   | 5,6                     |
| ОАО АК «Транснефть»          | 3,5                     |
| ОАО «Северсталь»             | 3,3                     |
| ОАО «ГМК «Норильский никель» | 3,2                     |
| ОАО «Уралсвязьинформ»        | 3,1                     |
| ОАО МТС                      | 2,9                     |
| <b>ИТОГО</b>                 | <b>64,6</b>             |

Источник: РТС.

**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 (оценка)             | 47,1%                | 52,9                     |
| 1 полугодие 2006 (оценка) | 62,6%                | 37,4                     |

*Источник:* ФСФР России.

эмитентам. Первое публичное размещение (initial public offer – IPO) российских акций за рубежом произошло в 1996 году. 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 последние 10 лет (с ноября 1996 года по октябрь 2006 года) IPO на внутреннем и внешних рынках осуществили 22 компании<sup>9</sup>, зарегистрированные в России. Суммарно в ходе проведенных IPO этим компаниям удалось привлечь около 7,6 млрд долларов инвестиций. Еще 5,1 млрд долл. получили в ходе размещения акций этих компаний продающие акционеры. Кроме того, на внутреннем и внешнем рынках были также осуществлены 10 размещений акций российских компаний, в которых продавцами выступали исключительно акционеры. В ходе этих размещений<sup>10</sup> было продано акций на общую сумму 4,8 млрд долл.

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 американских или глобальных депозитарных расписок (ADR, ГДР) далеко превосходила внутреннюю (см. таблицу 4). 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.

## 1.2. Корпоративные облигации

Становление этого рынка происходило в России с существенным запозданием по сравнению с рынком акций и рынком государственных облигаций. До 1999 года облигации юридических лиц в обращении практически отсутствовали. Только с 1999 года 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. В базе данных агентства Cbonds на 01.08.2006 имеются сведения о 732 зарегистрированных выпусках корпоративных облигаций, из них в обращении находилось 413 выпусков. К торговле на ММВБ допущено 339 выпусков облигаций (из них 80 выпусков – в котировальных листах различных уровней, и 259 выпусков – внесписочные), а в РТС – 135 выпусков.

Общий объем корпоративных облигаций российских предприятий в обращении по номиналу на 1 декабря 2006 года составил 803,0 млрд руб<sup>11</sup>. Оборот российского вторичного биржевого рынка корпоративных облигаций в 2005 году, по данным агентства Cbonds, составил 906,1 млрд руб., за 7 месяцев 2006 г. – 945,8 млрд руб. Внебиржевой оборот рынка облигаций, по данным агентства Cbonds, составил в 2005 году 608,2 млрд руб., а за 6 месяцев 2006 г. – 327,8 млрд руб.

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. В настоящее время, по данным агентства Cbonds, в обращении находится 158 выпусков корпоративных еврооблигаций 77 эмитентов (включая банки) общим номиналом около 49,7 млрд долл. (причем более трети этой суммы – 17,5 млрд долл. – приходится всего на двух эмитентов – Газпром и Внешторгбанк)<sup>12</sup>. Оценить оборот данного рынка не представляется возможным.

### 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 01.11.2006 общий объем государственного внутреннего долга в форме рублевых облигаций составлял по номиналу 984,4 млрд руб.

Рынок государственного внешнего долга Российской Федерации включает в себя сопоставимые объемы государственных облигаций. По данным Минфина РФ, из 50,1 млрд долл. внешнего долга РФ (по состоянию на 01.10.2006) около 3/4 приходится на облигации: 30,9 млрд долл. – на еврооблигации и 5,7 млрд долл. – на облигации внутреннего государственного валютного займа (ОВГВЗ).

Облигации субъектов Российской Федерации и муниципальные облигации уступают по объему как федеральным, так и корпоративным облигациям. По данным агентства Cbonds, на 01.07.2006 в обращении находились 105 выпусков рублевых облигаций 32 субъектов РФ и 14 муниципальных образований общим объемом по номиналу 212,6 млрд руб. Кроме того, в обращении находились три выпуска еврооблигаций Москвы и Башкортостана общим объемом по номиналу 45 млн долл. и 374 млн евро.

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. Общий объем облигаций Банка России в обращении на 01.07.2006 составлял 164,8 млрд руб. (по номиналу), оборот за 1 полугодие 2006 года – 21,7 млрд руб. (данные Банка России).

### 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 01.08.2006 объем выпущенных банками векселей составляет 735 млрд руб., при этом рублевые векселя – 602 млрд руб., валютные – 133 млрд руб.<sup>13</sup>. Однако следует учитывать, что почти 2/3 из них (484 млрд руб.) являются краткосрочными – они выпущены на срок менее 1 года. Надежная статистика по рынку небанковских векселей практически отсутствует. Однако если такая временная структура характерна и для небанковского сегмента вексельного рынка, 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, выполняют сегодня в России функцию коммерческих ценных бумаг (commercial papers).

Определенный интерес для оценки объемов вексельного рынка представляют опросы основных операторов данного сегмента рынка. Однако разброс экспертных оценок очень велик: так, в ходе опроса 20 банков и финансовых компаний об объемах вексельного рынка по итогам декабря 2005 года объем рынка был оценен от 90–140 млрд руб. (минимальная оценка) до 400–500 млрд руб. (максимальная оценка); наиболее вероятный диапазон – 347–373 млрд руб. Следует учитывать, что здесь речь идет о суммарной номинальной стоимости векселей, обращающихся на рынке, а не всех выпущенных векселей. Соотношение банковских и небанковских векселей различные эксперты оценивали в диапазонах от 90/10% до 60/40%. Оценки среднедневных оборотов по итогам того же периода варьировали от 1,5–1,8 млрд руб. до 50–55 млрд руб., наиболее вероятный диапазон – от 5,6 до 10,6 млрд руб.<sup>14</sup>.

В первой половине 2006 года объем вексельного рынка был оценен ведущими операторами от 70–85 млрд руб. (минимальная оценка) до 420–440 млрд руб. (максимальная оценка), наиболее вероятный диапазон – 375–405 млрд руб. Оценки среднедневных оборотов по итогам того же периода варьировали от 2–2,5 до 55–60 млрд руб., наиболее вероятный диапазон – 8–10 млрд руб.<sup>15</sup>. В торговых системах НКС и РВС в мае 2006 года котировались векселя более чем 160 организаций.

## 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 клиентов 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. На 31.10.2006 в России было 577 работающих ПИФов, совокупная стоимость их чистых активов составляла 365,8 млрд руб. Из них 72,7 млрд руб. приходилось на открытые фонды, 51,2 млрд руб. – на интервальные фонды и 241,9 млрд руб. – на закрытые фонды. 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 инвестирования<sup>16</sup>.

Вторичный рынок инвестиционных паев развит слабо. Формально к торгам на ММВБ допущены паи 97 различных ПИФов (в том числе два – в котировальном списке Б), а к торгам в РТС – паи еще 10 ПИФов (в том числе один – в котировальном списке А2); однако совокупный биржевой оборот по всем паям в 2005 году составил только 1,54 млрд руб., а за 9 месяцев 2006 г. – 1,91 млрд руб..

## 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 01.11.2006 к торговле на российских биржах были допущены фьючерсы на девять таких базовых активов (восемь акций и индекс РТС), а также опционы на шесть таких базовых активов (пять акций и индекс РТС).

Совокупный объем открытых позиций по этим финансовым инструментам на 1 ноября 2006 г составил 2,2 млн контрактов. Оборот за 2005 год составил 52,2 млн контрактов, за 10 месяцев 2006 года – 69,7 млн контрактов.

## 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 управления<sup>17</sup>. 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 неизбежно размещает акции (и формально 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 свои акции.

Для целей нашего исследования интерес в качестве эмитентов представляют компании, чьи ценные бумаги (как акции, так и облигации) торгуются на организованных рынках – будь то бумаги, включенные в котировальные листы, или внесписочные. По состоянию на 01.08.2006 к торговле в РТС были допущены акции 257 эмитентов и корпоративные облигации 77 эмитентов<sup>18</sup>, а на ММВБ – акции 190 эмитентов и корпоративные облигации 296 эмитентов<sup>19</sup>, 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 58% общей капитализации российского фондового рынка, находятся прямо или косвенно<sup>20</sup> под контролем государства: это «Газпром», «Роснефть», Сбербанк РФ, РАО «ЕЭС России», и «Газпром Нефть» (бывшая «Сибнефть»). Это создает серьезные риски устойчивости фондового рынка. Проблема не только в том, что государство не является эффективным собственником и повышение его роли в управлении предприятиями ведет к ухудшению результатов деятельности компаний, но и в дезорганизации целевых установок для нынешних собственников и менеджеров компаний. Это влияет на сокращение горизонта принимаемых бизнес-решений, а также заставляет предпринимателей использовать различные институты фондового рынка (например, IPO) не для привлечения инвестиций, а вывода пакетов акций из-под юрисдикции российского законодательства.

Еще одна существенная особенность российского фондового рынка – это 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.

Данная тенденция имеет несколько причин. С одной стороны, повышение концентрации собственности было объективно полезно для собственников многих компаний в целях улучшения управляемости этих компаний и повышения эффективности бизнеса, в том числе с целью его последующей перепродажи. Как показано, например, в фундаментальном исследовании российского фондового рынка, проведенном компанией Boston Consulting Group в 2003 г.<sup>21</sup>, продвижение компании от создания нового бизнеса к уровню национального лидера и транснациональной корпорации, как правило, сопровождается постепенной эволюцией структуры собственности и модели корпоративного управления. Сначала компания концентрирует собственность в руках инсайдеров, привлекая средства за счет кредитов. Выход компании на публичный рынок сопровождается появлением в структуре собственности пакета отечественных портфельных инвесторов. Далее по мере роста компания находит стратегического партнера, например, в лице специализированных зарубежных фондов или транснациональных корпораций. Завоевание ниши транснациональной корпорации сопровождается привле-

**Таблица 5.** Отраслевая структура капитализации российского рынка акций на 01.12.2006

| Отрасль   | Объем капитализации, млрд долл. | Доля в капитализации, % |
|---|---------------------------------|-------------------------|
| Добыча нефти, газа, угля  | 561,2                           | 60,92                   |
| Энергетика  | 101,4                           | 11,00                   |
| Связь   | 50,3                            | 5,46                    |
| Черная металлургия  | 48,7                            | 5,29                    |
| Цветная металлургия   | 42,5                            | 4,62                    |
| Машиностроение  | 9,6                             | 1,04                    |
| Химия, нефтехимия, фармацевтика, производство минеральных удобрений | 13,8                            | 1,50                    |
| Транспорт   | 7,4                             | 0,80                    |
| Пищевая промышленность  | 11,8                            | 1,28                    |
| Торговля  | 5,6                             | 0,61                    |
| Финансы   | 65,6                            | 7,11                    |
| Прочие  | 3,4                             | 0,37                    |
| Всего   | 921,2                           | 100,00                  |

*Источник: ЦРФР.*

чением глобальных инвестиционных фондов. Такой процесс приводит к формированию в компании оптимальной структуры собственников, способствующей росту инвестиций и капитализации.

По-видимому, в настоящее время большинство российских компаний еще находятся на той стадии развития корпоративного управления, когда выигрыш от концентрации собственности превосходит выигрыш от выхода на публичный рынок и снижения концентрации собственности.

С другой стороны, фактором, способствующим гиперконцентрации собственности во многих российских корпорациях, являлась незащищенность прав собственности, значительные риски потери акций (а вместе с ними и контроля над компанией) в случае возникновения корпоративного конфликта. В такой ситуации контролирующий собственник заинтересован минимизировать количество акций в свободном обращении, через которые в состав его акционеров могут войти «рейдеры», а также в минимизации раскрываемой информации о компании, чтобы по возможности не привлекать к ее деятельности излишнего внимания.

Вместе с тем необходимо указать на недопустимость узкой трактовки высокой концентрации собственности как фактора, препятствующего выходу российских компаний на фондовый рынок для привлечения инвестиций<sup>22</sup>. Напротив, как показала российская практика, мажоритарный собственник, добившись необходимого уровня концентрации собственности и обезопасив тем самым себя от избыточного риска недружественного поглощения, более охотно идет на сокращение своей доли в ходе размещений на рынке акций новых выпусков либо в ходе продажи на рынке части собственной доли.

Говоря об отраслевой структуре российских эмитентов, необходимо отметить исключительно высокую концентрацию капитализации (а также оборотов) в топливно-энергетическом комплексе. По данным Центра развития фондового рынка, на добывающую промышленность по состоянию на 1 декабря 2006 г. приходится более 60% общей капитализации российских эмитентов. Отметим, что доля нефти и газа в структуре капитализации на конец 2004 г. составляла 61,9%, т.е. данная тенденция не только не улучшается, – она даже усугубляется.

Другая сторона проблемы низкой степени отраслевой диверсификации заключается в том, что на шесть крупнейших отраслей приходится более 94% капитализации. Как видно из таблицы 5, сколько-нибудь значимую роль в общей структуре капитализации играют, кроме добывающей промышленности, еще энергетика, черная и цветная металлургия, связь и финансовый сектор (впрочем, последний в значительной мере благодаря Сбербанку). 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.

## 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 более-менее 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 Группы ММВБ на физических лиц по состоянию на 01.10.06 приходилось более 198 тысяч клиентских счетов. В структуре клиентов срочного рынка FORTS (группа РТС) по состоянию на 01.11.06 8070 клиентских счетов приходилось на частных инвесторов. По расчетам на основе данных Федеральной службы по финансовым рынкам, количество счетов «рыночных» пайщиков ПИФ<sup>23</sup> на начало октября 2006 года составляло 296,2 тысяч.

Отдельная новая группа массовых частных инвесторов – это физические лица, участвовавшие в «народном IPO» компании «Роснефть». Общее количество таких граждан, по данным «Роснефти», составило около 115 тысяч человек. 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 является клиентами более чем одного ПИФа, полученные цифры необходимо дисконтировать. С учетом этого фактора, мы оцениваем количество физических лиц – резидентов, проводящих в настоящее время непосредственно или через инструменты коллективных инвестиций операции на рынке ценных бумаг, в 530–550 тыс. чел. В сравнении с численностью экономически активного населения страны (68,3 млн чел.) это составляет около 0,8%.

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, что общая сумма средств на депозитах физических лиц в коммерческих банках на 01.06.2006 составляла 3021 млрд руб., из них на срок от 1 до 3 лет – 1632 млрд руб., а свыше 3 лет – 208 млрд руб.).

### б) Инвестиционные фонды

Число работающих ПИФов на 31.10.2006 составляло 577, совокупная стоимость их чистых активов равнялась 365,8 млрд руб. Из них 72,7 млрд руб. приходилось на открытые фонды, 51,2 млрд руб. – на интервальные фонды, и 241,9 млрд руб. – на закрытые фонды.

Кроме того, на рынке присутствуют пять акционерных инвестиционных фондов (АИФ), три из которых являются «реликтами чековой приватизации», а два созданы уже после принятия закона «Об инвестиционных фондах» – в 2004–2005 гг. Общая стоимость их активов на 30.06.2006 составляла 5,4 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 аккумулирования 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 закры-

**Таблица 6.** Стоимость чистых активов работающих паевых фондов по группам на 31.10.2006, млн руб.

| Состав активов                           | Тип паевого фонда                                     |                  |                   | Итого             |
|--|---|------------------|-------------------|-------------------|
|  | открытые  | интервальные     | закрытые          |                   |
| Денежного рынка                          | 327,14  |                  |                   | 327,14            |
| Облигаций                                | 12 393,23   | 177,13           |                   | 12 542,37         |
| Смешанные                                | 20 680,91   | 11 703,49        | 679,25            | 33 063,65         |
| Акции                                    | 35 510,87   | 38 616,86        | 104 214,59        | 178 342,32        |
| Индексные                                | 3367,14   | 149,14           |                   | 3544,27           |
| Фонды фондов                             | 447,85  | 524,26           |                   | 972,11            |
| Недвижимости                             |   |                  | 53 488,80         | 53 488,80         |
| Особо рискованных (венчурных) инвестиций | Эти виды фондов не предусмотрены<br>законодательством |                  | 8 902,72          | 8 902,72          |
| Прямых инвестиций                        |   |                  | 68 084,53         | 68 084,53         |
| Ипотечные                                |   |                  | 6496,07           | 6496,07           |
| <b>Итого</b>                             | <b>72 727,14</b>                                      | <b>51 170,88</b> | <b>241 865,96</b> | <b>365 763,98</b> |

*Источник:* Национальная лига управляющих.

тых ПИФов, ориентированных на крупных клиентов (см. таблицу 6). Их активы составляют две трети от всех активов отрасли, и эта доля стабильно остается в интервале 60–70% на протяжении трех последних лет.

К сожалению, классификация ПИФов по типам активов, приведенная в таблице 6 (фонды акций, фонды облигаций, фонды недвижимости и т.д.), не позволяет сколько-нибудь 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.

Юридически операции с активами ПИФа осуществляют специализированные организации – управляющие компании (УК). На 01.10.2006 лицензии УК имели 280 организаций, из них у 159 компаний 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. На долю первых пяти компаний по состоянию на 01.10.2006 приходится 59,43% от общей стоимости чистых активов ПИФов (впрочем, эта доля устойчиво снижается: до 2002 года включительно она превышала 90%). Региональная концентрация проявляется в том, что около 2/3 всех управляющих компаний зарегистрировано 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 01.07.2006 действующие лицензии НПФ имели 297 организаций, из них 102 были допущены к деятельности по ОПС. Собственное имущество (совокупные активы) всех НПФ на 01.07.2006



составляли 371,4 млрд руб., в том числе пенсионные резервы по НПО – 291,8 млрд руб., а пенсионные накопления по ОПС – 6,8 млрд руб. Количество участников системы НПО достигло 6,2 млн чел., в том числе получающих негосударственную пенсию – 758 тыс. чел., а количество застрахованных лиц по ОПС – 901 тыс. чел.

Совокупный инвестиционный ресурс НПФ включает в себя весь объем пенсионных резервов и пенсионных накоплений, а также существенную часть имущества для осуществления уставной деятельности (объем которого на 01.04.2006 составил 64,3 млрд руб.), т.е. в целом он равняется примерно 350–360 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 депозиты.

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 контроль 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 СССР). 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 данным сайта NPFunds.ru, на 30.06.2006 общая сумма пенсионных накоплений в управляющих компаниях и негосударственных пенсионных фондах составила 197,7 млрд руб., из которых 184,5 млрд руб. (93,4%) приходится на долю государственной управляющей компании, 6,3 млрд руб. (3,2%) передано в частные управляющие компании, 6,8 млрд руб. (3,4%) передано в негосударственные пенсионные фонды).

Из года в год растет число застрахованных лиц, передавших свои пенсионные накопления в частные управляющие компании и НПФ. По состоянию на начало 2006 года число таких лиц составило около 1,6 млн чел., или 3,1% от общего числа застрахованных лиц. Из них около 760 тыс. чел. выбрало частные управляющие компании, а около 900 тыс. чел. выбрало НПФ.

По предварительным оценкам Пенсионного фонда РФ результатов кампании 2006 года, в пользу частных институтов выбор сделали еще 160 тыс. чел., из которых более 155 тыс. чел. выбрали НПФ. Таким образом, можно прогнозировать, что число лиц, выбравших НПФ, в 2006 году впервые превысит 1 млн.

При этом подавляющая часть (96,9%) из 51,6 млн застрахованных лиц остаются «молчунами». 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 инвестиционно-банковские функции 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 01.06.2006 составила 293,1 млрд руб., к которому надо прибавить также 76,8 млрд руб. вложений в акции дочерних и зависимых акционерных обществ. Правда, 106,9 млрд из этой суммы приходится на акции, приобретенные по договорам с обратной продажей (сделки репо) 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, кроме банков, на 01.06.2006 составила 329,8 млрд руб. 78,9 млрд из этой суммы приходятся

**Таблица 7.** Структура иностранных портфельных инвесторов, инвестирующих в акции российских эмитентов, на начало 2006 г., %

| Страна регистрации инвестиционных фондов | Специализация международных фондов    |                                 |                                 |                     | Всего        |
|--|---------------------------------------|---------------------------------|---------------------------------|---------------------|--------------|
|  | Глобальные фонды развивающихся рынков | Европейские развивающиеся рынки | Европа, Дальний Восток и Африка | Международные рынки |              |
| Австрия                                  |                                       | 10,8                            |                                 |                     | 6,8          |
| Бельгия                                  | 0,1                                   | 0,4                             |                                 |                     | 0,3          |
| Бермудские острова                       | 0,0                                   |                                 |                                 |                     | 0,0          |
| Канада                                   | 0,2                                   |                                 |                                 |                     | 0,1          |
| Дания                                    |                                       | 1,1                             |                                 |                     | 0,7          |
| Франция                                  | 1,9                                   | 1,9                             |                                 |                     | 1,8          |
| Гернси (Guernsey)                        | 2,7                                   | 0,0                             |                                 |                     | 0,9          |
| Ирландия                                 | 3,5                                   | 11,2                            |                                 | 0,3                 | 8,2          |
| Jersey                                   | 0,4                                   | 0,0                             |                                 |                     | 0,1          |
| Люксембург                               | 31,8                                  | 56,9                            | 100,0                           |                     | 46,6         |
| Швейцария                                | 1,0                                   | 1,5                             |                                 |                     | 1,3          |
| Великобритания                           | 9,2                                   | 4,8                             |                                 | 0,4                 | 6,0          |
| США                                      | 49,3                                  | 4,7                             |                                 | 99,6                | 23,0         |
| Каймановы острова                        |                                       | 3,0                             |                                 |                     | 1,9          |
| Финляндия                                |                                       | 1,3                             |                                 |                     | 0,8          |
| Нидерланды                               |                                       | 0,7                             |                                 |                     | 0,5          |
| Швеция                                   |                                       | 1,7                             |                                 |                     | 1,1          |
| <b>Всего</b>                             | <b>100,0</b>                          | <b>100,0</b>                    | <b>100,0</b>                    | <b>100,0</b>        | <b>100,0</b> |

Источник: [www.EmerginPortfolio.com](http://www.EmerginPortfolio.com)

ся на облигации, приобретенные по договорам с обратной продажей (сделки репо) и по договорам займа, т.е., как и аналогичные вложения в акции, не носят инвестиционного характера.

В части операций на срочном рынке, по данным Банка России, объем требований коммерческих банков по поставке ценных бумаг на 01.06.2006 составил 123,7 млрд руб., а объем обязательств по поставке ценных бумаг – 282,9 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 низкокапитализированными и в большинстве своем имеют статус хедж-фондов или фондов, ориентированных на квалифицированных инвесторов.

По данным информационного портала [EmergingPortfolio.com](http://EmergingPortfolio.com), стоимость инвестиций портфельных инвестиционных фондов в Россию на начало 2006 г. составляла около 10 млрд долл. Как видно из таблицы 7, 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. Среди них доминируют инвестиционные фонды, зарегистрированные в Люксембурге (около 47% активов портфельных инвесторов в Россию), США (23%), Ирландии (8%), Австрии (7%) и на Каймановых островах (2%). Почти 60% активов составляют фонды, созданные в офшорных зонах<sup>24</sup>.

## 2.3. Профессиональные посредники

Российское законодательство регулирует три вида посредничества на фондовом рынке – 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:

**Таблица 8.** Данные о совмещениях лицензий профессиональных участников рынка ценных бумаг на 30.11.2005 г.

| Дилер-<br>ская | Брокер-<br>ская | Довери-<br>тельное<br>управ-<br>ление | Лицензии          | Всего | Всего<br>(%) | В том числе                   |                                      |
|----------------|-----------------|---------------------------------------|-------------------|-------|--------------|-------------------------------|--------------------------------------|
|                |                 |                                       | Депози-<br>тарная |       |              | Кредитные<br>органи-<br>зации | Некре-<br>дитные<br>органи-<br>зации |
| X              |                 |                                       |                   | 131   | 7,81         | 5                             | 126                                  |
|                | X               |                                       |                   | 72    | 4,29         | 11                            | 61                                   |
|                |                 | x                                     |                   | 108   | 6,44         | 5                             | 103                                  |
|                |                 |                                       | x                 | 51    | 3,04         | 21                            | 30                                   |
| X              | x               |                                       |                   | 282   | 16,81        | 55                            | 227                                  |
| X              |                 | x                                     |                   | 5     | 0,30         | 0                             | 5                                    |
|                | x               | x                                     |                   | 19    | 1,13         | 8                             | 11                                   |
|                |                 | x                                     | x                 | 7     | 0,42         | 1                             | 6                                    |
|                | x               |                                       | x                 | 15    | 0,89         | 11                            | 4                                    |
| x              |                 |                                       | x                 | 5     | 0,30         | 5                             | 0                                    |
| x              | x               | x                                     |                   | 336   | 20,02        | 63                            | 273                                  |
| x              | x               |                                       | x                 | 109   | 6,50         | 86                            | 23                                   |
|                | x               | x                                     | x                 | 10    | 0,60         | 7                             | 3                                    |
| X              |                 | x                                     | x                 | 1     | 0,06         | 0                             | 1                                    |
| X              | x               | x                                     | x                 | 527   | 31,41        | 374                           | 153                                  |
| ИТОГО          |                 |                                       |                   | 1678  | 100,00       | 652                           | 1026                                 |
|                |                 |                                       |                   |       |              | 38,86%                        | 61,14%                               |

Источник: ФСФР России, НАУФОР (расчеты).

– брокерская деятельность сама по себе не предполагает учёт 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 данным ФСФР России, по состоянию на 30.11.2005 было выдано 1370 лицензий на осуществление брокерской деятельности, 1396 лицензий на осуществление дилерской деятельности, 1013 лицензий на осуществление деятельности по доверительному управлению ценными бумагами. При этом большинство лицензиатов совмещало все три этих вида деятельности или какие-либо два из них, общее количество лицензированных профессиональных посредников составляло 1678 (см. таблицу 8). В их числе 652 кредитные организации (38,86% от общего числа) и 1026 некредитных организаций (61,14%). Учитывая, что, по данным Банка России, общее количество действующих кредитных организаций на 01.12.2005 составляло 1258, можно сделать вывод о том, что более половины (51,8%) всех кредитных организаций являлись также профессиональными участниками рынка ценных бумаг.

На 01.07.2006, по данным ФСФР России, было выдано 1402 лицензии на осуществление брокерской деятельности, 1410 лицензий на осуществление дилерской деятельности, 1058 лицензий на осуществление деятельности по доверительному управлению ценными бумагами.

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 нерези-

**Таблица 9.** Значения индекса Херфиндаля-Хиршмана по объемам оборота для различных сегментов рынка ценных бумаг ММВБ за 12 месяцев (август 2005 г. – июль 2006 г.)

| ННН по оборотам          |      | Справочно: объемы оборотов<br>за анализируемые 12 месяцев (млн руб.) |            |
|--------------------------|------|--|------------|
| Акции                    | 370  | Акции  | 9 693 807  |
| Корпоративные облигации  | 313  | Корпоративные облигации  | 2 631 923  |
| Еврооблигации            | 4298 | Еврооблигации  | 480        |
| Субфедеральные облигации | 505  | Субфедеральные облигации   | 1 059 168  |
| Муниципальные облигации  | 592  | Муниципальные облигации  | 36 776     |
| ПИФы                     | 2082 | ПИФы   | 2873       |
|                          |      | Итого все инструменты  | 13 425 027 |

*Источник:* ММВБ, собственные расчеты.

дентов 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 превышает тысячу, 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 оборотам на рынке акций за 12 месяцев (08.2005 – 07.2006) составил 370, на рынке корпоративных облигаций – 313, на рынке субфедеральных облигаций – 505, на рынке муниципальных облигаций – 592 (см. таблицу 9). 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 1800<sup>25</sup>.

Существенные особенности брокерского бизнеса в России – это ограниченность числа клиентов, которое в настоящее время не превышает 200 тыс., и сравнительно низкий уровень концентрации бизнеса (см. выше). Высокий уровень конкуренции среди российских брокеров толкает их к резкому снижению тарифов на свои услуги. Торговая комиссия интернет-брокеров в России составляет от 2 до 10 долларов при сделке в 10 000 долларов, что в несколько раз ниже комиссии крупнейших интернет-брокеров в США<sup>26</sup>.

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.

В этих условиях все более актуальной становится проблема урегулирования конфликта интересов, возникающих при оказании брокерских услуг и услуг инвестиционного консультанта. В настоящее время инвестиционное консультирование как отдельный аспект брокерской деятельности практически не урегулировано законодательно, что порождает существенные риски для инвесторов, особенно неквалифицированных частных инвесторов.

## 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);
- клиринговую деятельность;
- депозитарную деятельность в качестве расчетных депозитариев.

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

По данным ФСФР на 01.07.2006, в России имеется девять организаций, имеющих лицензии организаторов торговли или фондовой биржи, и девять 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.

**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:

- валютный рынок;
- рынок государственных облигаций;
- рынок акций;
- рынок производных финансовых инструментов;
- рынок корпоративных и региональных облигаций;
- денежный рынок.

**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 (отсутствие необходимости 100%-ного депонирования ценных бумаг или денежных средств, возможность выбора даты и способа расчетов, возможность расчетов в иностранной валюте);
- биржевой рынок (100%-ное депонирование ценных бумаг и денежных средств, расчеты в рублях);
- рынок индикативных котировок RTS Board (информационная система, предназначенная для индикативного котирования ценных бумаг, не допущенных к торгам в НП «ФБ РТС»);
- рынок фьючерсов и опционов FORTS.

## 2.5. Учетная система

На российском фондовом рынке существуют два альтернативных способа учета прав на ценные бумаги: 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 состоянию на 01.07.2006 количество организаций, имеющих депозитарную лицензию, составляло 748.

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 – «Газпромбанк», «ИНГ Банк (Евразия)», Внешэкономбанк.

По данным ПАРТАД, общий объем ценных бумаг, задепонированных в 30 ведущих российских депозитариях всех видов (расчетных, кастодиальных, специализированных), на 30.06.2006 составил по рыночной стоимости 360,2 млрд долл., в том числе акций – 282,0 млрд долл., облигаций (включая государственные) – 90,0 млрд долл. (см. таблицу 10). Однако следует учитывать, что здесь возможен «двойной счет», поскольку одна и та же бумага может отражаться на счете расчетного депозитария и его клиента – кастодиального депозитария.

В Российской Федерации имеется тенденция к централизации учетных функций, поэтому 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 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 состоянию на 14.07.2006 количество организаций, имеющих лицензию ФСФР на ведение реестра владельцев ценных бумаг, составляло 77.

## 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 весьма значимую роль для функционирования рынка, например, агентства «Интерфакс» и АКМ по договорам с ФСФР оказывают участникам фондового рынка услуги по раскрытию информации. Однако деятельность таких организаций в России не лицензируется, поэтому систематизированных данных об объемах и содержании этой деятельности нет.

## 3. Законодательная база и регулирование

К 2006 году 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 бума-

**Таблица 10.** Крупнейшие депозитарии России (по рыночной стоимости принятых на обслуживание ценных бумаг депонентов) на 30.06.2006.

| №  | Наименование                                 | Город           | Рыночная стоимость принятых на обслуживание ценных бумаг депонентов |                         |                             |
|----|--|-----------------|---|-------------------------|-----------------------------|
|    |  |                 | Всего, руб.   | в том числе акции, руб. | в том числе облигации, руб. |
| 1  | ГАЗПРОМБАНК                                  | Москва          | 3 760 057 805 317   | 3 755 246 909 806       | 4 810 895 511               |
| 2  | ИНГ БАНК (ЕВРАЗИЯ)                           | Москва          | 2 672 525 395 138   | 2 661 796 928 072       | 10 728 467 066              |
| 3  | НАЦИОНАЛЬНЫЙ ДЕПОЗИТАРНЫЙ ЦЕНТР              | Москва          | 2 513 530 070 824   | 656 967 622 706         | 1 854 914 214 774           |
| 4  | ДЕПОЗИТАРНО-КЛИРИНГОВАЯ КОМПАНИЯ             | Москва          | 1 043 261 974 308   | 1 002 283 317 464       | 38 385 292 312              |
| 5  | РАСЧЕТНО-ДЕПОЗИТАРНАЯ КОМПАНИЯ               | Москва          | 994 571 090 670   | 989 556 920 670         | 5 014 170 000               |
| 6  | ВНЕШЭКОНОМБАНК                               | Москва          | 328 344 185 353 (*)   | 6 167 778 275           | 322 176 407 078             |
| 7  | ДЕПОЗИТАРНЫЕ И КОРПОРАТИВНЫЕ ТЕХНОЛОГИИ      | Москва          | 314 650 553 515   | 314 650 553 515         | -                           |
| 8  | ДОЙЧЕ БАНК                                   | Москва          | 296 924 240 344   | 265 113 010 252         | 31 811 230 092              |
| 9  | СПЕЦИАЛЬНЫЙ ДЕПОЗИТАРИЙ                      | Москва          | 267 417 142 552   | 243 616 736 782         | 23 611 801 692              |
| 10 | ДЕПОЗИТАРНАЯ КОМПАНИЯ УРАЛСИБ                | Москва          | 266 636 550 430   | 254 965 292 507         | 11 358 170 037              |
| 11 | ГАРАНТ СДК                                   | Москва          | 235 102 755 150   | 214 246 076 318         | 20 790 546 370              |
| 12 | РОСБАНК                                      | Москва          | 215 629 589 517   | 203 971 739 056         | 11 657 197 972              |
| 13 | РАЙФАЙЗЕНБАНК АВСТРИЯ                        | Москва          | 132 450 194 253   | 129 488 188 261         | 2 962 005 992               |
| 14 | СБЕРБАНК РОССИИ                              | Москва          | 101 285 860 512   | 97 715 693 000          | 3 570 167 512               |
| 15 | ЦЕНТРАЛЬНЫЙ ДЕПОЗИТАРИЙ РЕСПУБЛИКИ ТАТАРСТАН | Казань          | 81 953 448 483  | 81 953 373 839          | 74 644                      |
| 16 | БАНК МОСКВЫ                                  | Москва          | 72 684 460 713  | 63 783 697 092          | 8 900 763 622               |
| 17 | МЕЖДУНАРОДНЫЙ МОСКОВСКИЙ БАНК                | Москва          | 65 167 043 608  | 58 287 438 792          | 6 879 604 816               |
| 18 | СОЮЗ АКБ                                     | Москва          | 62 348 123 536  | 55 665 742 233          | 6 682 381 302               |
| 19 | ТРАСТ БАНК                                   | Москва          | 49 514 120 391  | 45 467 171 382          | 4 046 949 009               |
| 20 | МЕТАЛЛИНВЕСТБАНК                             | Москва          | 46 647 863 941  | 46 347 450 092          | 300 413 850                 |
| 21 | ЦЕНТРАЛЬНЫЙ МОСКОВСКИЙ ДЕПОЗИТАРИЙ (ООО)     | Москва          | 45 814 419 215  | 45 808 448 143          | 5 971 073                   |
| 22 | ОБЪЕДИНЕННАЯ ДЕПОЗИТАРНАЯ КОМПАНИЯ           | Москва          | 33 072 250 341  | 10 757 175 130          | 21 101 124 747              |
| 23 | ЗЕНИТ БАНК                                   | Москва          | 32 083 849 123  | 25 297 153 753          | 6 786 034 418               |
| 24 | СИБИРЬГАЗБАНК                                | Сургут          | 28 185 017 183  | 28 185 017 183          | -                           |
| 25 | АТОН   | Москва          | 28 015 295 300  | 22 474 142 147          | 5 349 493 789               |
| 26 | СПЕЦИАЛИЗИРОВАННЫЙ ДЕПОЗИТАРНЫЙ ЦЕНТР        | Москва          | 26 803 179 915  | 19 750 251 783          | 1 022 133 830               |
| 27 | РОСЕВРОБАНК                                  | Москва          | 22 168 313 000  | 1 176 564 000           | 20 991 749 000              |
| 28 | ДЕПОЗИТАРНО-РАСЧЕТНЫЙ СОЮЗ                   | Москва          | 22 033 480 524  | 21 130 253 615          | 903 226 909                 |
| 29 | ГАЗБАНК                                      | Самара          | 17 748 515 652  | 17 618 554 652          | 129 961 000                 |
| 30 | КИТ ФИНАНС                                   | Санкт-Петербург | 16 426 476 423  | 12 740 241 760          | 3 681 570 097               |

(\*) с учетом ценных бумаг, котируемых на зарубежных биржах и в информационных системах Reuters и Bloomberg.

Источник: ПАРТАД.

гах»), 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.

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 Российской Федерации

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, деятельность 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 на открытом рынке с государственными ценными бумагами и собственными облигациями, являясь крупным игроком на этом рынке.

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, организует и осуществляет валютное регулирование и валютный контроль, устанавливает правила бухгалтерского учета и отчетности для банковской системы Российской Федерации.

Таким образом, регулирующие полномочия Центрального банка в отношении участников фондового рынка напрямую распространяются только на кредитные организации, оперирующие на этом рынке, но 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.

## 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). Они создаются 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 бумаг<sup>27</sup>. СРО также могут создаваться управляющими компаниями<sup>28</sup>.

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 осуществляют 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 шесть организаций:

- Национальная ассоциация участников фондового рынка (НАУФОР) объединяет брокеров, дилеров, управляющих, а также депозитариев. Общее количество ее членов на 01.09.2006 составляет 396. 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 09.06.2006 в ПАРТАД насчитывалось 103 члена, в том числе 52 депозитария и 51 регистратор). Помимо центрального офиса в Москве, имеются представительства в пяти регионах.
- Национальная фондовая ассоциация (НФА), как и НАУФОР, 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. У НФА 233 члена.
- 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. Ее члены – 64 управляющие компании.
- Профессиональный институт размещения и обращения фондовых инструментов (ПРОФИ) – специализированная СРО брокеров и дилеров, оказывающих услуги фондового консультанта эмитентам. Включает 19 членов.
- Некоммерческое партнерство профессиональных участников фондового рынка Уральского региона (ПУФРУР) – единственная на сегодняшний день СРО с региональной спецификой, ее офис находится в Екатеринбурге. Члены ПУФРУР – 25 брокеров, дилеров и доверительных управляющих из Уральского региона.

# 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.

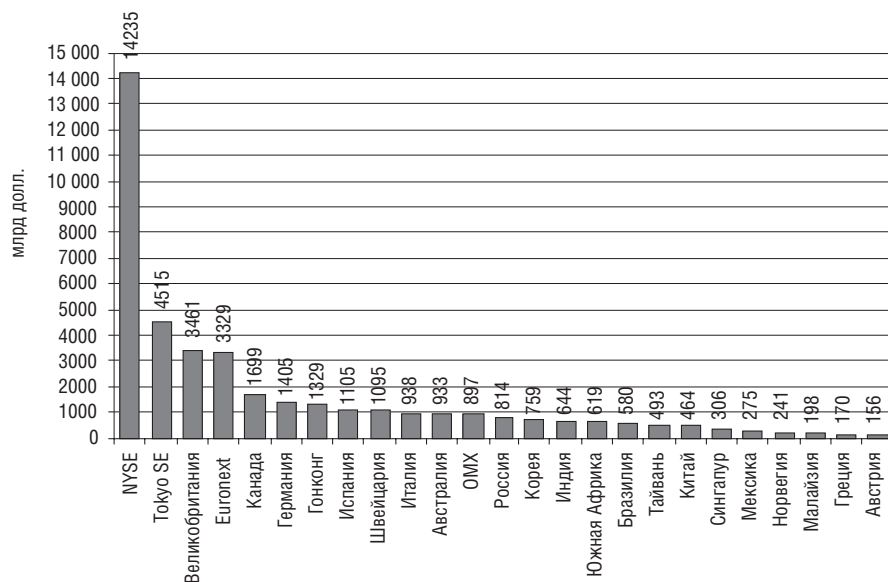
В качестве основного показателя, характеризующего емкость национального рынка акций, традиционно используется показатель рыночной капитализации<sup>29</sup>. В качестве рабочей гипотезы мы предположили, что одним из признаков идеальной модели фондового рынка станет вхождение России по абсолютному размеру национальной капитализации в группу четырех крупнейших национальных рынков акций. 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 4-е место в мире по абсолютному размеру капитализации принципиально возможен в среднесрочной 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 БРИК<sup>30</sup>, 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 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 капитализацией России такого целевого показателя.

По состоянию на 1 сентября 2006 года по абсолютному объему капитализации Россия занимает, предположительно, 13-е место, уступая 11 странам с развитыми финансовыми рынками и одной стране (Гонконг)

**Рис. 1.** Крупнейшие по капитализации компаний-резидентов фондовые биржи мира, 01.09.2006 г.



**Примечания.**

1) Биржа Euronext объединяет национальные рынки Франции, Голландии, Бельгии, Португалии.

2) Биржа OMX объединяет национальные рынки Швеции, Финляндии, Дании, Литвы, Эстонии, Латвии.

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

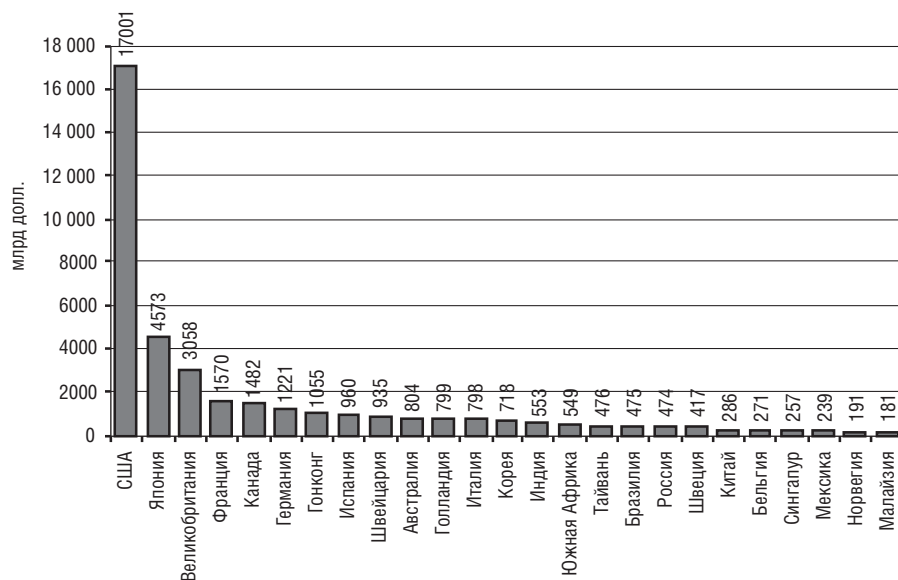
с развивающимся финансовым рынком. Такой вывод можно сделать на основании данных по капитализации компаний-резидентов на крупнейших фондовых биржах мира (см. рис. 1).

Такая оценка исходит из предположения о том, что национальная капитализация французских компаний и национальная капитализация голландских компаний, объединенные в рамках Euronext, превосходят капитализацию России. Среди национальных рынков, объединенных в рамках OMX, ни одна национальная капитализация не превосходит российскую капитализацию. Решающий рывок в продвижении России к первым местам в ранжировании развивающихся рынков по размеру их капитализации произошел в 2006 году, когда в дополнение к росту фондовых индексов на организованный рынок вышло большое количество достаточно крупных компаний (крупнейшая среди них – «Роснефть»). Учитывая, что по ряду классификаций (в том числе по классификации IOSCO<sup>31</sup>) Гонконг отнесен к странам с развитыми финансовыми рынками, можно сказать, что Россия стала крупнейшим развивающимся рынком по капитализации. Этот факт повышает необходимость определения новых ориентиров развития, в том числе ориентиров оптимального развития (объединяемых в рамках идеальной модели фондового рынка России).

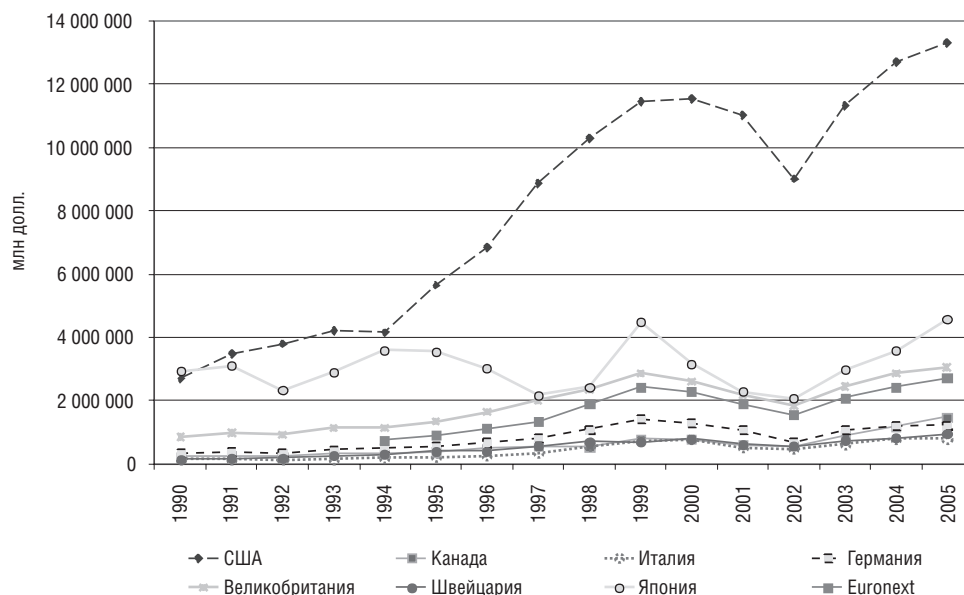
Учитывая, что вывод о месте России на мировом фондовом рынке по капитализации по состоянию на 01.09.2006 был сделан на основе оценок, опирающихся на статистику фондовых бирж, необходимо также привести официальные данные на конец 2005 года. Эти данные позволяют уйти от оценок, пусть и достаточно точных, места России в мировом рынке капитала по показателю капитализации. По состоянию на конец 2005 года Россия занимала 18-е место в мире, уступая 11 странам с развитыми финансовыми рынками и 6 странам с развивающимися финансовыми рынками (см. рис. 2).

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).

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. 2.** Крупнейшие 25 национальных рынков акций (по капитализации), 2005 г.

Рассчитано по данным Мировой федерации бирж (WFE), US Census Bureau (данные по США) и Центра развития фондового рынка (данные по России).

**Рис. 3.** Динамика капитализации стран с крупнейшими развитыми рынками (1990–2005 гг.)

**Примечание.** Биржа Euronext объединяет рынки Франции, Голландии, Бельгии, Португалии. Рассчитано по данным WFE.

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

| Страна                         | 2000            | 2001            | 2002            | 2003            | 2004            | 2005            |
|--------------------------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| Австралия                      | 372,8           | 375,1           | 380,1           | 585,4           | 776,4           | 804,0           |
| Великобритания                 | 2577,0          | 2149,5          | 1765,2          | 2460,1          | 2865,2          | 3058,2          |
| Германия                       | 1270,2          | 1071,7          | 686,0           | 1079,0          | 1194,5          | 1221,1          |
| Испания                        | 504,2           | 468,2           | 461,7           | 726,2           | 940,7           | 959,9           |
| Италия                         | 768,4           | 527,4           | 162,0           | 614,8           | 789,6           | 798,1           |
| Канада                         | 842,1           | 615,3           | 579,7           | 888,7           | 1177,5          | 1482,2          |
| США                            | 15 104,0        | 13 983,8        | 9065,5          | 14 266,0        | 16 323,5        | 17 000,9        |
| Франция                        | 1446,6          | 1174,3          | 936,4           | 1355,9          | 1559,1          | 1712,7          |
| Япония                         | 3157,2          | 2264,5          | 2069,3          | 2953,1          | 3557,7          | 4572,9          |
| <i>Все развитые рынки</i>      | 29 630,6        | 25 300,8        | 18 581,6        | 28 701,8        | 33 264,2        | 36 459,9        |
| Аргентина                      | 45,8            | 33,5            | 16,6            | 35,0            | 40,6            | 47,6            |
| Бразилия                       | 203,6           | 186,2           | 126,8           | 226,4           | 330,3           | 474,6           |
| Индия                          | 142,8           | 111,0           | 125,5           | 278,7           | 386,3           | 553,1           |
| Индонезия                      | 26,8            | 23,0            | 30,1            | 54,7            | 73,3            | 81,4            |
| Казахстан                      | 1,3             | 1,2             | 1,3             | 2,4             | 3,9             | 9,0             |
| Китай                          | 591,0           | 530,0           | 463,5           | 513,0           | 447,7           | 401,9           |
| Корея                          | 148,4           | 233,9           | 246,9           | 325,1           | 419,5           | 718,0           |
| Мексика                        | 125,2           | 126,3           | 103,9           | 122,5           | 171,9           | 239,1           |
| Польша                         | 31,3            | 26,0            | 26,4            | 37,4            | 71,5            | 93,6            |
| <i>Россия</i>                  | 41,0            | 82,9            | 114,7           | 197,0           | 247,7           | 531,0           |
| Саудовская Аравия              | 67,8            | 73,2            | 74,9            | 157,3           | 306,2           | 646,2           |
| Тайвань                        | 247,6           | 292,6           | 261,2           | 379,1           | 441,4           | 476,0           |
| Турция                         | 69,7            | 47,2            | 34,2            | 68,4            | 98,3            | 161,5           |
| Украина                        | 1,9             | 1,5             | 4,4             | 4,7             | 11,8            | 29,2            |
| ЮАР                            | 204,3           | 147,5           | 162,0           | 260,7           | 442,5           | 549,3           |
| <i>Все формирующиеся рынки</i> | 2474,7          | 2425            | 2318,7          | 3504            | 4600,9          | 6472            |
| <b>Весь мир</b>                | <b>32 105,4</b> | <b>27 725,8</b> | <b>20 900,3</b> | <b>32 205,9</b> | <b>37 865,1</b> | <b>42 931,9</b> |

**Примечание.** Приведенные в таблице данные по ряду стран (в том числе по России) незначительно отличаются от данных WFE и ЦРФР, на основании которых построен график на рисунке 1. Так, по России заметно отличие в 2005 году, 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 «Pyaterochka» и люксембургская компания EVRAZ), акции которых не обращаются на российском фондовом рынке. В дальнейшем анализе мы используем оценку капитализации России ЦРФР (474 млрд долл. по итогам 2005 года). Вместе с тем приведение данных из альтернативных источников, на наш взгляд, повышает качество настоящей работы.

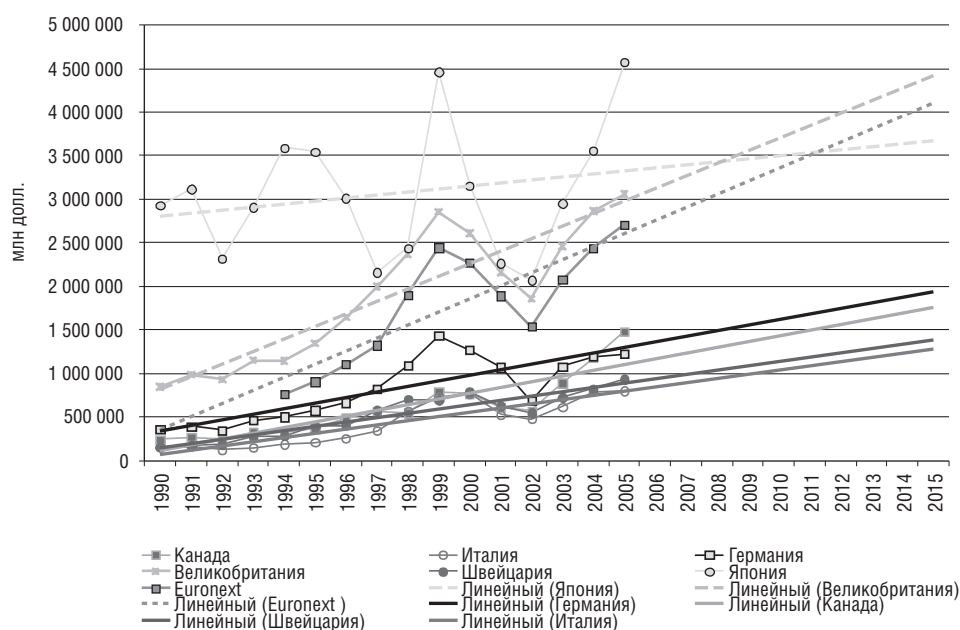
**Составлено по:** Emerging Stock Markets Factbook, IFC, Washington 1995–1998; Global Stock Markets Factbook 2004, S&P, N.Y., 2004; Emerging Stock Markets Review. December 2005, S&P, 2005; World Federation of Exchanges database ([www.world-exchanges.org](http://www.world-exchanges.org)); FEAS Yearbook ([www.feas.org](http://www.feas.org)); данные бирж.

Очевидно, что при любых сценариях фондовый рынок США на временном промежутке 2006–2015 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 1990–2005 гг. к 2015 году национальная капитализация Великобритании достигнет примерно 4,4 трлн долл., капитализация стран, фондовые рынки которых объединены в рамках биржи Euronext, – 4,2 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 2015 году на уровне 3,7 трлн долл., что ниже текущего значения капитализации. Более корректные прогнозные оценки приводят к полосе возможных значений капитализации Японии в 2015 году в диапазоне от 2 до 5,5 трлн долл. Это означает, что с большой вероятностью к 2015 году капитализация Японии будет превосходить капитализацию России при самой благоприятной динамике послед-

Рис. 4. Динамика капитализации стран с крупнейшими развитыми рынками



**Примечание.** Данные по капитализации США не представлены на рисунке ввиду их несоразмерности 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 2015 года.

ней. Вместе с тем существует некоторая вероятность иного развития событий, но она в условиях нормализации ситуации в японской экономике в течение последних двух-трех лет мала.

Учитывая, что капитализация Франции в течение нескольких предыдущих лет составляла 58% суммарной капитализации внутреннего рынка биржи Euronext, то можно предположить, что ее капитализация к 2015 году составит около 2,4 трлн долл. Капитализация прочих стран с крупнейшими развитыми финансовыми рынками будет находиться в пределах 2 трлн долл.

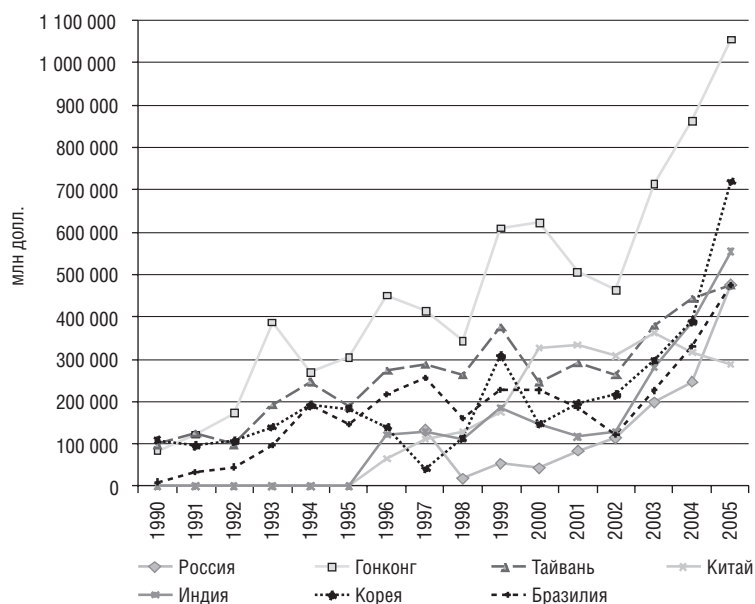
Рисунки 2 и 3 позволяют сделать вывод о неравномерности долгосрочной динамики различных развитых рынков. Выявилась группа лидеров по динамике национальной капитализации (США, Великобритания, Франция<sup>32</sup>), темпы роста капитализации которых отличаются в долгосрочном плане от темпов роста капитализации 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 за последние 15 лет (для России – 9 лет) Россия по динамике роста национальной капитализации превосходит все страны, кроме Гонконга (см. рис. 5). 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 исследования).

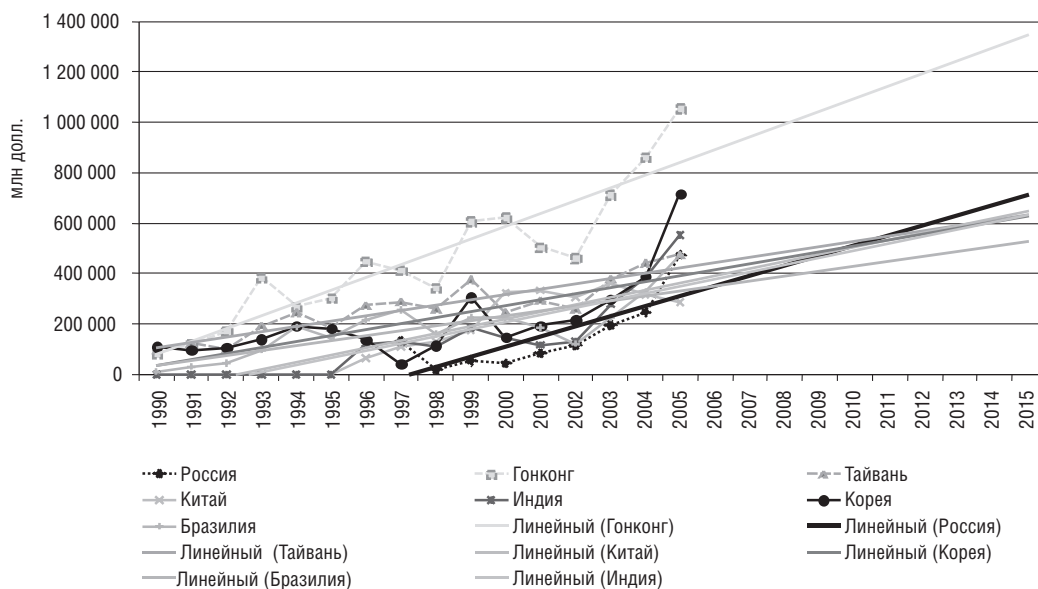
Учитывая сложившуюся динамику капитализации, Россия в десятилетней перспективе при условии продолжения инерционного линейного тренда (см. рис. 6) обгонит по показателю капитализации все страны с развивающимися финансовыми рынками, кроме Гонконга (естественно, при условии сохранения существующего тренда роста капитализации Гонконга).

**Рис. 5.** Динамика капитализации стран с крупнейшими развивающимися рынками



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

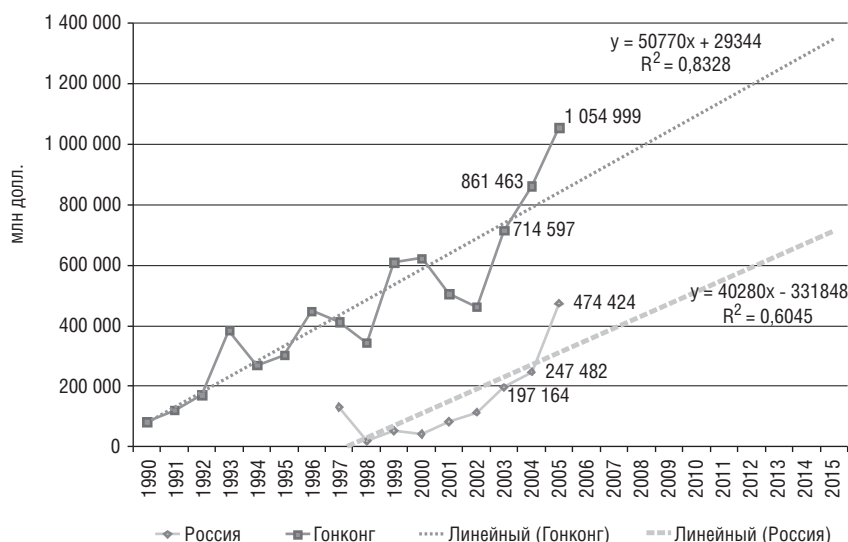
**Рис. 6.** Динамика капитализации стран с крупнейшими развивающимися рынками



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



Рис. 7. Динамика капитализации России и Гонконга



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

Более того, рост капитализации Гонконга более устойчив, чем рост российской капитализации, а его долгосрочные темпы роста заметно выше, чем рост капитализации России<sup>33</sup> (см. рис. 7).

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

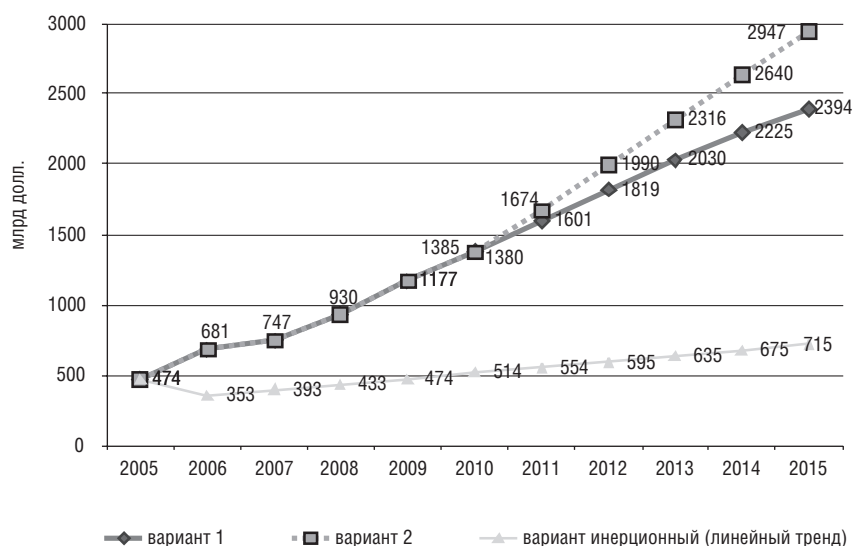
**Таблица 2.** Динамика (темпы прироста) капитализации стран с развивающимися рынками в период «азиатского кризиса».

|   | 1997 к 1996 | 1998 к 1997 | 1998 к 1996 |
|---|-------------|-------------|-------------|
| <i>Страны Юго-Восточной Азии с развивающимися рынками</i> |             |             |             |
| 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%      |
| <i>Страны других регионов с развивающимися рынками</i>    |             |             |             |
| 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.

**Рис. 8.** Варианты роста капитализации России (три сценария)



Для того чтобы обеспечить достижение целевого уровня по капитализации, необходим переход на более динамичную траекторию развития, позволяющую обеспечить приближение капитализации России к капитализации Гонконга. Для выхода на более высокую траекторию роста капитализации России необходима реализация оптимистичного сценария<sup>34</sup> развития национального фондового рынка. В соответствии с двумя основными оптимистичными сценариями рост российской капитализации может оказаться значительно более высоким, чем спрогнозированный по сложившейся в 1997–2005 гг. линейной трендовой траектории<sup>35</sup> (см. рис. 8). 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.

Если будут сохранены средние темпы роста капитализации России, характерные для периода 2000–2005 гг., то к 2015 году капитализация России сравняется с капитализацией Гонконга или даже превзойдет ее. Таким образом, задача стать крупнейшим рынком по капитализации среди развивающихся финансовых рынков сводится к сохранению темпов роста капитализации России в том диапазоне, в котором они находились в 2000–2005 гг., на ближайший десятилетний период. Такая устойчивость динамики национальной капитализации среди всех развивающихся финансовых рынков характерна только для того же 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 3). 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 вело себя в разных странах по-разному: 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.

Более детальное исследование, однако, демонстрирует ошибочность упрощенного представления о влиянии количества акций, торгуемых на фондовой бирже, на размер национальной капитализации<sup>36</sup>. Регрессионный анализ не выявил устойчивой связи между этими двумя параметрами (см., например, результаты расчета по 16 крупнейшим рынкам, развитым и развивающимся, по итогам 2005 года – рис. 9).

Корреляционный анализ также не выявил устойчивой положительной связи между динамикой количества торгуемых акций и динамикой национальной капитализации. Более того, корреляционный анализ выявил

Таблица 3. Количество национальных эмитентов акций, торгуемых на национальных фондовых биржах.

| Страна                           | 1995          | 2000          | 2001          | 2002          | 2003          | 2004          | 2005          |
|----------------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| <i>Развитые рынки</i>            |               |               |               |               |               |               |               |
| Австралия                        | 1178          | 1330          | 1334          | 1355          | 1405          | 1515          | 1643          |
| Великобритания                   | 2078          | 1926          | 2438          | 2405          | 2311          | 2486          | 2757          |
| Германия                         | 678           | 744           | 749           | 715           | 684           | 660           | 648           |
| Испания                          | 362           | 1019          | 1480          | 1846          | 1995          | 2049          | 2049          |
| Италия                           | 250           | 291           | 288           | 288           | 271           | 269           | 275           |
| Канада                           | 1196          | 4000          | 4000          | 3771          | 3599          | 3572          | 3719          |
| США                              | 7671          | 7281          | 6367          | 5854          | 5295          | 5225          | 5145          |
| Франция                          | 450           | 808           | 791           | 733           | 694           | 663           | 664           |
| Япония (Токио)                   | 2263          | 2470          | 2471          | 2460          | 2174          | 2276          | 2323          |
| <b>Все развитые рынки</b>        | <b>18 936</b> | <b>23 427</b> | <b>23 342</b> | <b>22 894</b> | <b>22 110</b> | <b>22 492</b> | <b>22 990</b> |
| <i>Формирующиеся рынки</i>       |               |               |               |               |               |               |               |
| Аргентина                        | 149           | 129           | 116           | 110           | 106           | 103           | 100           |
| Бразилия                         | 543           | 464           | 426           | 396           | 389           | 386           | 342           |
| Гонконг                          | Н.д.          | 779           | 857           | 968           | 1027          | 1086          | 1124          |
| Индия **                         | 5398          | 5853          | 5795          | 5650          | 5644          | 4730          | 4763          |
| Индонезия                        | 238           | 286           | 315           | 330           | 333           | 331           | 336           |
| Казахстан                        |               | 55            | 60            | 74            | 68            | 79            | 83            |
| Китай                            | 323           | 1035          | 1160          | 1224          | 1285          | 1373          | 1377          |
| Корея                            | 721           | 702           | 1390          | 1509          | 1558          | 1570          | 1619          |
| Мексика                          | 185           | 173           | 167           | 163           | 158           | 151           | 150           |
| Польша                           | 65            | 225           | 230           | 202           | 202           | 225           | 234           |
| <b>Россия</b>                    | <b>170</b>    | <b>249</b>    | <b>236</b>    | <b>196</b>    | <b>214</b>    | <b>215</b>    | <b>277</b>    |
| Саудовская Аравия                | 69            | 73            | 76            | 68            | 70            | 73            | 77            |
| Тайвань                          | 347           | 531           | 584           | 638           | 669           | 697           | 691           |
| Турция                           | 205           | 315           | 310           | 288           | 285           | 297           | 304           |
| Украина                          | -             | 139           | 155           | 155           | 155           | 155           | 278           |
| ЮАР                              | 640           | 583           | 510           | 429           | 390           | 368           | 348           |
| <b>Все «формирующиеся рынки»</b> | <b>17 636</b> | <b>20 710</b> | <b>20 991</b> | <b>21 348</b> | <b>21 928</b> | <b>21 631</b> | <b>22 009</b> |
| <b>Весь мир</b>                  | <b>36 572</b> | <b>44 137</b> | <b>44 333</b> | <b>44 242</b> | <b>44 038</b> | <b>44 123</b> | <b>44 999</b> |

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

Составлено по: Emerging Stock Markets Factbook. Washington, за ряд лет; Global Stock Markets Factbook 2004, S&P, N.Y., 2004; Emerging Stock Markets Review. December 2005, S&P, 2005 FIBV, FESE, FEAS, FIABV, World Bank: World Development Indicators, данные отдельных бирж.

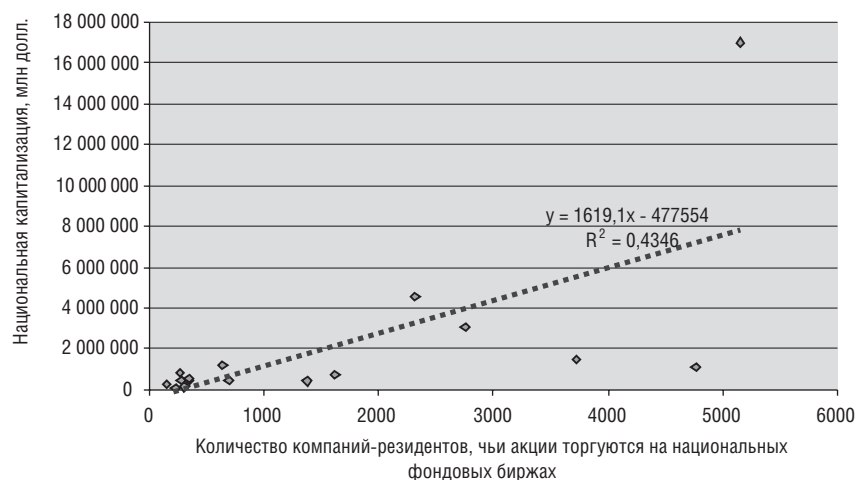
по ряду стран с развитыми и наиболее эффективными развивающимися финансовыми рынками отрицательную зависимость между динамикой количества торгуемых акций и динамикой национальной капитализации (см. таблицу 4).

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.

Был также проведен расчет корреляции между абсолютными значениями показателей количества торгуемых акций и показателей национальной капитализации, менее корректный с точки зрения теории статистики<sup>37</sup>. В этом случае также зафиксированы преимущественно отрицательные коэффициенты корреляции, а для Индии (коэффициент корреляции -0,9), Мексики (-0,73), ЮАР (-0,72) и Бразилии (-0,64) 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 заслу-

**Рис. 9.** Зависимость капитализации от количества акций на фондовой бирже, 2005 год



**Таблица 4.** Коэффициенты корреляции между годовыми приростами количества торгуемых на национальных фондовых биржах акций компаний-резидентов и годовыми приростами национальной капитализации, за период 2000–2005 гг.

| Страна         | Коэффициент | Страна  | Коэффициент |
|----------------|-------------|---------|-------------|
| Бразилия       | 0,47        | Мексика | 0,04        |
| Великобритания | -0,55       | Россия  | 0,54        |
| Германия       | -0,29       | Польша  | 0,62        |
| Гонконг        | -0,71       | США     | 0,25        |
| Индия          | 0,04        | Тайвань | -0,16       |
| Италия         | -0,45       | Турция  | 0,57        |
| Канада         | -0,03       | ЮАР     | 0,50        |
| Китай          | 0,10        | Япония  | 0,28        |
| Корея          | -0,19       |         |             |

Рассчитано по данным Мировой федерации бирж (WFE).

живает 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 пока еще 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. Все они, в конечном счете, определяют устойчивость национального фондового рынка по отношению к негативным внешним шокам и, следовательно, определяют конкурентоспособность национального рынка.

Необходимо учитывать, что высокие темпы роста капитализации России в 2000–2005 гг., достаточные для выхода на траекторию движения к идеальной модели фондового рынка, были достигнуты в период выхода мирового рынка капитала из падения после азиатского кризиса и в значительной мере были связаны с недооценкой российских активов. 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 капитализацию<sup>38</sup>;
- 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 исследования.

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 – стр. 13)<sup>39</sup>. И та, и другая диверсификация, как показала российская практика последних лет, наиболее эффективно достигается за счет активизации процессов IPO.

**Таблица 5.** Доля 10 крупнейших компаний в национальной капитализации, %

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

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

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 все 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, Ирландии<sup>40</sup>, а также некоторых других стран с крайне малыми рынками акций (см. таблицу 5).

Необходимо отметить, что межстрановое сопоставление позволяет сделать вывод о необходимости снижения концентрации капитализации в России (так как показывает очевидную маргинальность (предельность) российского рынка относительно других стран по данному показателю), 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.

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 рынок (или, по крайней мере, занятии 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 национальных 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 2015 году стать четвертой страной мира по размеру национальной капитализации.

Таблица 6. Доля отдельных стран в мировой капитализации, конец года, %

| Страна                         | 2000 | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 |
|--------------------------------|------|------|------|------|------|------|
| Австралия                      | 1,2  | 1,4  | 1,8  | 1,8  | 2,1  | 1,9  |
| Великобритания                 | 8    | 7,8  | 8,4  | 7,6  | 7,6  | 7,1  |
| Германия                       | 4    | 3,9  | 3,3  | 3,4  | 3,2  | 2,8  |
| Испания                        | 1,6  | 1,7  | 2,2  | 2,3  | 2,5  | 2,2  |
| Италия                         | 2,4  | 1,9  | 0,8  | 1,9  | 2,1  | 1,9  |
| Канада                         | 2,6  | 2,2  | 2,8  | 2,8  | 3,1  | 3,5  |
| США                            | 47   | 50,4 | 43,4 | 44,3 | 43,1 | 39,6 |
| Франция                        | 4,5  | 4,2  | 4,5  | 4,2  | 4,1  | 4    |
| Япония                         | 9,8  | 8,2  | 9,9  | 9,2  | 9,4  | 10,7 |
| <i>Все развитые рынки</i>      | 92,3 | 91,3 | 88,9 | 89,1 | 87,8 | 84,9 |
| Аргентина                      | 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  |
| Индия                          | 0,4  | 0,4  | 0,6  | 0,9  | 1    | 1,3  |
| Индонезия                      | 0,1  | 0,1  | 0,1  | 0,2  | 0,2  | 0,2  |
| Казахстан                      | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    |
| Китай                          | 1,8  | 1,9  | 2,2  | 1,6  | 1,2  | 0,9  |
| Корея                          | 0,5  | 0,8  | 1,2  | 1    | 1,1  | 1,7  |
| Мексика                        | 0,4  | 0,5  | 0,5  | 0,4  | 0,5  | 0,6  |
| Польша                         | 0,1  | 0,1  | 0,1  | 0,1  | 0,2  | 0,2  |
| <i>Россия</i>                  | 0,1  | 0,3  | 0,5  | 0,6  | 0,7  | 1,2  |
| Саудовская Аравия              | 0,2  | 0,3  | 0,4  | 0,5  | 0,8  | 1,5  |
| Тайвань                        | 0,8  | 1,1  | 1,2  | 1,2  | 1,2  | 1,1  |
| Турция                         | 0,2  | 0,2  | 0,2  | 0,2  | 0,3  | 0,4  |
| Украина                        | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    | 0,1  |
| ЮАР                            | 0,6  | 0,5  | 0,8  | 0,8  | 1,2  | 1,3  |
| <i>Все формирующиеся рынки</i> | 7,7  | 8,7  | 11,1 | 10,9 | 12,2 | 15,1 |
| <b>Весь мир</b>                | 100  | 100  | 100  | 100  | 100  | 100  |

*Составлено по: Emerging Stock Markets Factbook, IFC, Washington 1995–1998; Global Stock Markets Factbook 2004, S&P, N.Y., 2004; Emerging Stock Markets Review. December 2005, S&P, 2005; World Federation of Exchanges database (www.world-exchanges.org); FEAS Yearbook (www.feas.org); данные бирж.*

## 1.2. Доля России в мировом фондовом рынке по капитализации

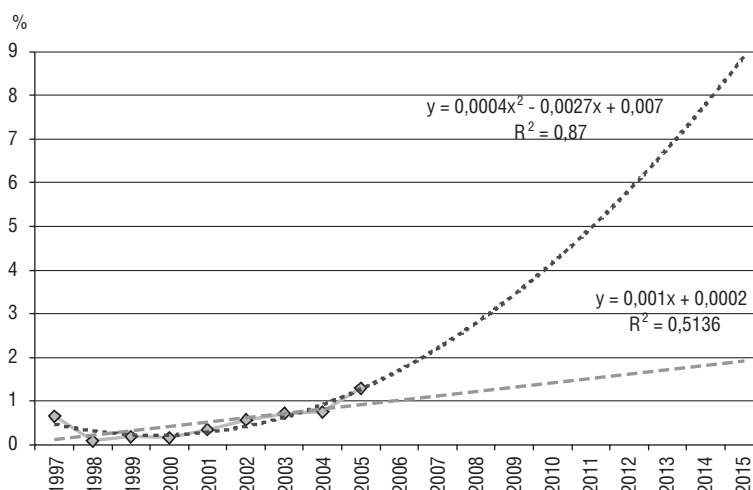
Перемещение России с 13-го места, которое она занимает сегодня (см. рис. 1), на 4-е место в мире по размеру капитализации означает существенный рост доли России в мировой капитализации. Именно изменение доли страны в мировой капитализации следует признать наиболее простым интегральным показателем изменения 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 в 2005 году составила 1,2% (см. таблицу 6). В 2004 году доля России составляла 0,74%<sup>41</sup>.

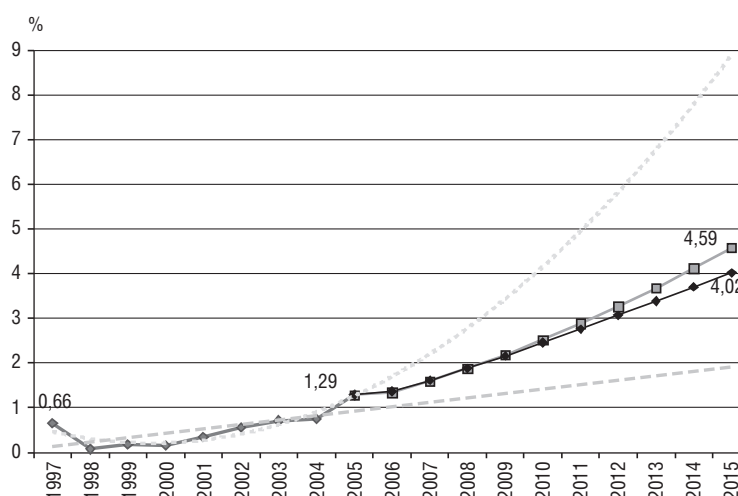
Несмотря на крайне короткий ряд фактических значений, он позволяет определить полосу возможных будущих значений данного показателя<sup>42</sup>. Используя параметры регрессионных уравнений, можно сделать вывод о том, что крайними вариантами изменения этого показателя в будущем являются полиномиальный тренд и линейный тренд<sup>43</sup> (см. рис. 10). 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 поли-

**Рис. 10.** Доля России в мировой капитализации (возможные предельные значения), %



**Рис. 11.** Доля России в мировой капитализации (прогноз), %

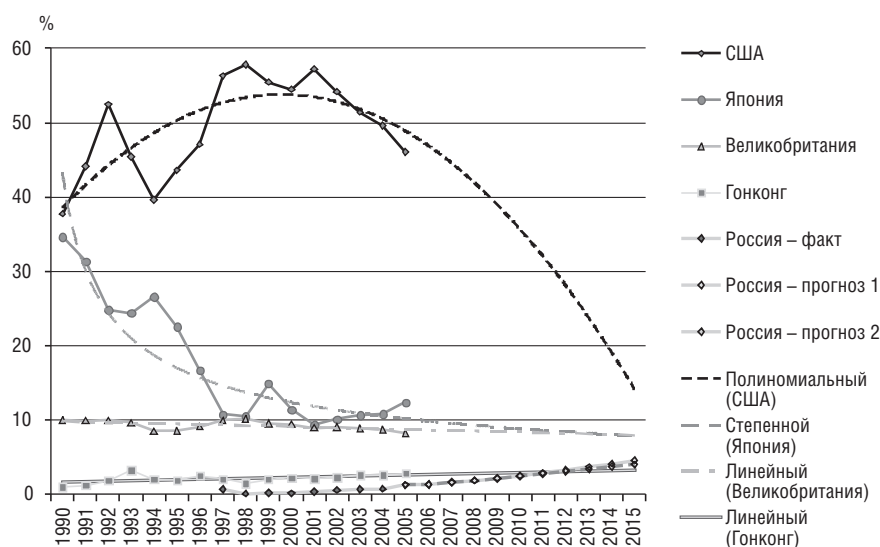


тики – от 4 до 4,6% к концу 2015 года. Именно этот диапазон ограничивают два модернизированных тренда, основанных на комбинации полиномиального и линейного трендов<sup>44</sup> (см. рис. 11). Данные тренды примерно соответствуют двум вариантам роста капитализации России в рамках оптимистичного сценария развития национального фондового рынка (см. рис. 8 на стр. 34). Это означает, что данные тренды могут быть приняты в качестве целевых значений показателя доли России в мировой капитализации.

В случае реализации оптимистичного сценария доля России в мировой капитализации к 2015 году превысит долю Гонконга и начнет приближаться к долям Великобритании и Японии в мировой капитализации (при условии сохранения тех трендов изменения долей отдельных стран, которые наблюдаются сегодня). Такой прогноз изменения доли России в мировой капитализации является в определенном смысле обоснованием выбора в качестве одного из целевых показателей идеальной модели фондового рынка выхода России на четвертое место в мире по уровню национальной капитализации (см. рис. 12).

Следует отметить, что приведенный на данном рисунке инерционный прогноз динамики доли США в мировой капитализации необходимо воспринимать прежде всего на качественном уровне: в долгосрочной пер-



**Рис. 12.** Доли крупнейших национальных рынков в мировой капитализации, %

Рассчитано на основе данных WFE.

спективе 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. Достаточно резкое отрицательное ускорение тренда обусловлено специфическими условиями 2001–2005 гг. Скорее всего, доля США к 2015 году в мировой капитализации снизится до уровня 30–35%. Это ведет к необходимым корректировкам долей других стран, однако эти корректировки не превосходят долей процента.

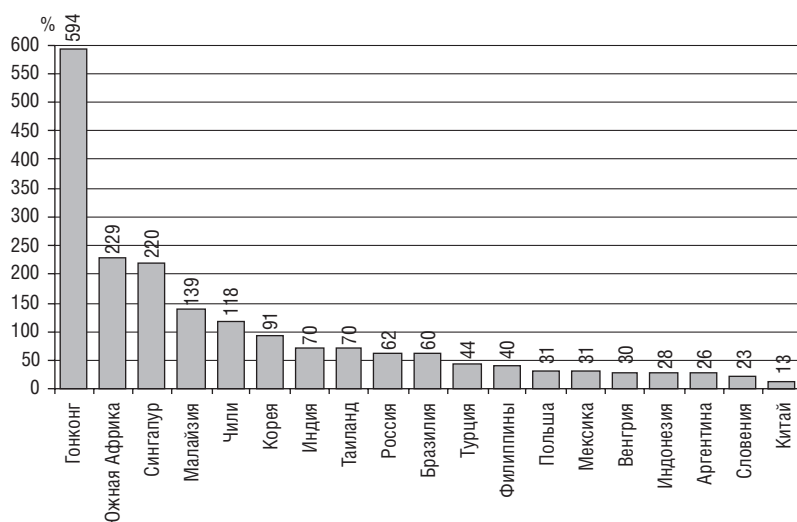
### 1.3. Соотношение капитализации и валового внутреннего продукта

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. В настоящее время страны с развивающимися финансовыми рынками значительно различаются по соотношению капитализации и ВВП (см. рис. 13).

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.

**Рис. 13.** Соотношение капитализации и ВВП по странам с развивающимися финансовыми рынками в 2005 году, %



Расчеты за период 1961–2005 гг. показывают, что в странах с развитым рынком капитала (США и Великобритании) среднегодовые темпы роста ВВП и фондовых индексов примерно совпадают; или, как в Японии и Германии, заметно опережают темпы роста фондовых индексов (см. таблицу 7).

В течение 45-летнего периода на 1% прироста ВВП в текущих ценах в среднем за год в США приходилось 0,99% прироста индекса DJIA, в Великобритании – 1,04% сводного индекса FT, в Японии – 0,64% прироста индекса; в Индии как стране с развивающимся рынком – 1,81% прироста индекса. В Германии за период 1971–2005 гг. 1% прироста ВВП обеспечивался 0,75% прироста индекса.

С 1990-х годов для большинства развитых и развивающихся рынков капитала 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 в целом свидетельствует об усилении роли фондовых рынков в поддержании экономического роста (см. рис. 14). Однако наиболее ярким исключением из данных правил является материковый Китай, где высокие темпы роста ВВП обеспечивались в условиях долгосрочного падения 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.

Из приведенных в таблице 7 и на рисунке 13 стран Россия выделяется более выраженным опережением темпов роста фондового индекса (РТС) над темпами роста ВВП. По данным за период 1996–2005 гг. 1% прироста ВВП России сопровождался 4,4% прироста фондового индекса. Из рассмотренных десяти национальных рынков капиталов это оказалось самым высоким показателем. 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 указанный 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 и коэффициент корреляции между двумя показателями в среднем по странам составляет 0,84, картина соотношения роста ВВП и фондовых индексов мало чем отличается от рассмотренного выше соотношения капитализации

**Таблица 7.** Сравнение среднегодовых темпов роста ВВП и фондовых индексов по ряду стран за период 1961–2005 гг.

|                             | Среднегодовые темпы роста, % |           |           |           |           |             |
|-----------------------------|------------------------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-------------|
|                             | 1961–1970                    | 1971–1980 | 1981–1990 | 1991–2000 | 2001–2005 | 1961–2005 * |
| <b>США</b>                  |                              |           |           |           |           |             |
| ВВП в текущих ценах         | 7,05                         | 10,40     | 7,63      | 5,40      | 4,94      | 7,32        |
| Фондового индекса           | 2,43                         | 2,34      | 12,68     | 15,20     | -0,01     | 7,26        |
| Прирост индекса/прирост ВВП | 0,34                         | 0,23      | 1,66      | 2,81      | 0,00      | 0,99        |
| <b>Великобритания</b>       |                              |           |           |           |           |             |
| ВВП в текущих ценах         | 5,54                         | 16,24     | 6,96      | 3,98      | 9,37      | 8,31        |
| Фондового индекса           | 3,57                         | 9,81      | 15,60     | 10,95     | -2,27     | 8,62        |
| Прирост индекса/прирост ВВП | 0,64                         | 0,60      | 2,24      | 2,75      | -0,24     | 1,04        |
| <b>Япония</b>               |                              |           |           |           |           |             |
| ВВП в текущих ценах         | 16,47                        | 18,71     | 11,86     | 4,83      | -0,08     | 11,52       |
| Фондового индекса           | 6,04                         | 12,55     | 17,65     | -2,12     | -2,35     | 7,32        |
| Прирост индекса/прирост ВВП | 0,37                         | 0,67      | 1,49      | -0,44     | 28,48     | 0,64        |
| <b>Германия</b>             |                              |           |           |           |           |             |
| ВВП в текущих ценах         | 9,99                         | 16,20     | 7,71      | 2,92      | 8,28      | 8,85        |
| Фондового индекса           |                              | 0,95      | 14,19     | 11,23     | -6,06     | 6,67        |
| Прирост индекса/прирост ВВП |                              | 0,06      | 1,84      | 3,85      | -0,73     | 0,75        |
| <b>Франция</b>              |                              |           |           |           |           |             |
| ВВП в текущих ценах         | 9,07                         | 17,38     | 7,07      | 0,98      | 10,15     | 4,03        |
| Фондового индекса           |                              |           |           | 14,29     | -5,49     | 7,70        |
| Прирост индекса/прирост ВВП |                              |           |           | 14,64     | -0,54     | 1,91        |
| <b>Люксембург</b>           |                              |           |           |           |           |             |
| ВВП в текущих ценах         | 7,85                         | 15,76     | 10,74     | 6,07      | 13,54     | 10,22       |
| Фондового индекса           |                              |           |           |           | 6,74      | 10,39       |
| Прирост индекса/прирост ВВП |                              |           |           |           | 0,50      | 1,02        |
| <b>Индия</b>                |                              |           |           |           |           |             |
| ВВП в текущих ценах         | 5,76                         | 11,83     | 6,66      | 4,01      | 11,47     | 7,55        |
| Фондового индекса           | 1,39                         | 4,58      | 24,31     | 21,73     | 19,32     | 13,70       |
| Прирост индекса/прирост ВВП | 0,24                         | 0,39      | 3,65      | 5,42      | 1,68      | 1,81        |
| <b>Гонконг</b>              |                              |           |           |           |           |             |
| ВВП в текущих ценах         | 12,85                        | 22,67     | 10,51     | 8,65      | 1,12      | 6,14        |
| Фондового индекса           |                              |           |           | 24,27     | 1,98      | 16,84       |
| Прирост индекса/прирост ВВП |                              |           |           | 2,80      | 1,77      | 2,74        |
| <b>Россия</b>               |                              |           |           |           |           |             |
| ВВП в текущих ценах         |                              |           |           | -5,16     | 24,35     | 9,59        |
| Фондового индекса**         |                              |           |           | 50,19     | 34,99     | 42,59       |
| Прирост индекса/прирост ВВП |                              |           |           | -9,72     | 1,44      | 4,44        |
| <b>Китай</b>                |                              |           |           |           |           |             |
| ВВП в текущих ценах         |                              |           | 2,79      | 11,47     | 15,84     | 17,21       |
| Фондового индекса           |                              |           |           |           |           | -7,74       |
| Прирост индекса/прирост ВВП |                              |           |           |           |           | -0,45       |

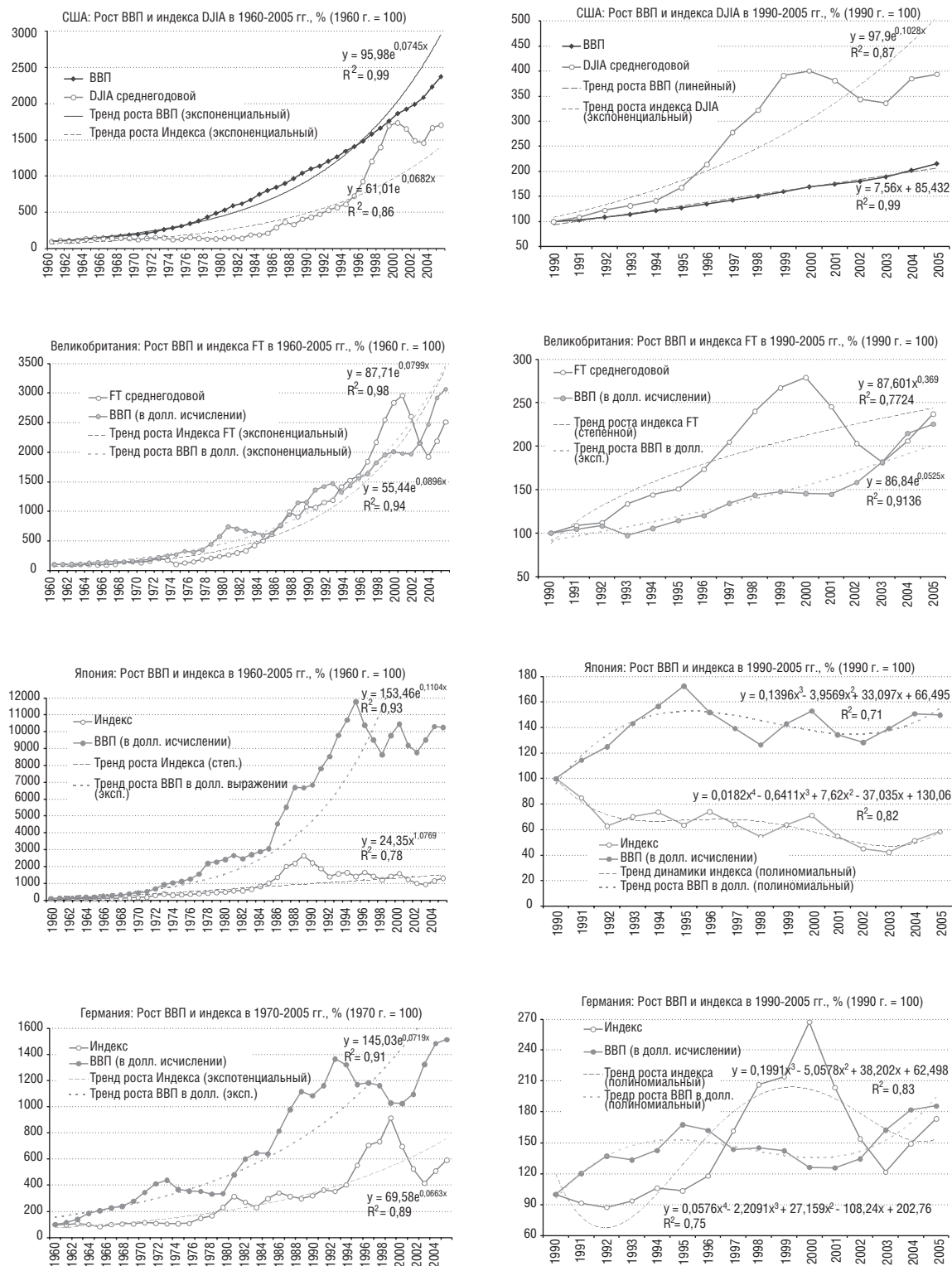
\* В данной колонке приводятся данные по Германии за период 1971–2005 гг.; Франции – 1991–2005 гг.; Люксембургу – 1999–2005 гг.; Гонконгу – 1991–2005 г.; Китаю – 2002–2005 гг.; России – 1996–2005 гг.;

\*\* – среднегодовое значение.

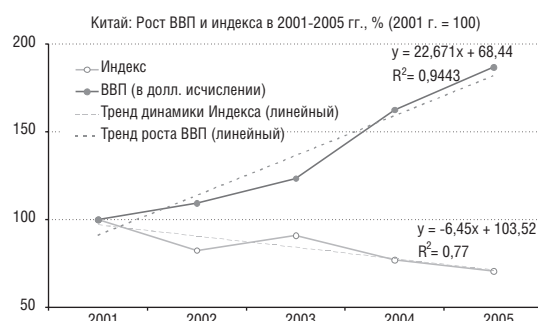
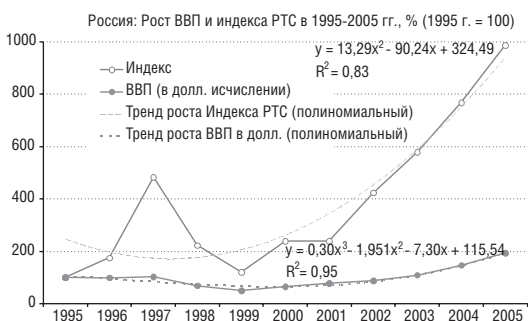
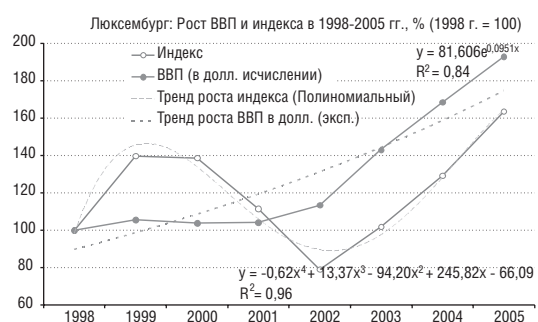
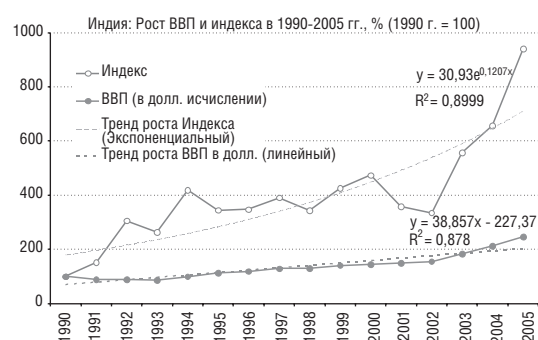
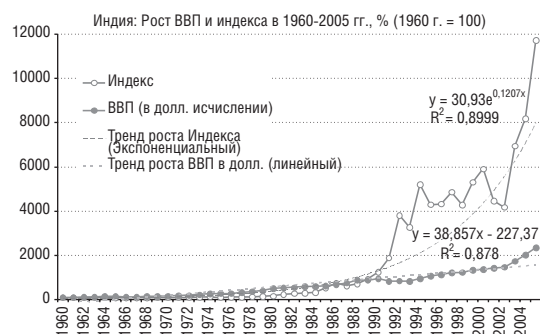
и ВВП. За рассматриваемый период в среднем по миру на 1% прироста ВВП приходится 2,3% прироста индексов. В России указанный показатель составляет около 6,3%, уступая лишь данным по Аргентине (62,1%) и Турции (8,6%). По темпам роста капитализации российский рынок акций за прошедшие годы рос в три раза быстрее среднемировых показателей.

Создание «идеального» фондового рынка в России к 2015 г. должно предусматривать формирование более тесной 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

Рис. 14. Темпы роста ВВП и фондовых индексов в отдельных странах



Продолжение рис. 14

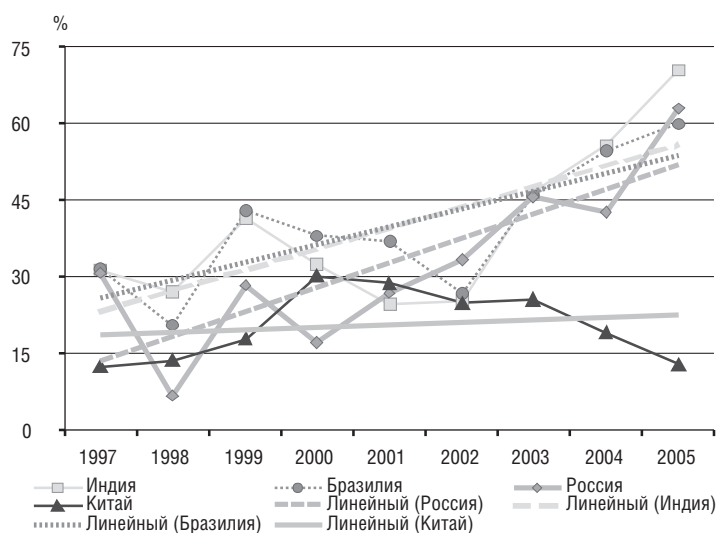


**Источник:** рассчитано по базам данных МВФ, ВБ, Всемирной Федерации бирж и информационного ресурса [www.globalfindata.com](http://www.globalfindata.com)

на российском фондовом рынке разрыва между темпами роста капитализации и ВВП, когда за прошедшие 10 лет процент роста ВВП обеспечивался 9% роста капитализации. Это позволит при среднегодовых темпах роста капитализации российских компаний в 2006–2015 гг. согласно оптимистическому сценарию прогноза в размере 20% достичь среднегодового роста ВВП за этот период в размере 6,7%.

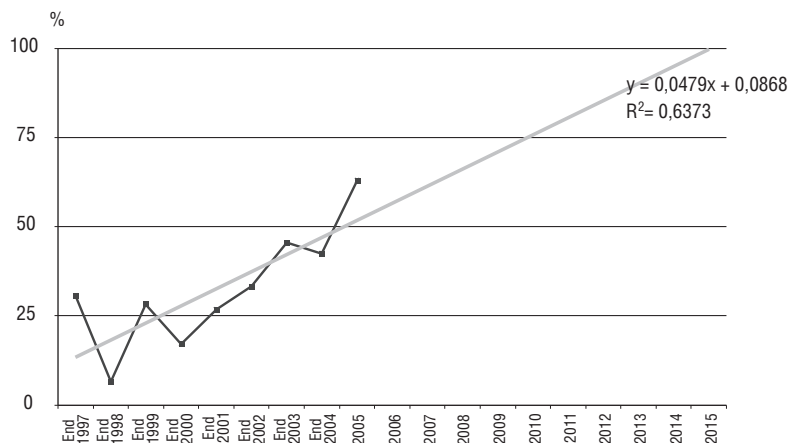
В течение 1997–2005 гг. соотношение капитализации и ВВП в России росло быстрее, чем в странах, являющихся основными конкурентами России на мировом рынке капиталов, – Бразилии, Индии, Китае. Об этом свидетельствует более высокий угол наклона российского тренда по сравнению с трендами Бразилии, Индии и Китая (см. рис. 15). Данное обстоятельство особенно ценно тем, что более высокая динамика роста роли фон-

**Рис. 15.** Динамика соотношения капитализации и ВВП на развивающихся рынках, 1997–2005 гг.



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

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



дового рынка в экономике России проявляется на данном временном отрезке, несмотря на более глубокое падение российского фондового рынка, зафиксированное в период кризиса 1997–1998 гг.

Линейный тренд российского соотношения капитализации и ВВП обладает достаточно высоким качеством объясняемости (R-квадрат около 0,64). Поэтому его можно успешно использовать для инерционного прогнозирования данного соотношения. Инерционное продление тренда данного показателя показывает, что к 2015 году можно ожидать выхода указанного соотношения на уровень 100% (см. рис. 16).

Это означает, что цель оптимальной государственной политики на фондовом рынке можно сформулировать также в следующем виде: сохранить существующий 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 капита-

ла, 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 капитал<sup>45</sup>. 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. 3), 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 (IPO). Поэтому на сегодняшний день IPO в России 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 IPO на внутреннем рынке, составил 9,5 млрд рублей (331 млн долл.), в 2005 году – 6,1 млрд рублей (223 млн долл.), в первом полугодии 2006 года – 16,7 млрд рублей (611 млн долл.). Объем нового капитала, полученного российскими корпорациями в результате IPO, проведенных на внешних рынках, существенно выше: 233 млн долл. в 2004 году, 2,5 млрд долл. в 2005 году, 1,0 млрд долл. за первое полугодие 2006 года<sup>46</sup>.

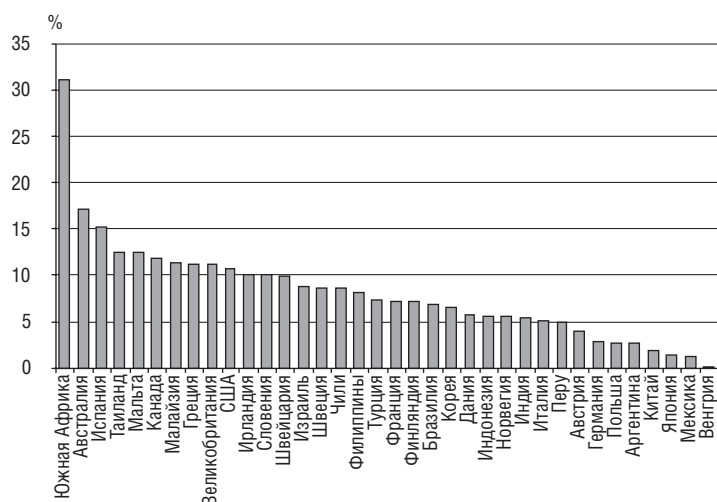
Напротив, в других странах привлечение капитала на внутреннем фондовом рынке посредством размещения акций играет существенно более важную роль в национальном инвестиционном процессе (см. рис. 17).

Известно, что активность IPO в странах с развитыми финансовыми рынками 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. 18).

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. 19). 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 среди не только 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.

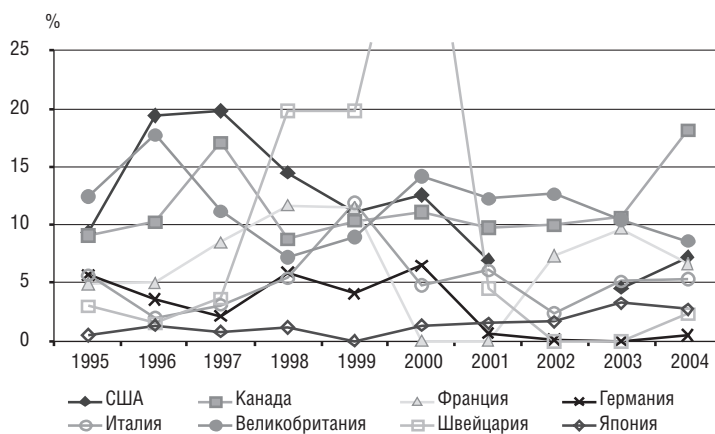
**Рис. 17.** Соотношение объема чистого привлеченного капитала и валовых инвестиций в основной капитал, средневзвешенное за 1995–2004 гг.



*Примечание.* По Индии и Китаю соотношение рассчитано за период 2001–2003 гг.

*Источник:* Мировая федерация бирж.

**Рис. 18.** Соотношение капитала, привлеченного посредством IPO на национальных биржах, и объема инвестиций в основной капитал

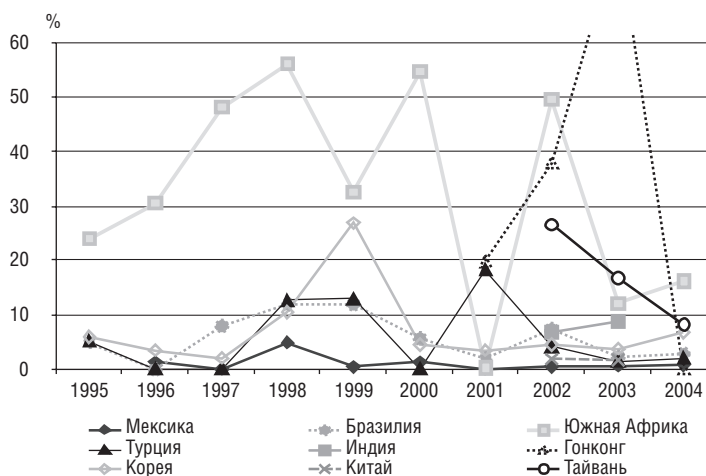


*Источник:* Мировая федерация бирж.

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 достаточно 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.



**Рис. 19.** Динамика соотношения чистого привлеченного капитала посредством IPO на национальных биржах и валовых инвестиций в основной капитал на крупнейших развивающихся рынках



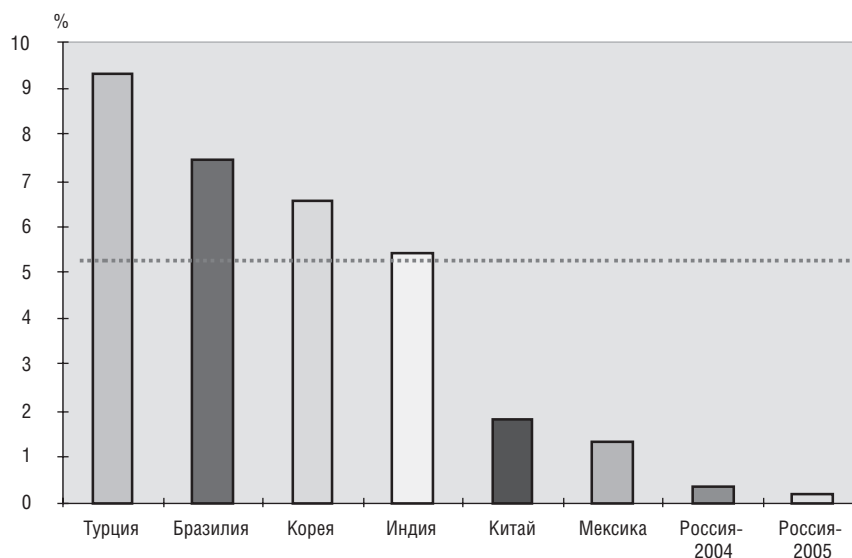
Россия в данной области имеет чрезвычайно большой нереализованный потенциал роста (как собственно объема IPO, так и, как следствие, национальной капитализации). Многие российские корпорации в настоящее время уже являются по своей природе транснациональными, либо превращаются в транснациональные корпорации, либо неизбежно будут двигаться в данном направлении в ближайшем будущем. Однако пока еще почти никто из них не реализовал проект IPO. Многие из российских транснациональных корпораций присутствуют на рынке акций в качестве эмитентов, их акции имеют достаточно 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.

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 – забюрократизированность процессов принятия решения в этих корпорациях, являющаяся следствием 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.

**Рис. 20.** Средневзвешенное соотношение чистого привлеченного капитала и валовых инвестиций в основной капитал за период 1995–2003 гг.



**Примечание:** пунктирной линией показана среднеарифметическая величина соотношения по шести странам (Турция, Бразилия, Корея, Индия, Китай, Мексика).

Наблюдаемый в настоящее время опыт успешных размещений на бирже Гонконга акций китайских компаний 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 для большинства российских корпораций может быть более интересен опыт других стран с развивающимися финансовыми рынками. Кроме того, в ближайшие годы ожидать резкой активизации крупнейших российских корпораций на рынке IPO не приходится. Поэтому в качестве ориентира в данной области следует использовать показатели оставшихся 6 стран с крупными развивающимися рынками. На рис. 20 видно, что Россия в настоящее время отстает от этих стран более чем на порядок. 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%. Именно такой уровень данного соотношения примерно характерен для второй группы лидеров среди развивающихся рынков (Таиланд, Малайзия), так и для стран с крупнейшими фондовыми рынками с наиболее активными сегментами IPO (Великобритания, США, Швейцария, Канада).

Объем инвестиций в основной капитал в 2005 году в России составил 3,4 трлн руб. (более 120 млрд долл.). Следовательно, в ценах 2005 года при существовании идеальной модели фондового рынка в России российские предприятия посредством рынка акций могли бы привлекать к 2015 году в среднем за год 13,2 млрд долл. Перевод данной цифры в текущие цены 2015 года затруднен по причине низкого качества прогноза двух важнейших коэффициентов данного перевода – курса рубля к доллару и темпов изменения цен на продукцию инвестиционного назначения<sup>47</sup>. Поэтому возможный разброс оценок объема IPO на внутренних рынках в 2015 году в ценах 2015 года весьма высок: от 61 до 148 млрд долл.

Объем IPO в ценах 2005 года на уровне 13,2 млрд долл. – это величина, превосходящая среднегодовой (за период 2000–2004 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<sup>48</sup>.

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

**Таблица 8.** Прогнозные значения показателя соотношения объема привлеченного капитала к объему инвестиций в основной капитал, %

| Сценарии    | 2008 | 2010 | 2012 | 2014 | 2016 |
|-------------|------|------|------|------|------|
| инерционный | 1,1  | 1,3  | 1,6  | 2,1  | 2,8  |
| идеальный   | 2,4  | 7,7  | 9,4  | 10,6 | 11,2 |

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

Целевой уровень объема IPO, необходимый для достижения соотношения, характеризующего роль фондового рынка в инвестиционных процессах, характерного для идеальной модели фондового рынка, превосходит текущий уровень объема IPO более чем в 50 раз. Поэтому дополнительно рассмотрим возможную динамику выхода на целевые уровни по соотношению объема IPO и объема инвестиций в основной капитал. Прогнозная динамика данного показателя существенно различается для инерционного сценария и идеального сценария (см. таблицу 8).

Поэтому в данном направлении движения к идеальной модели фондового рынка особенно важна активная стимулирующая роль государственного регулирования. Целесообразно сформировать долгосрочную стратегию развития рынка IPO в России, имея в виду, что, во-первых, это важнейший фактор выживания национального фондового рынка в глобальной конкуренции конца XX – начала XXI века и, во-вторых, это важнейший фактор активизации инвестиционных процессов в реальном секторе экономики и кардинального повышения эффективности народного хозяйства в целом.

## 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 впервые стало выше среднего соотношения по всем развивающимся рынкам (см. рис. 21).

В сравнении с большинством крупных развивающихся рынков Россия уже не выглядит сильно недооцененным рынком, как это было в 2000–2002 гг. (см. таблицу 9).

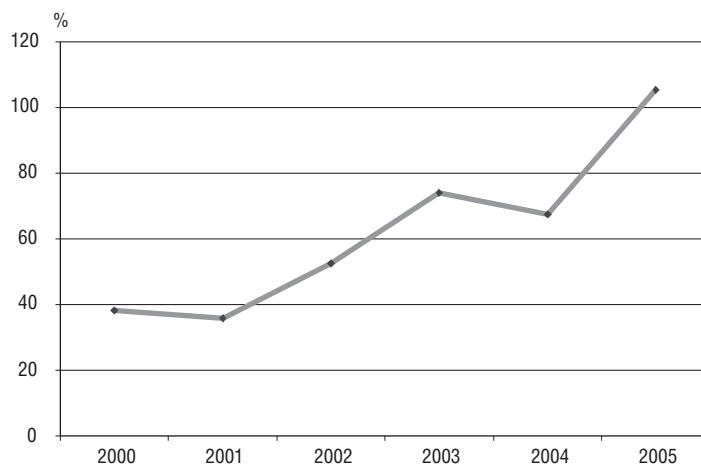
В то же время необходимо отметить, что существует иная оценка уровней данного соотношения, основанная на данных фондовых бирж. Эта оценка свидетельствует не просто о достижении Россией среднего (по развивающимся рынкам) уровня, а о значительно более высокой оценке российских акций со стороны мирового рынка, чем акции других стран с развивающимися финансовыми рынками (см. таблицу 10).

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 (см. рис. 22).

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 (см. таблицу 11).

Определить конкретное оптимальное значение P/E, характеризующее достижение фондовым рынком идеального состояния, невозможно. Как показывает анализ, уровень PER влияет на несколько обобщающих

**Рис. 21.** P/E России относительно P/E всех развивающихся рынков, %



Рассчитано по данным МВФ (April 2006 Global Financial Stability Report).

**Таблица 9.** P/E Ratio России и развивающихся рынков, 1999–2005 гг.

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

Источник: МВФ (April 2006 Global Financial Stability Report).

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.

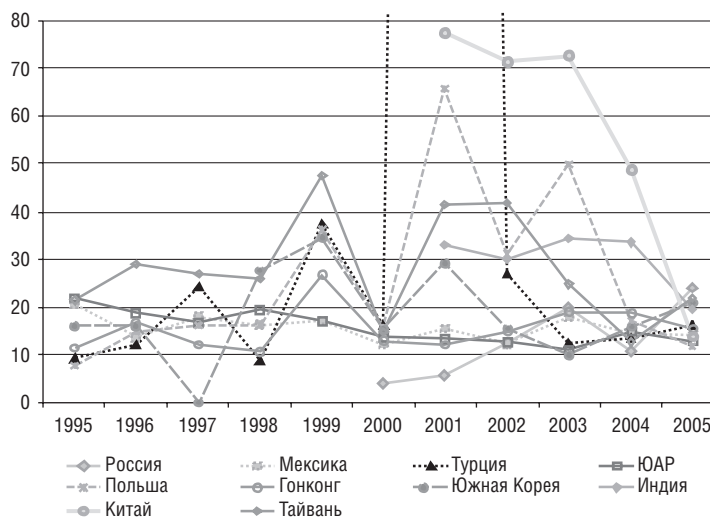
Однако, с другой стороны, более высокий уровень P/E также может указывать и на последующую негативную (относительно мирового рынка капитала) динамику национальных фондовых индексов и национальной капитализации и, соответственно, на значительное снижение доли национального фондового рынка в мировом рынке 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%.

Таблица 10. P/E Ratio России и развивающихся рынков, 2000–2005 гг.

| Страна                     | 2000  | 2001  | 2002   | 2003  | 2004 | 2005 |
|----------------------------|-------|-------|--------|-------|------|------|
| <i>Развитые рынки</i>      |       |       |        |       |      |      |
| США                        | 179,2 | 30,8  | 31,2   | 41,6  | 18,5 | 14,7 |
| Канада                     | 23    | Н.д.  | 42,4   | 19,7  | 18,8 | 19,9 |
| Италия                     | 22,4  | 21,3  | 16,8   | 15,7  | 22,1 | 16   |
| Франция                    | 18,1  | 14,1  | 12,4   | 16,8  | 13,2 | 15,1 |
| Великобритания             | 23,3  | 20,3  | 17,7   | 18,3  | 14,7 | 14   |
| Швейцария                  | 17    | 21    | 29,6   | 19,3  | 14   | Н.д. |
| Япония                     | 620,2 | 525,6 | отриц. | 438,6 | 44,1 | 50,4 |
| Нидерланды                 | 21,3  | 15,6  | 12,9   | 14,9  | 11,4 | 13,3 |
| Бельгия                    | 14,5  | 11    | 10     | 13,6  | 14,3 | 16   |
| <i>Развивающиеся рынки</i> |       |       |        |       |      |      |
| Россия                     | 3,8   | 5,6   | 12,4   | 19,9  | 10,8 | 24,1 |
| Мексика                    | 12,2  | 15,6  | 12,5   | 17,9  | 14,6 | 14,2 |
| Турция                     | 16,1  | 824,4 | 27     | 12,3  | 13,3 | 16,2 |
| ЮАР                        | 13,5  | 13,3  | 12,6   | 11,3  | 14,8 | 12,8 |
| Польша                     | 15,9  | 65,9  | 31,2   | 49,9  | 17,1 | 11,7 |
| Гонконг                    | 12,8  | 12,2  | 14,9   | 18,9  | 18,7 | 15,6 |
| Южная Корея                | 15,4  | 29,3  | 15,6   | 10,1  | 15,8 | 20,8 |
| Индия                      | Н.д.  | 33    | 29,8   | 34,2  | 33,6 | 19,4 |
| Китай                      | Н.д.  | 77,5  | 71,4   | 72,7  | 48,9 | 13,9 |
| Тайвань                    | 14,8  | 41,6  | 41,8   | 24,8  | 12,6 | 21,9 |

Источник: База данных Мировой федерации бирж ([www.world-exchanges.org](http://www.world-exchanges.org)).

Рис. 22. Динамика P/E Ratio на крупнейших развивающихся рынках



Рассчитано по данным Мировой федерации бирж.

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 опреде-

**Таблица 11.** Р/Е России в отношении к аналогичным показателям в среднем по развитым и развивающимся рынкам (по данным Мировой федерации бирж).

|                           | 2000  | 2001  | 2002 | 2003  | 2004  | 2005 |
|---------------------------|-------|-------|------|-------|-------|------|
| PER России                | 3,8   | 5,6   | 12,4 | 19,9  | 10,8  | 24,1 |
| PER развитых рынков       | 129,0 | 105,5 | 21,4 | 81,4  | 20,8  | 21,7 |
| PER США                   | 179,2 | 30,8  | 31,2 | 41,56 | 18,46 | 14,7 |
| PER развивающихся рынков  | 13,1  | 111,8 | 26,9 | 27,2  | 20,0  | 17,1 |
| Соотношение PER России и: |       |       |      |       |       |      |
| PER развитых рынков       | 0,03  | 0,05  | 0,58 | 0,24  | 0,52  | 1,11 |
| PER США                   | 0,02  | 0,18  | 0,40 | 0,48  | 0,59  | 1,64 |
| PER развивающихся рынков  | 0,29  | 0,05  | 0,46 | 0,73  | 0,54  | 1,41 |

***Примечание.** Показатель PER развитых рынков рассчитан как средняя арифметическая PER по следующим странам: США, Канада, Великобритания, Франция, Италия, Швейцария, Япония. Показатель PER развивающихся рынков рассчитан как средняя арифметическая PER по следующим странам: Гонконг, Индия, Китай, Малайзия, Мексика, Польша, Россия, Турция, Южная Африка, Южная Корея.*

*Рассчитано по данным Мировой федерации бирж.*

ление конкретного числового значения данного показателя конкурентоспособности национального фондового рынка, характеризующего идеальную модель национального фондового рынка, невозможно.

Показатель Р/Е 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 наиболее соответствует понятию идеального фондового рынка высокий уровень стабильности показателя Р/Е национально-го рынка относительно среднемировых значений. При этом еще одним признаком идеального рынка является незначительное устойчивое превышение Р/Е национального рынка над средними значениями по соответствующей группе стран. Именно такое поведение Р/Е указывает на наличие более высокой долгосрочной инвестиционной привлекательности национального рынка по сравнению с рынками стран-конкурентов.

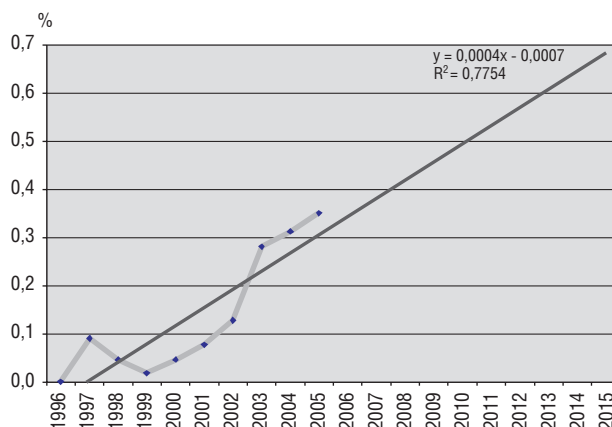
## 1.6. Ликвидность рынка акций

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 работах<sup>49</sup> 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 роста<sup>50</sup>.

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 необ-

**Рис. 23.** Доля российских бирж в мировом биржевом обороте акций

Рассчитано на основе данных WFE и ЦРФР.

ходимо 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 крайне невелика – по итогам 2005 года она составила 0,35% (во внимание принимались только страны с фондовыми биржами, являющимися полными членами Мировой федерации бирж). 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%). Несмотря на столь незначительную величину, динамика изменения доли России в общемировом биржевом обороте акций весьма позитивна – в 1996 году доля России составляла всего 0,0002%.

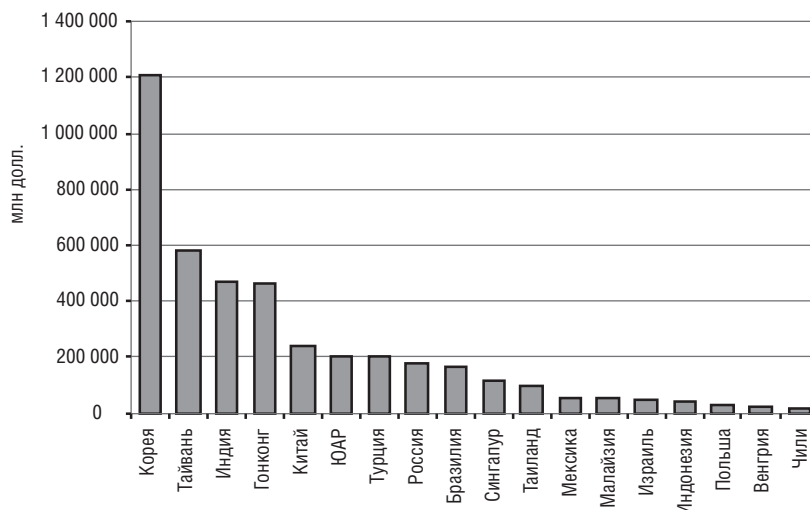
Построение прогноза на основе продления сложившегося в 1996–2005 гг. линейного тренда привело к следующим результатам: при условии сохранения существующих (достаточно устойчивых, о чем свидетельствует высокий коэффициент детерминации) тенденций роста доля России в мировом биржевом обороте акций в 2015 году составит менее 0,7% (см. рис. 23).

Как представляется, это крайне мало для того, чтобы не только характеризовать фондовый рынок России в 2015 году как идеальный, но и даже для того, чтобы удержать существующие позиции на мировом рынке капитала. Другими словами, такая динамика роста доли России ведет к опасности проигрыша конкурентам (другим крупным развивающимся рынкам) и в последующем может привести к утрате Россией внутреннего биржевого рынка акций. Для того чтобы характеризовать рынок акций как соответствующий идеальной модели фондового рынка, требуется значительно более высокая доля мирового оборота акций и, соответственно, более высокая ликвидность.

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. При этом ее доля в мировом объеме биржевой торговли акциями должна превосходить аналогичные доли всех остальных стран группы BRIC.
3. Россия должна быть абсолютным лидером среди стран с развивающимися финансовыми рынками по соотношению объема биржевых сделок с акциями и капитализации.

**Рис. 24.** Крупнейшие развивающиеся рынки по объему биржевой торговли акциями в 2005 году



Рассчитано по данным WFE, ММВБ, РТС.

**Примечание.** Биржевой оборот акций в России рассчитан как сумма оборотов акций группы ММВБ и группы РТС.

С точки зрения первого условия (учитывающего показатель абсолютного объема биржевой торговли) Россия в настоящее время ощутимо далека от лидирующих позиций в области ликвидности рынка акций. По результатам 2005 года она занимает лишь 8-е место среди развивающихся рынков акций (см. рис. 24).

Из всех стран с развивающимися финансовыми рынками наиболее вероятными конкурентами России за капиталы мировых инвесторов с точки зрения ликвидности внутренних биржевых рынков акций являются три группы стран:

- 1) могущие получить значительный (более чем пятикратный) отрыв от России: Корея (прогнозное значение объема биржевой торговли акциями в 2015 году значительно, почти в девять раз, выше современного объема биржевой торговли акциями в России);
- 2) могущие получить двух-трехкратный отрыв от России: Индия, Тайвань, Гонконг, Китай;
- 3) с примерно совпадающими трендами: ЮАР и 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.

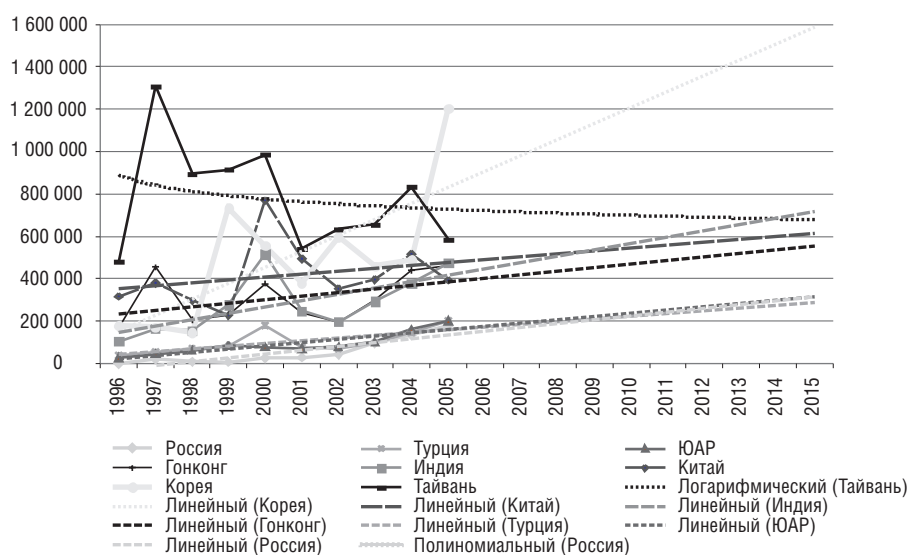
Очевидно, что лишь продолжения линейного роста объема торговли акциями недостаточно, чтобы обеспечить выполнение первого условия. Более того, даже при увеличении темпов роста объемов биржевой торговли акциями в России до уровня полиномиального тренда Россия в 2015 году будет значительно уступать Корею по объему торговли акциями (см. рис. 25). Тем не менее в качестве рабочей гипотезы предположим, что объема биржевой торговли акциями в 1 трлн долл. в 2015 году будет достаточно для того, чтобы обеспечить необходимые конкурентные преимущества России на мировом рынке капитала, что является важнейшим признаком формирования оптимальной модели фондового рынка.

Переход на полиномиальную траекторию роста объема торговли акциями 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. Необходимо активно использовать корейский опыт для стимулирования интенсивного роста ликвидности фондового рынка.

На наш взгляд, следует выделить несколько факторов, обеспечивших устойчивое динамичное наращивание ликвидности рынка акций в Корею:

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.



**Рис. 25.** Объем биржевой торговли акциями в странах с развивающимися финансовыми рынками, млн долл.

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

- Активное вовлечение средств населения в операции с ценными бумагами, и особенно активное вовлечение населения в участие в акционерном капитале (в 2004 году в Корею в структуре корпоративной собственности население занимало 45,7%<sup>51</sup>).
- Наличие крупной (по меркам развивающихся рынков) индустрии коллективных инвестиций (стоимость чистых активов паевых инвестиционных фондов в Корею составляет 26% ВВП).

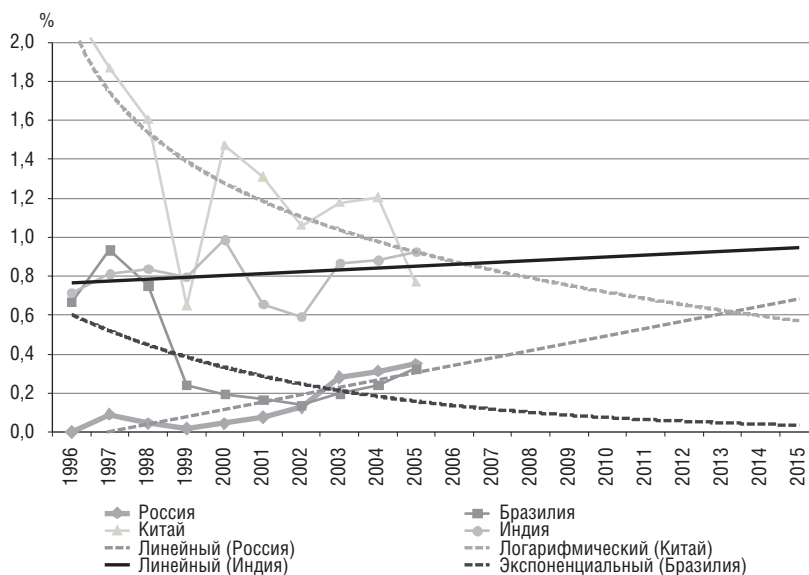
Второе условие (учитывающее показатель доли в мировом объеме биржевой торговли акциями) выполняется с большей вероятностью: для того чтобы доля России в мировом биржевом обороте акций стала больше доли Индии, необходимо лишь относительно незначительное ускорение темпов роста объемов торговли акциями в России. В абсолютном выражении это примерно 800 млрд долл. в 2015 году. Относительная легкость выполнения данного условия обусловлена сложившимися тенденциями в изменении долей стран BRIC в мировом биржевом обороте акций: динамика увеличения доли России наибольшая среди этих стран (см. рис. 26).

Выполнение третьего условия (учитывающего показатель соотношения объема биржевых сделок с акциями и капитализации) существенно менее вероятно, чем выполнение первых двух. Ведь для этого требуется увеличение годового объема биржевых сделок с акциями не до 800 млрд долл. (как это необходимо для выполнения второго условия) или 1 трлн долл. (как это необходимо для выполнения первого условия), а, по крайней мере, до 4,6 трлн долл. Выход на данный уровень предполагает значительное опережение темпов роста, характерных для динамики объемов торговли акциями в России в течение последних десяти 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 десяти лет темпы роста, характерные, например, для 2004 года.

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 4,6–5,7 трлн долл. в год.

На первый взгляд, такой уровень ликвидности российского рынка акций недостижим в течение ближайшего десятилетия. Однако результаты первых трех кварталов 2006 года показывают, что с началом заметного качественного улучшения структуры инвесторов (что выражается в значительном росте числа физических лиц, инвестирующих в акции) возможен качественный рывок в изменении показателя объема торговли. По данным

**Рис. 26.** Доля стран BRIC в мировом биржевом обороте акций



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

ММББ, за первые три квартала 2006 года объем сделок с российскими акциями на российских биржах составил 500 млрд долл.<sup>52</sup>, что позволяет говорить о формировании значительного опережения сложившихся трендов (как линейного, так и полиномиального и экспоненциального). С учетом данных 2006 года достижение заявленного целевого уровня уже не кажется утопией.

Проанализируем более подробно возможности по выходу России на первое место среди стран с развивающимися финансовыми рынками по соотношению объема биржевых сделок с акциями и капитализации.

Как уже отмечалось, данный показатель 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 десять лет хорошо заметна тенденция перемещения торговой активности на развитые рынки, т.е. перераспределение ликвидности в пользу развитых рынков за счет уменьшения доли развивающихся рынков.

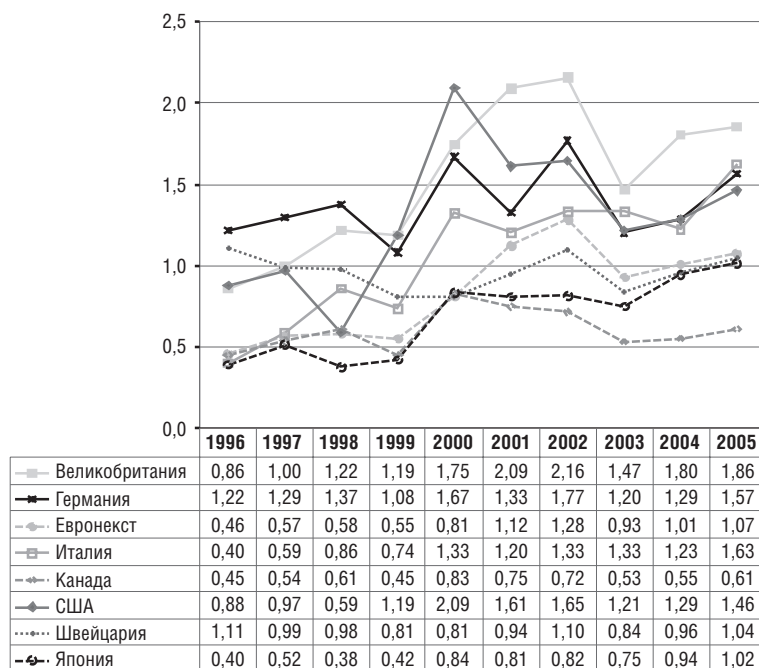
Среди восьми крупнейших развитых финансовых рынков за последние десять лет лишь Швейцария продемонстрировала тенденцию к некоторому снижению соотношения объема торговли акциями и капитализации, в то время как все остальные рынки демонстрируют тенденцию к росту этого соотношения (см. рис. 27).

Среди стран с развивающимися финансовыми рынками, напротив, большинство рынков характеризуются снижающимся соотношением объема торговли акциями и капитализации. Из 11 крупнейших развивающихся рынков тенденция к росту указанного соотношения в последние десять лет была характерна для Южной Африки, Турции и России (см. рис. 28).

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 восьми развитых рынков и группе из 11 развивающихся рынков<sup>53</sup> (см. таблицу 12 и рис. 29). Снижение указанного соотношения характерно в том числе для крупнейших стран с развивающимися рынками – стран БРИК.

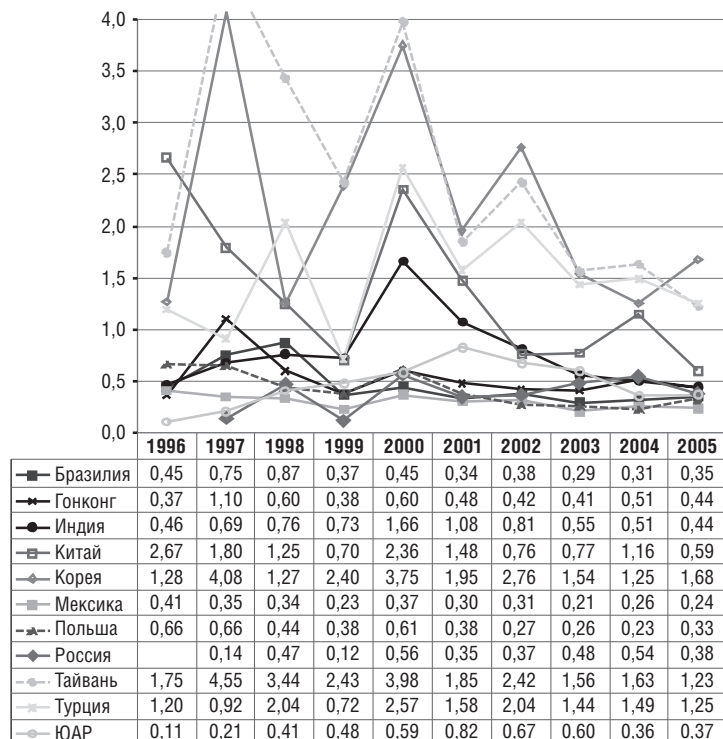
Возрастающий тренд соотношения объема торговли акциями и капитализации возможен только при условии конкурентоспособности национального фондового рынка. В условиях глобализации инвестор может получить доступ к акциям интересующей компании не только на рынке страны ее регистрации, но и в крупных мировых 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 нацио-

Рис. 27. Соотношение оборота и капитализации на развитых фондовых рынках



Рассчитано по данным Мировой федерации бирж.

Рис. 28. Соотношение оборота и капитализации на развивающихся финансовых рынках



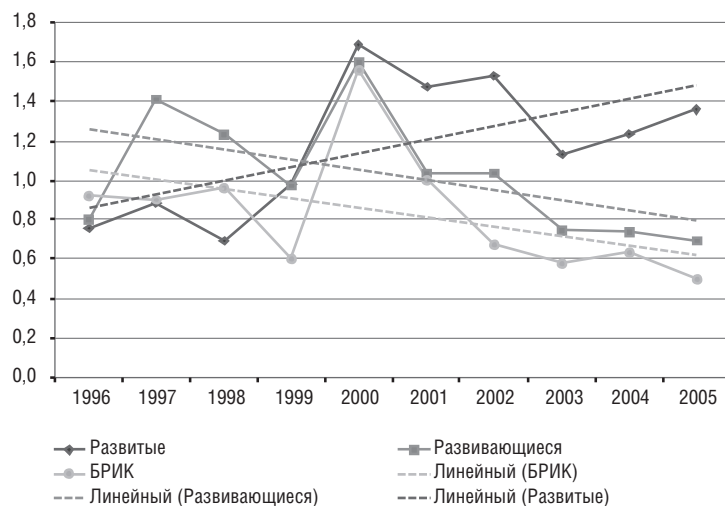
Рассчитано по данным Мировой федерации бирж.

**Таблица 12.** Соотношение объемов биржевых сделок с акциями и капитализации по группам стран (рынков), 1996–2005 гг.

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

Рассчитано по данным Мировой федерации бирж (WFE).

**Рис. 29.** Соотношение оборота и капитализации по группам стран



Рассчитано по данным Мировой федерации бирж.

нального 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 девяти 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. Недостаточно высокая доля биржевого рынка в совокупном объеме сделок с российскими акциями.
6. Раздробленность рынка акций (российские акции обращаются на внутреннем рынке в основном на двух фондовых биржах, перевод акций между которыми требует высоких издержек).
7. Высокий уровень инвестиционного риска, в том числе наличие специфического российского риска – «олигархического риска».
8. Низкая монетизация экономики России относительно большинства других стран с крупными развивающимися рынками.
9. Неконкурентный (по сравнению с большинством стран с развивающимися финансовыми рынками) режим налогообложения доходов от операций с акциями.

**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 |
|-------------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| Бразилия    | 43,7 | 40,3 | 40,9 | 47,3 | 45,9 | 35,2 | 37,2 | 39,5 | 39,3 |
| Индия       | 41,4 | 39,6 | 47,3 | 50,1 | 49,4 | 46,7 | 37,2 | 33,4 | 32,2 |
| Китай       | 34,1 | 24,2 | 22,7 | 23,7 | 24,5 | 21,1 | 24,4 | 23,4 | 27,8 |
| Мексика     | 67,8 | 69,6 | 73,2 | 76,9 | 73,4 | 49,1 | 48,5 | 51,3 | 48,4 |
| Польша      | 68,3 | 51,4 | 39,8 | 39,8 | 52,0 | 33,2 | 32,2 | 31,5 | 34,3 |
| Россия      | 51,8 | 42,7 | 36,7 | 35,0 | 56,8 | 51,0 | 45,9 | 44,0 | 47,7 |
| Тайвань     | 55,3 | 53,2 | 53,2 | 61,4 | 60,7 | 60,9 | 55,1 | 58,9 | 60,2 |
| Турция      | 54,2 | 55,2 | 50,4 | 52,1 | 55,1 | 41,2 | 39,0 | 37,5 | 24,5 |
| ЮАР         | 35,7 | 38,9 | 40,3 | 42,2 | 42,2 | 33,6 | 40,2 | 37,9 | 34,1 |
| Южная Корея | 52,7 | 54,6 | 50,5 | 46,0 | 54,1 | 60,8 | 64,1 | 65,0 | 59,1 |

Рассчитано по данным Standard&Poor's.

10. Небольшое (относительно других крупных развивающихся рынков) количество торгуемых акций с высоколиквидным рынком.

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

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

#### **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 компаний – от 20 до 25%, 16 акций – от 30 до 40%, 4 акции – от 50 до 90%. Еще 4 акции (все – привилегированные) имеют 100% акций в свободном обращении. Средневзвешенный (по капитализации) уровень free float по всему списку индекса РТС составляет 28%.

По данным Standard&Poor's, уровень free float в России еще выше – в течение периода с 1996 по 2004 г. он колебался от 35 до 57%, составив в 2004 году 47,7% (см. таблицу 13).

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, проблема 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 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 положительна<sup>54</sup>. В данном случае необходимо также указать на то, что среди различных харак-

теристик 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. Возможно, причина этого кроется в том, что объемы торговли на срочном рынке ценных бумаг выражаются в количестве контрактов, что приводит к разной размерности сравниваемых показателей. Данные об объеме срочных сделок с фьючерсами и опционами на ценные бумаги и фондовые индексы в различных странах недоступны.

#### ***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 исследования. Следует особо подчеркнуть, что в долгосрочном плане повышение доли населения, инвестирующего в акции, является самым значительным резервом роста ликвидности российского рынка акций.

#### ***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 1993–2005 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).

Средний уровень корреляции между относительными показателями объемов биржевых торгов и СЧА инвестиционных фондов составил 0,518. При этом по многим странам, включая Россию, уровень корреляции является весьма высоким, достигая на рынке Южной Америки 0,936, Швеции – 0,921, Швейцарии – 0,852, Австралии – 0,882, России – 0,954, Норвегии – 0,932, Канады – 0,904, Италии – 0,858, Франции – 0,852 и США – 0,842.

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 фондов<sup>55</sup>. 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 самовозбуждающийся процесс. Такого мнения придерживаются различные зарубежные эксперты<sup>56</sup>.

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 исследования.

Таблица 14. Корреляция доли СЧА инвестиционных фондов в ВВП в 1993–2005 гг. с показателями:

|                                       | Кап./ВВП | БТ/ВВП |
|---------------------------------------|----------|--------|
| Аргентина                             | 0,277    | 0,125  |
| Бразилия                              | 0,888    | 0,139  |
| Канада                                | 0,955    | 0,904  |
| Чили                                  | 0,409    | 0,274  |
| Мексика                               | -0,577   | -0,793 |
| США                                   | 0,910    | 0,843  |
| Австрия                               | 0,614    | 0,262  |
| Бельгия                               | 0,675    | 0,735  |
| Чехия                                 | 0,397    | 0,537  |
| Дания                                 | 0,796    | 0,793  |
| Финляндия                             | 0,409    | 0,819  |
| Франция                               | 0,729    | 0,852  |
| Германия (открытые фонды)             | 0,874    | 0,851  |
| Греция                                | 0,814    | 0,708  |
| Венгрия                               | 0,717    | 0,564  |
| Ирландия                              | 0,518    | 0,398  |
| Италия                                | 0,956    | 0,858  |
| Люксембург                            | -0,144   | -0,174 |
| Нидерланды                            | 0,900    | 0,677  |
| Норвегия                              | 0,947    | 0,932  |
| Польша                                | 0,865    | 0,493  |
| Португалия                            | 0,785    | 0,598  |
| Румыния                               | 0,986    | 0,761  |
| Россия (открытые и интервальные ПИФы) | 0,923    | 0,954  |
| Словакия                              | 0,477    | -0,368 |
| Испания                               | 0,718    | 0,652  |
| Швеция                                | 0,837    | 0,921  |
| Швейцария                             | 0,934    | 0,852  |
| Турция                                | 0,329    | 0,485  |
| Великобритания                        | 0,772    | 0,755  |
| Австралия                             | 0,890    | 0,882  |
| Гонконг                               | 0,937    | 0,695  |
| Индия                                 | 0,772    | 0,250  |
| Япония                                | 0,770    | 0,111  |
| Корея                                 | 0,492    | 0,384  |
| Новая Зеландия                        | -0,267   | 0,609  |
| Филиппины                             | -0,482   | -0,607 |
| Южная Африка                          | 0,674    | 0,936  |
| Среднее                               | 0,618    | 0,518  |

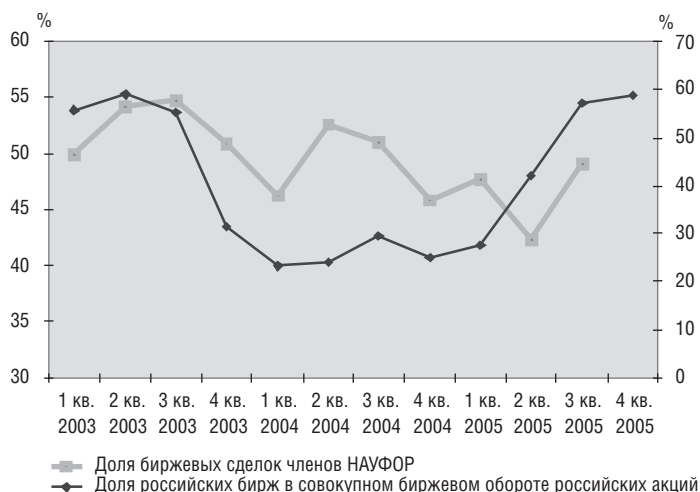
**Условные обозначения.** Кап. – капитализация; БТ – объем биржевой торговли акциями.

Рассчитано по данным Investment Company Institute, EFAMA, Всемирной Федерации бирж и МВФ.

#### **Недостаточно высокая доля биржевого рынка**

Рост соотношения биржевого объема сделок с акциями и национальной капитализации может быть достигнут также за счет повышения доли биржевых сделок в совокупном объеме сделок с российскими акциями. В настоящее время, по данным ФСФР России, доля биржевого рынка в совокупном объеме сделок с акциями составляет 36% (по итогам трех кварталов 2005 года). Однако для определения конкретных мер по повышению доли биржевого рынка необходимо четко представлять реальную природу внебиржевых сделок с российскими акциями. Значительная часть внебиржевых сделок с российскими акциями, по-видимому, приходится на иностранные фондовые биржи<sup>57</sup>. 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. В пользу такого предположения свидетельствует совпадение динамики

**Рис. 30.** Влияние распределения оборота российских акций между российскими и иностранными биржами на долю биржевых сделок



Источники: НАУФОР, ЦРФР.

доли внебиржевых сделок с долей иностранных бирж в совокупном биржевом обороте<sup>58</sup> российских акций (см. рис. 30).

Поэтому проблема относительно невысокой доли биржевого рынка в значительной мере сводится к более общей проблеме избыточно высокой (с точки зрения стандартов развитых рынков акций) доле операций с акциями российских эмитентов, осуществляемых на иностранных рынках. Эта проблема связана с недостаточной конкурентоспособностью внутреннего российского рынка, с худшими (по сравнению с условиями совершения сделок на развитых рынках) условиями совершения сделок с акциями российских компаний на внутреннем рынке.

Следует отметить, что относительно низкой доле операций, проводимых на внутреннем рынке, также способствует проблема раздробленности внутреннего рынка акций, обусловленная наличием на внутреннем рынке нескольких слабо связанных между собой инфраструктурных групп. В настоящее время российские акции обращаются на внутреннем рынке в основном на двух фондовых биржах, перевод акций между которыми требует достаточно высоких издержек (в первую очередь временных), так как к каждой фондовой бирже «привязана» своя отдельная учетно-расчетная инфраструктура.

#### **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 десяти ведущих компаний в совокупном обороте акций от аналогичных показателей других развивающихся рынков акций. Практически весь оборот (более 94% в 2004 году) приходится на десять наиболее ликвидных акций (см. таблицу 15).

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.

Следует отметить, что наряду с низким уровнем соотношения оборота и капитализации темпы роста данного показателя у России положительные. Среди всех стран с крупными развивающимися финансовыми рынками более высокая динамика данного показателя на протяжении последних десяти лет наблюдалась только у ЮАР (уравнение линейного тренда  $y = 0,031x + 0,2926$ , в то время как у России уравнение линейного тренда  $y = 0,0285x + 0,2079$ ).

В ближайшей десятилетней перспективе основными конкурентами России среди крупных развивающихся рынков по данному показателю будут рынки Тайваня, Кореи, Турции и ЮАР. В случае сохранения сложившихся



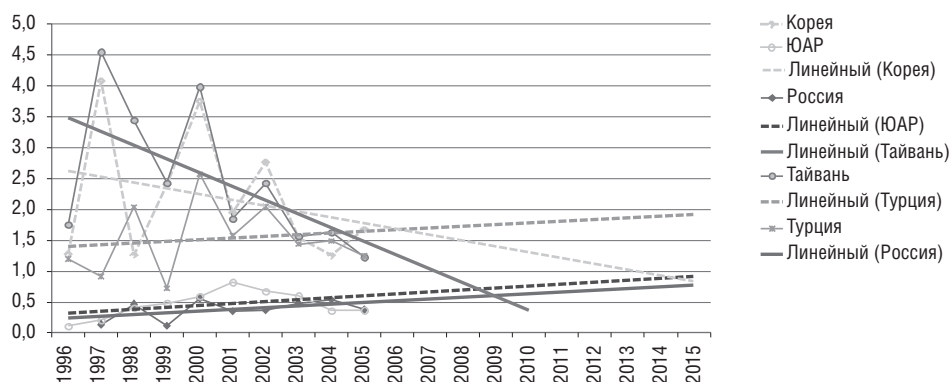
Таблица 15. Показатель концентрации: доля десяти ведущих компаний в общем обороте акций, %

| Страна  | 2001        | 2002        | 2003        | 2004        |
|---|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Аргентина                                     | 73,1        | 72,5        | 76,2        | 80,9        |
| Бразилия                                      | 44,2        | 47,2        | 48,8        | 46,1        |
| Индия   | 57,1        | 49,6        | 44,2        | 42,6        |
| Индонезия                                     | 53,4        | 65,1        | 53,5        | 44,4        |
| Китай   | 11,7        | 10,9        | 12,7        | 13,7        |
| Корея   | 21,9        | 25,1        | 24,0        | 27,8        |
| Мексика                                       | 71,3        | 68,7        | 74,3        | 68,5        |
| Польша  | 72,9        | 79,4        | 71,7        | 61,8        |
| Россия  | 92,0        | 91,6        | 94,4        | 94,3        |
| Саудовская Аравия                             | 55,0        | 39,2        | 54,6        | 49,1        |
| Тайвань                                       | 27,8        | 22,2        | 20,7        | 24,7        |
| Турция  | 51,8        | 50,7        | 56,1        | 46,2        |
| Украина                                       |             |             |             |             |
| ЮАР   | 30,5        | 39,7        | 38,2        | 35,8        |
| <b>Средняя по группе формирующихся рынков</b> | <b>51,0</b> | <b>50,9</b> | <b>51,5</b> | <b>48,9</b> |

**Примечание.** Данные по России приведены по данным биржи ММВБ, на долю которой в 2005 году приходилось почти 80% совокупного внутреннего биржевого оборота российских акций. На торгах группы РТС концентрация существенно меньше, поэтому обобщающий показатель концентрации несколько меньше приведенного в таблице.

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

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



ся в течение последних десяти лет тенденций изменения соотношения объема торговли акциями и капитализации через десять лет по данному показателю абсолютным лидером среди развивающихся рынков будет Турция. Россия будет незначительно уступать Южной Африке и Корее (см. рис. 31). Такую ситуацию следует признать неудовлетворительной, так как она будет способствовать дальнейшему перетоку 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.

Как отмечалось выше, одним из признаков формирования в России идеальной модели фондового рынка является абсолютное лидерство России среди развивающихся рынков по соотношению объема биржевой торговли акциями и капитализации. Такое лидерство может быть обеспечено только при условии выхода данного соотношения в России к 2015 году примерно на уровень 2 (для превышения предполагаемого уровня Турции 2015 года требуется достичь уровня 1,92). Это означает, что при достижении целевых значений капитализации (2,4–3 трлн долл.) по показателю годового объема биржевых сделок с акциями необходимо выйти на уровень 4,6–5,7 трлн долл. (т.е. увеличить данный показатель более чем в 25 раз по сравнению с уровнем 2005 года).

**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** |
|--------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Австралия                | 305    | 285    | 345    | 494    | 614    | 644    |
| Великобритания           | 1565   | 1577   | 1823   | 2230   | 2445   | 2524   |
| Германия                 | 2082   | 2575   | 3193   | 4025   | 4558   | 4178   |
| Италия                   | 1345   | 1620   | 2027   | 2602   | 3055   | 2914   |
| Испания                  | 363    | 543    | 766    | 1104   | 1452   | 1537   |
| Канада                   | 777    | 779    | 810    | 981    | 1055   | 1098   |
| США                      | 16 118 | 17 601 | 19 016 | 20 835 | 22 541 | 23 278 |
| Франция                  | 1332   | 1517   | 1930   | 2593   | 3065   | 2873   |
| Япония                   | 6432   | 6007   | 6621   | 8087   | 9163   | 8874   |
| <i>Все развитые</i>      | 33 373 | 35 071 | 39 582 | 46 872 | 53 014 | 52 927 |
| Аргентина                | 154    | 123    | 103    | 111    | 114    | 98     |
| Бразилия                 | 356    | 375    | 287    | 388    | 462    | 627    |
| Индия                    | 140    | 134    | 160    | 201    | 246    | 292    |
| Индонезия                |        |        |        | 75     | 68     | 60     |
| Китай                    | 276    | 421    | 394    | 460    | 508    | 613    |
| Корея                    | 351    | 342    | 436    | 510    | 642    | 705    |
| Мексика                  | 127    | 153    | 199    | 222    | 258    | 300    |
| Польша                   | 37     | 52     | 66     | 86     | 121    | 126    |
| Россия*                  | 70     | 68     | 78     | 88     | 109    | 126    |
| Турция                   | 69     | 107    | 116    | 167    | 201    | 218    |
| Украина (оценка)         |        |        |        | 5      | 8      | 9      |
| ЮАР                      | 65     | 47     | 66     | 95     | 123    | 115    |
| <i>Все формирующиеся</i> | 2300   | 2667   | 3069   | 3764   | 4274   | 4654   |
| <i>Весь мир***</i>       | 35 673 | 38 121 | 43 020 | 51 114 | 58 003 | 57 581 |
| В процентах к ВВП        | 114    | 122    | 133    | 141    | 143    | 131    |
| Частные эмитенты         | 16 514 | 23 590 | 26 121 | 30 485 | 34 341 | 34 609 |
| В процентах к ВВП        | 53     | 76     | 81     | 84     | 84     | 79     |

**Составлено по:** BIS Quarterly Review. Statistical Annex за разные годы ([www.bis.org](http://www.bis.org)). Источники по России – Министерство финансов ([www.minfin.ru](http://www.minfin.ru)), информационное агентство CBONDS ([www.cbonds.ru](http://www.cbonds.ru)).

\* Вексельная задолженность не учитывалась.

\*\* Сентябрь 2005 г. Россия – декабрь 2005 г.

\*\*\*Включая бумаги международных организаций (ЕБРР, Мировой банк и пр. – от 400 до 550 млрд долл. в 2001–2005 гг.), не выделенных отдельной строкой.

## 2. Рынок корпоративных облигаций

### 2.1. Стоимость корпоративных облигаций в обращении

По своим масштабам рынок долговых инструментов (главным образом облигаций) заметно превосходит рынок акций. Если капитализация всех мировых рынков акций в 2005 г. составила 43 трлн долл., то задолженность по ценным бумагам – 58 трлн долл. То же самое можно сказать и о торговых оборотах. Для сравнения: в 2001–2004 гг. оборот торговли акциями в США составлял примерно 70–80 млрд долл. в день, в то время как оборот торговли долговыми обязательствами (обязательствами федерального казначейства, штатов и муниципалитетов, а также облигациями федеральных агентств) – 500 млрд долл.<sup>59</sup>.

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 1990–2004 гг. размеры общей мировой задолженности по ценным бумагам относительно ВВП выросли с 73 до 143% (см. таблицу 16). Рост происходил за

Таблица 17. Доля отдельных стран в мировой задолженности по ценным бумагам, %

| Страна                   | 2000 | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 | 2005** |
|--------------------------|------|------|------|------|------|--------|
| Австралия                | 0,9  | 0,7  | 0,8  | 1    | 1,1  | 1,1    |
| Великобритания           | 4,4  | 4,1  | 4,2  | 4,4  | 4,2  | 4,4    |
| Германия                 | 5,8  | 6,8  | 7,4  | 7,9  | 7,9  | 7,3    |
| Италия                   | 3,8  | 4,2  | 4,7  | 5,1  | 5,3  | 5,1    |
| Испания                  | 1    | 1,4  | 1,8  | 2,2  | 2,5  | 2,7    |
| Канада                   | 2,2  | 2    | 1,9  | 1,9  | 1,8  | 1,9    |
| США                      | 45,2 | 46,2 | 44,2 | 40,8 | 38,9 | 40,4   |
| Франция                  | 3,7  | 4    | 4,5  | 5,1  | 5,3  | 5      |
| Япония                   | 18   | 15,8 | 15,4 | 15,8 | 15,8 | 15,4   |
| <b>Все развитые</b>      | 93,6 | 92   | 92   | 91,7 | 91,4 | 91,9   |
| Аргентина                | 0,4  | 0,3  | 0,2  | 0,2  | 0,2  | 0,2    |
| Бразилия                 | 1    | 1    | 0,7  | 0,8  | 0,8  | 1,1    |
| Индия                    | 0,4  | 0,4  | 0,4  | 0,4  | 0,4  | 0,5    |
| Индонезия                | 0    | 0    | 0    | 0,1  | 0,1  | 0,1    |
| Китай                    | 0,8  | 1,1  | 0,9  | 0,9  | 0,9  | 1,1    |
| Корея                    | 1    | 0,9  | 1    | 1    | 1,1  | 1,2    |
| Мексика                  | 0,4  | 0,4  | 0,5  | 0,4  | 0,4  | 0,5    |
| Польша                   | 0,1  | 0,1  | 0,2  | 0,2  | 0,2  | 0,2    |
| <b>Россия*</b>           | 0,2  | 0,2  | 0,2  | 0,2  | 0,2  | 0,2    |
| Турция                   | 0,2  | 0,3  | 0,3  | 0,3  | 0,3  | 0,4    |
| Украина (оценка)         | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    | 0      |
| ЮАР                      | 0,2  | 0,1  | 0,2  | 0,2  | 0,2  | 0,2    |
| <b>Все формирующиеся</b> | 6,4  | 7    | 7,1  | 7,4  | 7,4  | 8,1    |
| <b>Весь мир***</b>       | 100  | 100  | 100  | 100  | 100  | 100    |

Рассчитано по данным: BIS Quarterly Review. Statistical Annex за разные годы ([www.bis.org](http://www.bis.org)). Источники по России – Министерство финансов ([www.minfin.ru](http://www.minfin.ru)), информационное агентство CBONDS ([www.cbonds.ru](http://www.cbonds.ru)).

\* Вексельная задолженность не учитывалась.

\*\* Сентябрь 2005 г. Россия – декабрь 2005 г.

\*\*\*Включая бумаги международных организаций (ЕБРР, Мировой банк и пр. – от 400 до 550 млрд долл. в 2001–2005 гг.), не выделенных отдельной строкой.

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 84%.

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%).

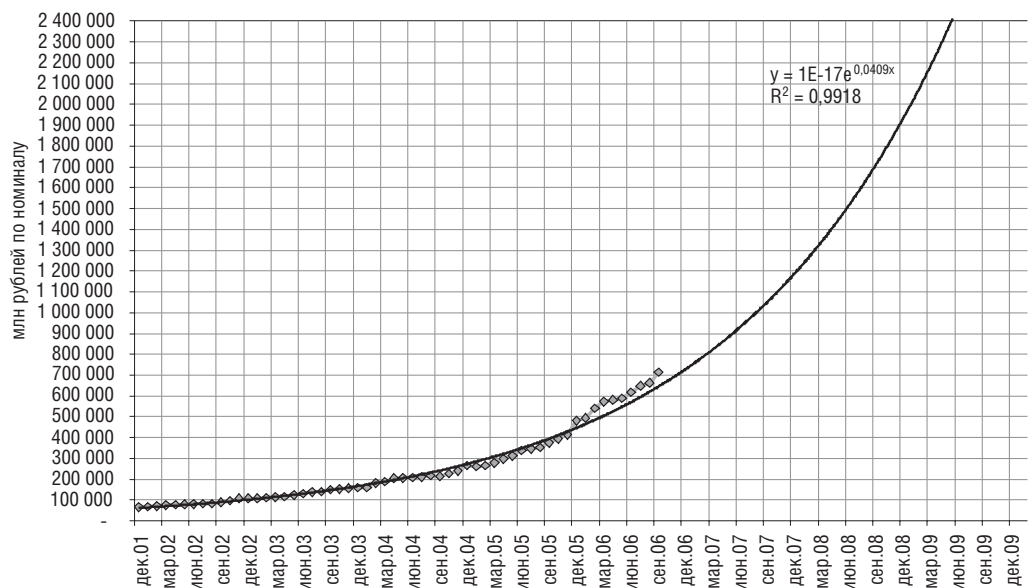
Как и в случае с рынком акций, подавляющая часть всей задолженности по ценным бумагам (примерно 97% в 1990 и 92% в 2005 г.) приходится на развитые страны.

Доля России на этом сегменте рынка не превышает 0,2% (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 2004 г. доля частного сектора в задолженности по ценным бумагам внутреннего долга повысилась до 51%. 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%, доходя иногда до 100% (Япония, Канада, Бельгия, Бразилия, Мексика, Турция, Индия, Польша, Венгрия). В России большая часть внутренней задолженности по облигациям приходится на государственный сектор (а до 1999 г. практически полностью). Вместе с тем начиная с 1999 г. в России успешно развивается рынок внутренних рублевых корпоративных облигаций. (В приводимых таблицах не учитывается задолженность по векселям, которые в российских условиях нередко выполняют роль облигаций.)

Рассмотрим более детально закономерности развития внутренних рынков корпоративных облигаций.

**Рис. 32.** Стоимость корпоративных облигаций в обращении на организованных рынках



**Источник:** Центр развития фондового рынка.

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. 32), свидетельствующий об успешности развития рынка на современном этапе.

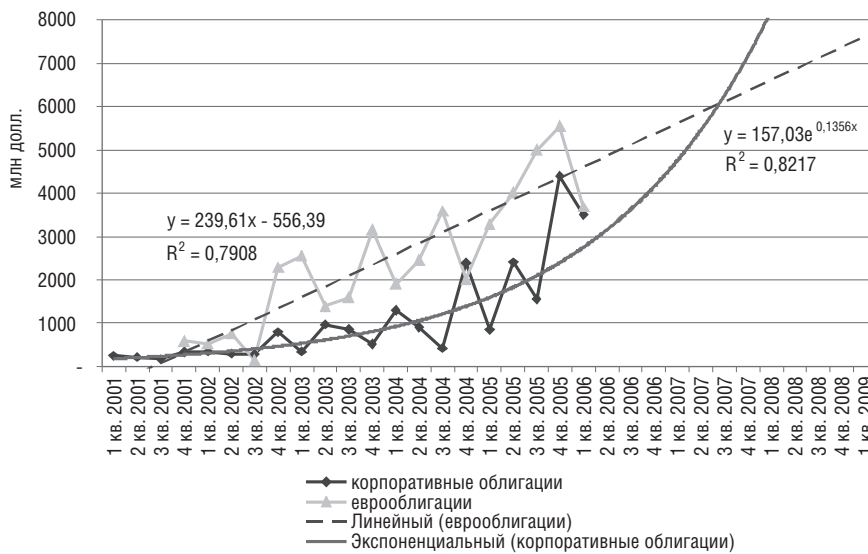
В экономике более высокие темпы роста редко отличаются аналогичной устойчивостью, поэтому следует признать, что в настоящее время динамика развития рынка корпоративных облигаций в России близка к оптимальной (идеальной). Вопрос состоит в том, насколько высок и устойчив будет рост этого рынка в будущем. 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 не обязательно рынок корпоративных облигаций 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 1/5 национальной капитализации. Греция, по сути дела, вообще не имеет сколько-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.

Рис. 33.



Источник: Центр развития фондового рынка.

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).

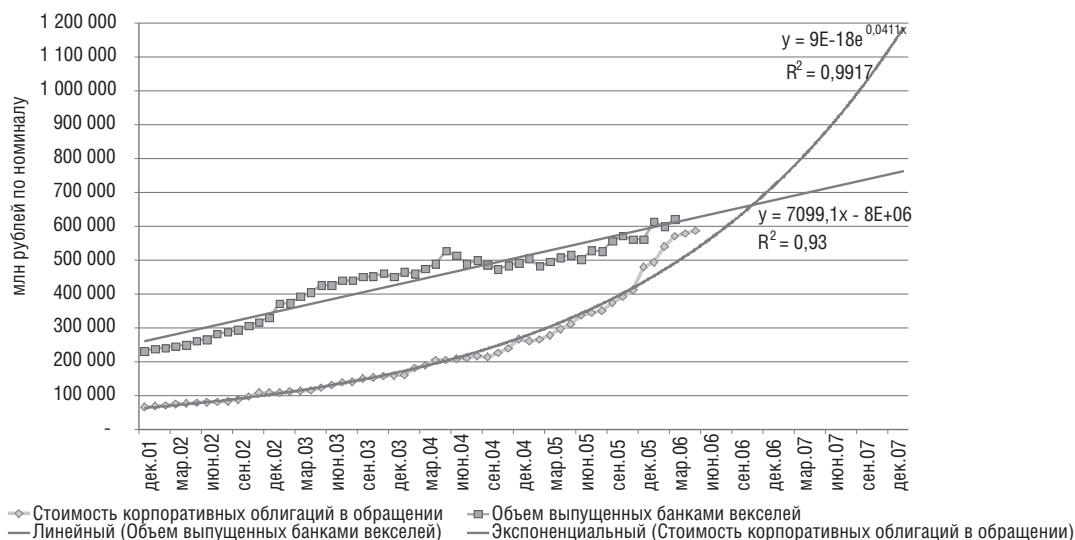
Применительно к России анализ воздействия этих факторов на емкость национального рынка корпоративных облигаций привел к следующим выводам.

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. Резкий рост объемов привлечения капитала на рынке акций следует ожидать в ближайшие 2–3 года.

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. 33).

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 кор-

**Рис. 34.** Емкость внутренних долговых рынков России



Рассчитано по данным Банка России и Центра развития фондового рынка.

поративных 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<sup>60</sup>.

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:

$$157,03 \times e^{(0,1356 \times X)} / (239,61 \times X - 556,39) = 1,75,$$

где X – число кварталов начиная с 1-го квартала 2001 года.

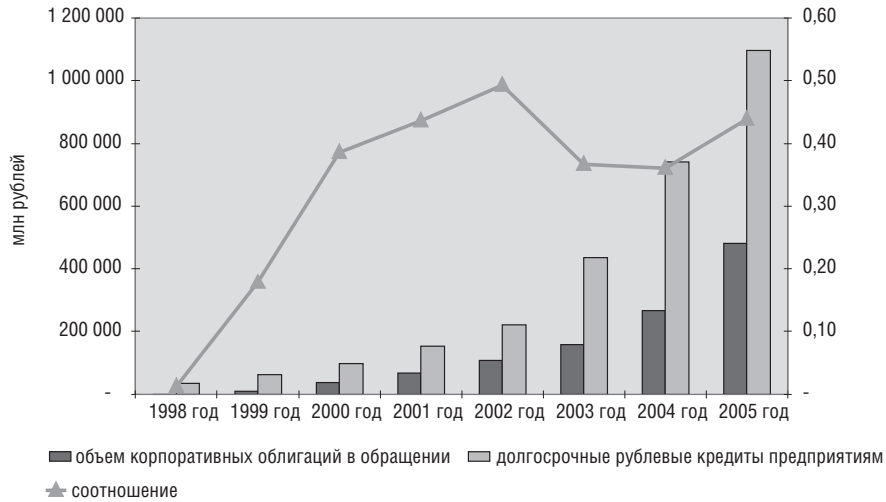
Решение этого уравнения указывает на четвертый квартал 2008 года или первый квартал 2009 года. Это означает, что с точки зрения данного фактора в течение ближайших 2–2,5 лет следует ожидать сохранения темпов роста стоимости внутренних корпоративных облигаций в обращении на достаточно высоком уровне (более 50% прироста в год), после чего они стабилизируются в соответствии с линейным трендом<sup>61</sup>.

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 34.

Емкость рынка корпоративных облигаций в течение последних месяцев сравнялась с совокупной емкостью рынка банковских векселей. Учитывая сложившиеся достаточно устойчивые тренды роста этих секторов, можно предположить, что при любом сценарии в ближайшее время рынок корпоративных облигаций станет более крупным сектором финансового рынка, чем рынок банковских векселей, а в течение ближайших двух лет превзойдет последний более чем в два раза. Это означает, что вексельный рынок в ближайшем будущем не окажет заметного влияния на формирование динамики рынка корпоративных облигаций.

**Рис. 35.** Соотношение объема корпоративных облигаций в обращении и объема долгосрочных (на срок свыше 1 года) рублевых кредитов предприятиям



*Источник:* Центр развития фондового рынка.

Однако 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 июня 2006 года лишь около 34% приходится на векселя сроком более 1 года<sup>62</sup>. 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 35.

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. Так как это обстоятельство не может быть преодолено в течение короткого промежутка времени, оно будет оказывать постоянное воздействие на структуру долгового финансирования 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.

**Таблица 18.** Инструментная структура рынка секьюритизированного негосударственного внутреннего долга в США и Германии, по состоянию на конец 2000 года, в %

|  | США   | Германия |
|--|-------|----------|
| Корпоративные облигации  | 27,61 | 1,72     |
| Закладные и ипотечные бумаги   | 39,08 | 17,78    |
| Небанковские коммерческие бумаги и векселя   | 21,28 | 1,68     |
| Депозитные сертификаты, чеки, коммерческие бумаги, векселя банков и небанковских кредитных организаций | 11,10 | 78,82    |
| Облигации банков   | 0,92  | 0,00     |
| В общей сумме внутреннего секьюритизированного негосударственного долга:                               |       |          |
| небанковские долговые ценные бумаги  | 87,98 | 3,40     |
| банковские долговые ценные бумаги  | 12,02 | 96,60    |
| Соотношение общей суммы внутреннего секьюритизированного негосударственного долга и ВВП                | 84,31 | 40,40    |
| Соотношение небанковских долговых ценных бумаг и ВВП   | 74,17 | 1,37     |
| Соотношение банковских долговых ценных бумаг и ВВП   | 10,13 | 39,03    |

*Рассчитано на основании данных US Federal Reserve System; BIS Quarterly Review; The Bond Market Association Research Quarterly; Deutsche Bundesbank Capital Market Statistics.*

**Примечание.** В состав банковских ценных бумаг Германии включены закладные ценные бумаги, которые в Германии эмитируются банками. Аналогичные инструменты в США – MBS – выпускаются небанковскими институтами и, соответственно, включаются в состав небанковских долговых ценных бумаг.

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.

В дальнейшем развитии структура рынка долговых ценных бумаг России, по-видимому, будет стремиться к аналогичной структуре американского рынка (см. таблицу 18), однако при этом доля банковских долговых ценных бумаг будет оставаться более высокой, чем в США.

Инструменты, аналогичные американским коммерческим бумагам, в России получили название биржевых облигаций, относящихся российским законодательством к облигациям. Инструменты, в определенной мере аналогичные американским и германским ипотечным бумагам, называемые в России ипотечными облигациями, также относятся к облигациям. Учитывая эти обстоятельства, можно предположить, что в России совокупная доля облигаций в общем объеме рынка негосударственных долговых ценных бумаг в России (включая банковские облигации) будет приближаться к 80–90%.

Таким образом, анализ всех трех факторов привел к одинаковым выводам относительно дальнейших темпов роста российского рынка корпоративных облигаций. Скорее всего, в ближайшие 2–3 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 на стр. 101–102), 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 обраче-



**Таблица 19.** Прогнозные параметры роста стоимости корпоративных облигаций в обращении

|  | Конец<br>2006 | Конец<br>2007 | Конец<br>2008 | Июнь<br>2009 |
|--|---------------|---------------|---------------|--------------|
| Стоимость корпоративных облигаций в обращении, млрд рублей   | 740           | 1200          | 1900          | 2400         |
| -/-, в сравнении с ВВП, %                                    | 2,8           | 3,8           | 5,0           |              |
| Курс рубля к доллару (рублей за доллар)                      | 26,75         | 25,75         | 24,6          | 24,1         |
| Стоимость корпоративных облигаций в обращении, млрд долларов | 26,7          | 46,6          | 77,2          | 99,6         |
| Чистые эмиссии, млрд рублей                                  | 260           | 460           | 700           | 500          |
| Прирост по отношению к концу предыдущего года, %             | 54            | 62            | 58            | 26           |
| Чистые эмиссии, млрд долларов                                | 9,7           | 17,9          | 28,5          | 20,7         |
| Прирост по отношению к концу предыдущего года, %             | 60            | 75            | 66            | 29           |

*Примечание.* Очевидное отставание прогнозного значения от реального в 2006 году объясняется постоянным отклонением реального значения показателя стоимости корпоративных облигаций в обращении с конца 2005 года по настоящее время от носительно трендового значения в большую сторону.

нии в начале 2009 года достигнет уровня 2 трлн руб. (по отношению к прогнозируемому объему ВВП 2008 года – 5,5%).

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 гг. 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.

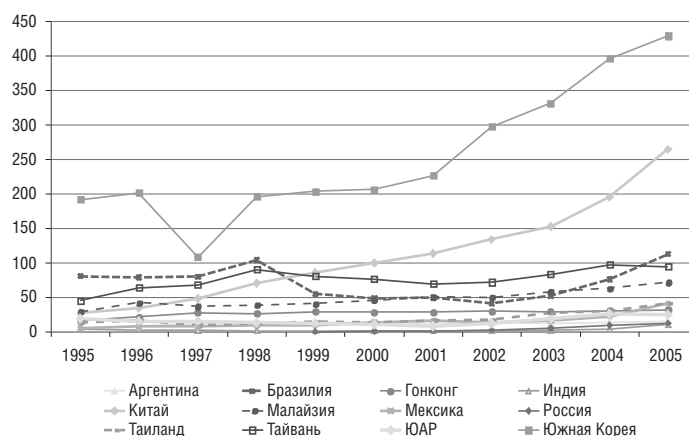
Как и на развитых рынках, на развивающихся рынках более крупным сегментом национального фондового рынка является рынок акций. В определенном смысле исключение составляет Китай, в котором стоимость корпоративных облигаций в обращении примерно соответствует уровню национальной капитализации. Корея также имеет достаточно крупный (60% по отношению к рынку акций) внутренний рынок корпоративных облигаций. 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 учитывать не будут.

Крупнейшим рынком корпоративных облигаций среди стран с развивающимися финансовыми рынками обладает Южная Корея (см. рис. 36).

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 сохраняются 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 2015 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 могут обеспечить выход стоимости корпоративных облигаций в обращении в России к 2015 году на уровень 350–450 млрд долл. (см. рис. 37). Этот уровень и следует рассматривать в качестве ориентира, в качестве параметра идеальной модели фондового рынка.

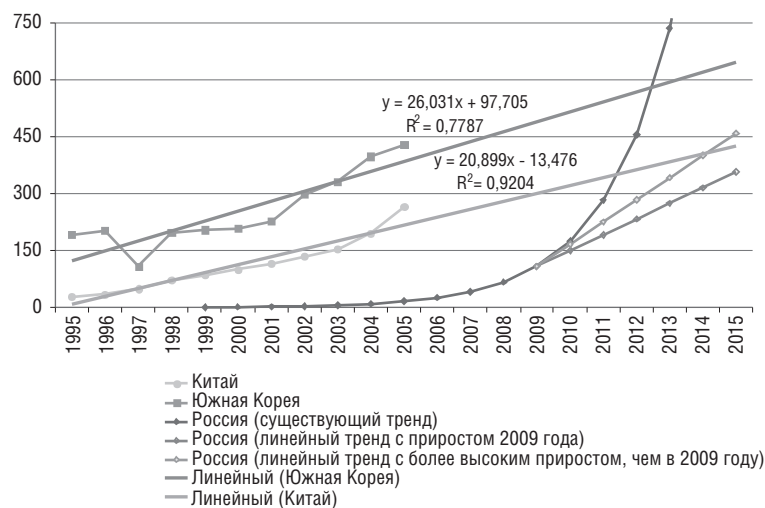
Данный уровень в 15–20 раз больше существующего (на 1 июля 2006 года) уровня. Это означает чрезвычайно высокий долгосрочный темп роста емкости российского рынка корпоративных облигаций, для достиже-

**Рис. 36.** Стоимость корпоративных облигаций в обращении на развивающихся рынках, млрд долл.



Рассчитано по данным BIS и Cbonds.

**Рис. 37.** 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.

ния которого потребуются максимально активная политика, использующая весь передовой зарубежный опыт в области развития рынков корпоративных облигаций и существующие преимущества российского рынка.

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. 38);
- активное участие государства в стимулировании развития долгового финансирования (особенно в Кореи), в том числе активное использование института поручительств (гарантий) государства, выдаваемых по

**Рис. 38.** Зависимость емкости рынка корпоративных облигаций от динамики национальной валюты (на примере Кореи)



Рассчитано по данным BIS и WFE.

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.

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 потребуются создать условия, обеспечивающие опережающий рост емкости внутреннего рынка корпоративных облигаций по сравнению с ростом объема заимствований российских компаний на рынке еврооблигаций. Одно из таких условий (укрепление национальной валюты) устойчиво существует в течение последних 3,5 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 более 200% в 2005 году). Кроме того, анало-

**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, % | Роль в экономике, 2004 (***), % |
|-------------|------------------------------|---------------------|-----------------------------------|---------------------------------|
| Колумбия    | 7884                         | Линейный            | 700                               | 1,9                             |
| Чили (****) | 543                          | Экспоненциальный    | 174                               | 84,9                            |
| Россия      | 412                          | Экспоненциальный    | 936                               | 1,6                             |
| Тайвань     | 83                           | Линейный            | 124                               | Н.д.                            |
| Индия       | 30                           | Линейный            | 555                               | 2,1                             |
| Чехия       | 25                           | Экспоненциальный    | 182                               | 26,8                            |
| Венгрия     | 23                           | Экспоненциальный    | 430                               | 18,3                            |
| Мексика     | Н.д.                         | Экспоненциальный    | 290                               | 12,5                            |

(\*) 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.

Рассчитано по данным: Мировая федерация бирж, Мировой банк, Банк международных расчетов, Росстат, Cbonds.

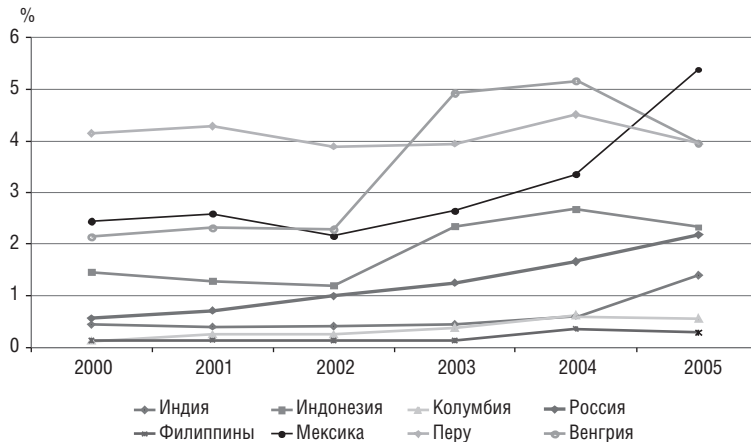
гичное соотношение для биржи OMX (объединяющей рынки Швеции, Финляндии, Дании и прибалтийских государств) по итогам 2005 года сформировалось на уровне 263%. Все остальные страны с развитыми финансовыми рынками характеризуются преимущественно внебиржевой формой организации рынка корпоративных облигаций.

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 (табл. 20).

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 облигаций 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 долгом<sup>63</sup> (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 рынка<sup>64</sup>, 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 по-

**Рис. 39.** Стоимость корпоративных облигаций в обращении к ВВП, мелкие и средние развивающиеся рынки

Рассчитано по данным Банка международных расчетов, Мирового банка и ЦРФР.

зитивным 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.

## 2.2. Соотношение стоимости корпоративных облигаций в обращении и валового внутреннего продукта

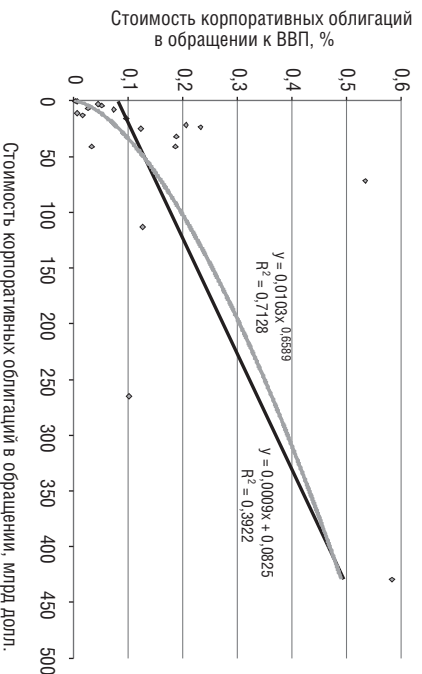
В странах с развивающимися финансовыми рынками данное соотношение находится в чрезвычайно широком диапазоне. Можно выделить несколько групп развивающихся рынков корпоративных облигаций с точки зрения значения данного соотношения:

- 1) страны с соотношением, характерным для наиболее крупных развитых долговых рынков – Корея (рост с 40% в 2000 году до 54% в 2005 году) и Малайзия (55% в 2005 году);
- 2) страны с уровнем соотношения, характерным для ряда развитых рынков с преобладанием в структуре финансового рынка долевого финансирования – Гонконг, Сингапур, Таиланд, Чили (от 18 до 24%);
- 3) страны со средним (для стран с развивающимися рынками) уровнем данного соотношения – Бразилия, Южная Африка, Китай, Аргентина, Чехия (от 6 до 15%);
- 4) страны с низким уровнем данного соотношения<sup>65</sup> (менее 5%), в состав которых входит и Россия (см. рис. 39).

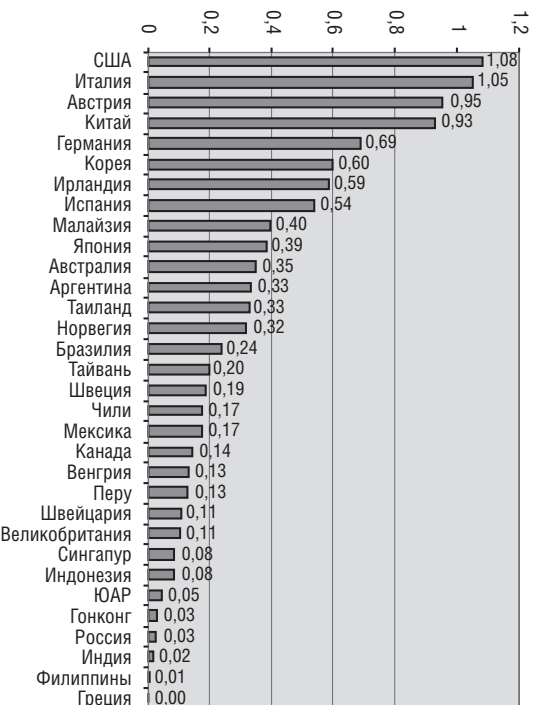
При этом для большинства стран с низким уровнем данного соотношения характерны высокие темпы роста стоимости корпоративных облигаций в обращении, а также высокие темпы роста указанного соотношения (см. таблицу 20 на стр. 100). Другими словами, для большинства стран с низкой ролью рынка корпоративных 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.

Из различных факторов, которые могут лежать в основе столь широкого разброса значений данного соотношения, статистическая обоснованность близка лишь для одного фактора – размера (емкости) самого рынка корпоративных облигаций. Как показали исследования, регрессионная зависимость (с достаточной степенью устойчивости<sup>66</sup>) между ролью рынка корпоративных облигаций в экономике (оцениваемой по соотношению стоимости корпоративных облигаций в обращении и ВВП) и размером рынка формируется на основе степен-

**Рис. 40.** Зависимость роли рынка корпоративных облигаций в экономике от его размера, 2005 год, по 19 развивающимся рынкам



**Рис. 41.** Соотношение стоимости корпоративных облигаций в обращении и капитализации, раз



ной функции с показателем степени менее 1 (см. рис. 40). Естественно, что аналогичным образом формируется и регрессионная зависимость между ролью рынка корпоративных облигаций и размером экономики. Это означает, что влияние размера рынка (или экономики) на роль рынка корпоративных облигаций в экономике имеет место, но снижается по мере роста размера рынка (экономики).

Исследование показало, что в странах с развитыми финансовыми рынками не существует аналогичной всеобщей зависимости. Однако для большинства стран с развитыми финансовыми рынками такая зависимость, тем не менее, существует. Если из этой группы стран удалить две страны с избыточно высокой емкостью рынка корпоративных облигаций (США и Япония) и две страны с избыточно высоким значением роли рынка корпоративных облигаций в экономике (Дания и Исландия), то эта зависимость выполняется и для оставшихся развитых рынков, и также на основе степенной функции с дробным показателем степени.

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 преобла-

данию долевого финансирования. Это означает, что для России наиболее приемлемы те методы регулирования, которые свойственны для стран с преобладанием долевого финансирования.

Исходя из ориентиров роста стоимости российских корпоративных облигаций в обращении, рассчитанных в пункте 2.1 (см. стр. 73), соотношение этого показателя и ВВП к 2015 году составит 12–17%. 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 большинства крупных развивающихся рынков (Южной Кореи, Гонконга, Южной Африки, Малайзии). Вместе с тем данное соотношение в России достигнет и превзойдет уровень Китая и ряда других стран с развивающимися финансовыми рынками, в том числе с господствующей ролью долгового финансирования. Тем не менее, 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 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 0,12–0,18), но будет отличаться от аналогичных соотношений в большинстве стран мира. Вместе с тем такой уровень соотношения характерен таким странам, как Великобритания, Швейцария, Канада, Мексика, Чили. 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 новых эмиссий акций.

В теоретическом плане признаком идеальности модели фондового рынка в части рынка корпоративных облигаций будет выступать задача линейного программирования<sup>67</sup>, 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.

### 3. Рынок иностранных ценных бумаг как сегмент национального фондового рынка

Доля иностранных ценных бумаг<sup>68</sup>, 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 этот показатель в среднем колебался в последние годы вокруг 10%, то на развивающихся рынках он долгое время оставался ниже 1%, и лишь активное привлечение иностранных ценных бумаг на Мексиканской бирже в последние годы приблизило этот показатель к 2% (см. таблицу 21).

Поэтому 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, уровня 10%.

**Таблица 21.** Доля иностранных компаний в общем количестве компаний, включенных в списки фондовых бирж, %

|                     | 1996 | 1997 | 1998 | 1999 | 2000 | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 |
|---------------------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| Развитые рынки      | 17,2 | 20,1 | 23,2 | 12,3 | 12,5 | 10,8 | 10,6 | 10,6 | 10,1 | 9,3  |
| Развивающиеся рынки | 0,43 | 0,45 | 0,40 | 0,37 | 0,37 | 0,38 | 0,37 | 0,95 | 1,87 | 1,83 |

*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.

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.

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 характеристике емкости рынка акций и стоимости корпоративных облигаций в обращении как характеристике 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 широко распространенная форма выражения объема открытых позиций – в количестве контрактов, что 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 ярким примером в этой области является биржа Eurex, объединившая срочные биржевые площадки Германии и Швейцарии.

Для крупных срочных рынков ценных бумаг характерен высокий уровень взаимосвязи емкости срочных рынков ценных бумаг и емкости рынка базисных активов – акций. Другими словами, наблюдается высокая корреляция между показателями объема открытых позиций на срочном рынке и капитализацией. Коэффициент детерминации между количеством открытых контрактов и капитализацией соответствующих национальных рынков акций по 25 крупнейшим срочным рынкам ценных бумаг в 2004 году<sup>69</sup> составил 0,9. Это достаточно высокий уровень связи для экономических показателей.

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.

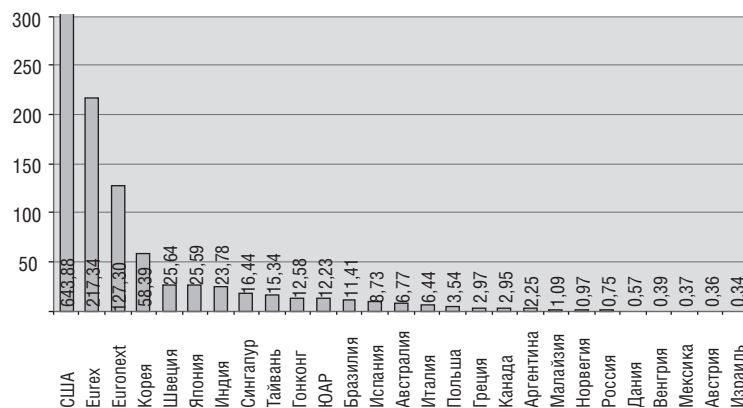
Важнейшим фактором роста ликвидности срочных рынков, являющихся частью национальных развивающихся рынков, выступает вовлечение в оборот максимально большого количества спекулятивных капиталов. Так как развивающимся рынкам свойственна, как правило, ограниченная ликвидность, то возникновение срочных рынков на этих национальных рынках особенно затруднено (так как для срочного рынка ликвидность имеет значительно 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 (максимизации 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 2004 года занимает 22-е место в мире и 11-е место среди развивающихся рынков (см. рис. 42).

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 – Корея. 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 ликвид-

**Рис. 42.** Объем открытых позиций на срочном рынке ценных бумаг по состоянию на конец 2004 года, млн контрактов



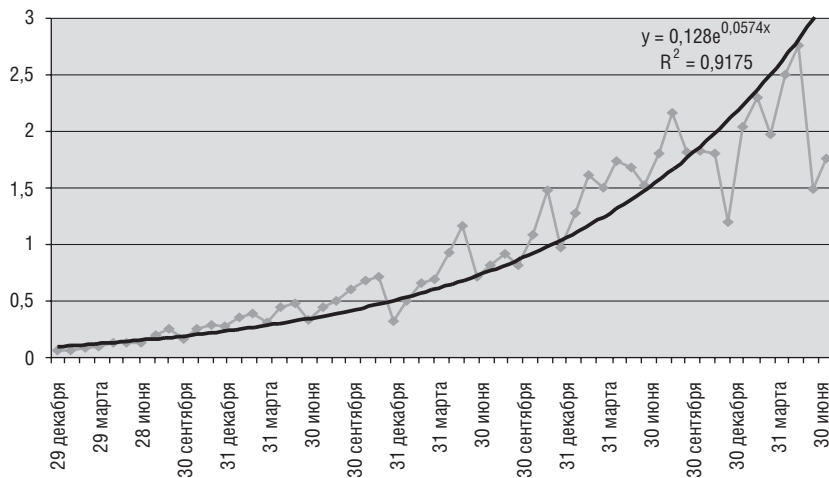
Рассчитано по данным WFE.

ности 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 для большинства развивающихся рынков. Создание широкого круга спекулянтов, с одной стороны, и концентрация их ресурсов на наиболее важных для хеджеров инструментах, с другой стороны, создают необходимые условия<sup>70</sup> для прихода на срочный рынок достаточно 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.

Россия пока значительно отстает от многих развивающихся рынков по емкости срочного рынка ценных бумаг. Вместе с тем темпы роста объема открытых позиций на срочном рынке ценных бумаг России весьма высокие, а тренд наиболее точно описывается экспоненциальной кривой (см. рис. 43).

Для того чтобы фондовый рынок России мог характеризоваться в качестве идеального, необходимо, чтобы срочный рынок ценных бумаг по своей емкости был крупнейшим 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, по крайней мере, сохранять экспоненциальный характер роста срочного рынка как можно дольше. Эта задача в настоящее время тем более актуальна, что в четвертом квартале 2005 года обнаружилось отставание реальных значений объема открытых позиций на срочном рынке ценных бумаг от сложившегося экспоненциального тренда.

**Рис. 43.** Объем открытых позиций, млн контрактов (с конца 2001 года)

Рассчитано по данным РТС.

**Примечания.**

- 1) Данные РТС отличаются от данных WFE, приведенных выше.
- 2) Объем открытых позиций рассчитан только по фьючерсным и опционным контрактам, базисными активами которых являются ценные бумаги и индексы. Не учитывались фьючерсы и опционы на валюту, а также фьючерсы на товары и процентные ставки.

## 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 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 рынками.

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 превалирует идея о необходимости опережающего развития институтов коллективных инвестиций. Данная точка зрения опирается на це-

**Таблица 22.** Сравнительные характеристики брокеров в России и США

| Показатели рынка онлайн-услуг                                  | Россия                    | США                      |
|--|---------------------------|--------------------------|
| Клиенты онлайн-брокеров, тыс. чел.                             | 200                       | 17 000                   |
| Доля клиентов онлайн-брокеров в общей численности населения, % | 0,2%                      | 5,8%                     |
| Характеристики концентрации рынка услуг онлайн-брокеров        | 20 операторов - 90% рынка | 5 операторов - 95% рынка |
| Количество активных онлайн-брокеров                            | 150                       | 5                        |
| Число филиалов (минимум - максимум)                            | 0–58                      | 17–330                   |
| Среднее число сделок в день у лидеров, тыс.                    | 20–40                     | 150–230                  |
| Комиссия брокера при сделке 10 тыс. долл., в долл.             | 2–10                      | 7,0–19,95                |

*Источник:* расчеты по данным интернет-сайтов крупнейших российских и американских брокеров, собственные оценки

лый 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 США<sup>71</sup>, Япония, Великобритания, среди стран с развивающимися финансовыми рынками – Корея<sup>72</sup>, Китай, Тайвань.

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 этого тезиса 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 22).

В приведенных данных выделяются две особенности брокерского бизнеса в России: ограниченность числа клиентов, которое не превышает 200 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 США<sup>73</sup>.

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 пред-

Таблица 23. Количество инвесторов в акции и бумаги инвестиционных фондов

| Страна           | Население<br>млн чел. 2005 | Инвесторы в акции<br>(в т. ч. в акции инвестици-<br>онных фондов /<br>компаний), млн | Инвесторы в акции<br>(без инвестици-<br>онных компаний /<br>фондов) | В/А%  | Инвесторы в инстру-<br>менты инвестици-<br>онных фондов,<br>млн |
|------------------|----------------------------|--|---|-------|---|
|                  | А                          | Б  | В   |       |   |
| 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  |   |
| Индия            | 1104,6                     |  | 6,5   | 0,6   |   |
| Китай            | 1306,5                     |  | 73  | 5,6   |   |
| Корея            | 48,8                       |  | 3,8   | 7,8   |   |
| <b>Россия **</b> | <b>141,4</b>               |  | <b>0,1</b>  |       | <b>1,2</b>  |
| Тайвань ***      | 23,2                       |  | 23,8  | 102,6 |   |

\* существуют иные оценки доли населения, владеющих акциями, значительно отличающиеся от оценки, приведенной в настоящей таблице (см. сноски на стр. 112).

\*\* 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.

посылкой 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 вследствие отсутствия единого источника по данному показателю. Существуют лишь отрывочные сведения по отдельным странам, которые, тем не менее, однозначно свидетельствуют об относительно низкой (по сравнению с другими странами с развитыми и развивающимися финансовыми рынками) доле населения, инвестирующего в акции (см. таблицу 23).

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, в 6 раз выше. В Китае уровень дохода на душу населения в 1,8 раза ниже, чем в России, а доля населения, инвестирующего в акции, выше в 56 (!) 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 человек<sup>74</sup>.

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.

Мировой опыт свидетельствует и о том, что не является абсолютно преобладающим механизм 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 в инвестиционные портфели посредством институтов коллективных инвестиций<sup>75</sup>. 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% – хотят распоряжаться акциями самостоятельно, и лишь 31% готовы передать акции в доверительное управление<sup>76</sup>.

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).

В этом случае в качестве целевого ориентира по данному показателю следует выбрать уровень в 15% населения России, что на сегодняшний день составляет примерно 21 млн человек. Это почти в 100 раз превосходит современное количество граждан Российской Федерации, инвестирующих в акции с использованием брокерских услуг<sup>77</sup>. Поэтому задача вовлечения населения в операции с ценными бумагами является одной из самых сложных задач в рамках формирования в России идеальной модели фондового рынка.

## 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 1992–2005 гг. 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 доходности ценных бумаг, с другой стороны, незначительна (см. таблицу 24).

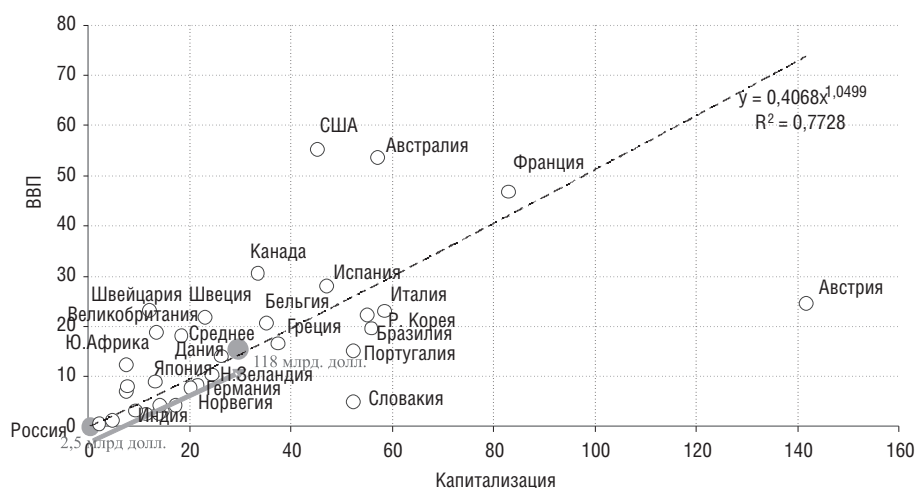
На российском фондовом рынке связь динамики СЧА паевых инвестиционных фондов (ПИФов) с капитализацией и доходностью вложений в ценные бумаги значительно выше, чем в среднем по миру. Это дает основание предполагать, что бурный рост капитализации и ликвидности российского фондового рынка в прогнозируемом периоде повлечет за собой столь же высокие темпы роста ПИФов.

Вместе с тем 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. 44.

**Таблица 24.** Корреляция роста США инвестиционных фондов в 1992–2005 гг. (Россия 1996–2005 г.) с:

|                      | Мир (40 стран) | Россия  |
|----------------------|----------------|---------|
| Капитализацией       | 0,7033         | 0,9012  |
| Ликвидностью акций   | 0,4112         | 0,3699  |
| Доходностью индексов | 0,4645         | 0,7523  |
| ВВП                  | 0,5019         | -0,3749 |

*Источник:* рассчитано по данным ВБ, МВФ, Всемирной Федерации бирж и Investment Company Institute (США)

**Рис. 44.** Доля США инвестиционных фондов в (%) (средний уровень за 1992-2005 гг.; Россия с 1996 г.)

*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 14-летний период. По России приводятся средние данные по открытым и интервальным ПИФам за период 1996–2005 гг.<sup>78</sup>

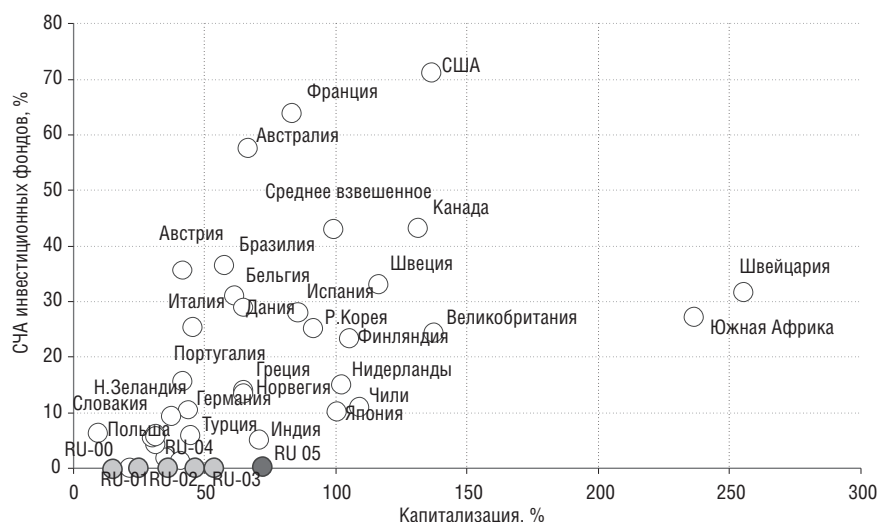
По доле США инвестиционных фондов в ВВП и капитализации Россия отстает от подавляющего большинства рассматриваемых стран, за исключением Румынии и Китая, где законодательство об открытых инвестиционных фондах вступило в силу значительно позднее, чем в России. Несмотря на бурный рост экономики и фондового рынка России в 2000–2005 г., показатели относительного развития ПИФов в России близки к нулю. Если бы данные показатели в России соответствовали бы среднемировым, то США открытых и интервальных ПИФов составила бы по итогам 2005 г. около 118 млрд долл. (около четверти активов национальной банковской системы) вместо нынешних 2,5 млрд долл.

Степень разрыва между уровнем развития ПИФов и капитализации в модели развития российского фондового рынка начала 2000-х гг. иллюстрируется на рис. 45., в котором данные по России приводятся за период 2000–2005 г. а по другим 35 фондовым рынкам – лишь за 2005 г.

Несмотря на стремительный рост доли капитализации российских компаний в ВВП с 15% в 2000 г. до 72% в 2005 г., доля США открытых и интервальных ПИФов в ВВП за 6 лет повысилась лишь с 0,1% до 0,3% ВВП. 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.

Рост российского фондового рынка в течение следующих 10 лет и превращение его в один из наиболее крупных мировых рынков капитала ставит масштабную задачу качественного изменения индустрии коллектив-

Рис. 45. Доля в ВВП в 2005 г.



**Источник:** рассчитано по данным ВБ, МВФ, Всемирной Федерации бирж и Investment Company Institute (США)

ных инвестиций и преодоления отставания относительного уровня развития ориентированных на розничного инвестора инвестиционных фондов в России от зарубежных фондовых рынков.

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 2005 г. доля активов открытых инвестиционных фондов, зарегистрированных в Люксембурге, Ирландии и Гонконге, в ВВП этих стран составляла соответственно 4485,6%, 274,0% и 259,2%. Эти страны характеризуются высоким уровнем развития фондового рынка. Относительный уровень капитализации и ликвидности рынка акций к ВВП по этим странам составляет в среднем 177 и 76%. В то же время для этих стран характерен относительно невысокий уровень корреляции показателя доли инвестиционных фондов в ВВП с показателями капитализация/ВВП, объемы биржевых торгов/ВВП и объемы биржевых торгов/капитализация. Средние значения указанных показателей по данной группе стран составляют соответственно 0,44; 0,31 и -0,08. Это говорит о том, что повышение относительного уровня развития инвестиционных фондов не всегда предполагает такой же рост относительных показателей капитализации и ликвидности.

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 274% в 2005 г. Доля гонконгских инвестиционных фондов в ВВП выросла с 16% в 1992 г. до 259,2% в 2005 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 фон-



дов в ВВП варьируется в диапазоне от 10 до 100%. Средний уровень доли инвестиционных фондов в ВВП по этим странам за последние 14 лет составляет 25,8%.

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 74,2% и 64,1%, 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 – соответственно 0,74, 0,69 и 47 в среднем по группе стран. Это говорит о том, что здесь рост капитализации и ликвидности национального фондового рынка в значительной мере опирается на рост коллективных инвестиций, аккумулирующих сбережения внутренних инвесторов.

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.** Группа из 14 стран, включая 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 менее значимую роль в экономике и сбережениях по сравнению с другими группами финансовых посредников.

Особую категорию рынков с точки зрения уровня развития открытых фондов составляют Россия, Китай<sup>79</sup> и Румыния. Относительный показатель уровня развития инвестиционных фондов в этих странах близок к нулю, и этим странам 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 и капитализации 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.

Если исходить из оптимистичного сценария роста капитализации в России, то такая цель означает, что за 10 полных лет СЧА открытых и интервальных ПИФов должны вырасти с нынешних 2,5 млрд долл. до 295 млрд долл., или в 118 раз. При этом в год СЧА ПИФов должны увеличиваться примерно на 60%. Несмотря на столь высокие темпы роста, такая задача представляется вполне реальной, поскольку в течение 1999–2005 гг. среднегодовые темпы роста открытых и интервальных фондов в России составили 61,5%. Таким образом, при условии сохранения сложившихся темпов роста СЧА ПИФов, ориентированных на розничного инвестора, к 2015 г. может быть обеспечен их выход на указанные целевые рубежи.

Данная задача вполне по силе российскому фондовому рынку также с позиций оценки международного опыта. За предшествующие 10 лет из 39 рассматриваемых 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%).

**Таблица 25.** Стоимость инвестированных пенсионных резервов

|                | Пенсионные резервы, млн долл. |                   |                   |                   | 2005              |
|----------------|-------------------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|
|                | 2001                          | 2002              | 2003              | 2004              |                   |
| Австралия      | 212 860                       | 239 290           | 295 670           | 464 577           |                   |
| Австрия        | 7 555                         | 8 099             | 10 869            | 13 299            |                   |
| Аргентина      | 20 786                        | 11 409            | 15 947            | 18 238            | 22 416            |
| Бельгия        | 12 639                        | 12 428            | 12 152            | 14 325            |                   |
| Болгария       | 83                            | 173               | 331               | 553               |                   |
| Бразилия       |                               |                   | 64 444            |                   | 134 807           |
| Великобритания | 1 040 472                     | 1 040 472         | 1 175 335         | 1 175 335         |                   |
| Венгрия        | 2 071                         | 2 976             | 4 456             | 6 859             |                   |
| Германия       | 63 296                        | 67 846            | 88 887            | 104 161           |                   |
| Дания          | 43 639                        | 44 324            | 58 782            | 73 095            |                   |
| Израиль        | 27 300                        | 28 200            | 31 900            | ..                |                   |
| Ирландия       | 45 763                        | 42 222            | 59 989            | 77 405            |                   |
| Испания        | 35 072                        | 39 061            | 54 778            | 93 644            | 86 010            |
| Италия         | 25 194                        | 28 312            | 36 787            | 44 351            |                   |
| Канада         | 375 565                       | 346 341           | 445 761           | 445 761           |                   |
| Колумбия       | 4 939                         | 5 472             | 7 315             | 10 965            | 11 067            |
| Корея          |                               | 8 438             | 9 884             | 11 516            |                   |
| Мексика        | 27 146                        | 31 748            | 35 844            | 43 033            | 55 386            |
| Нидерланды     | 404 772                       | 441 498           | 545 239           | 545 239           |                   |
| Новая Зеландия | 7 687                         | 7 865             | 9 094             | 11 157            |                   |
| Норвегия       | 6 831                         | 7 652             | 10 227            | 16 939            |                   |
| Польша         | 8 219                         | 7 588             | 11 987            | 20 943            | 26 394            |
| Португалия     | 13 278                        | 14 657            | 18 396            | 18 868            |                   |
| Россия         | 1 153                         | 1 640             | 2 989             | 5 893             | 9 808             |
| Словакия       | 2 244                         | 4 037             | 7 409             | 7 409             |                   |
| США            | 8 571 800                     | 7 814 800         | 9 213 900         | 10 150 000        | 10 646 700        |
| Таиланд        |                               | 5 774             | 7 519             | 8 186             |                   |
| Турция         |                               |                   |                   | 209               |                   |
| Финляндия      | 9 991                         | 10 606            | 13 406            | 84 271            |                   |
| Франция        | 51 388                        | 95 395            | 123 255           | 123 255           |                   |
| Чехия          | 1 404                         | 2 053             | 2 852             | 3 884             |                   |
| Чили           | 35 461                        | 43 431            | 49 690            | 60 798            | 74 756            |
| Швейцария      | 261 357                       | 267 554           | 360 646           | 360 646           |                   |
| Швеция         | 18 254                        | 18 542            | 23 457            | 43 823            |                   |
| Эстония        |                               | 15                | 90                | 234               |                   |
| Южная Африка   |                               |                   | 57 337            | 82 756            |                   |
| Япония         | 580 519                       | 561 645           | 658 255           | 661 063           |                   |
| <b>Итого:</b>  | <b>11 918 737</b>             | <b>11 261 565</b> | <b>13 524 879</b> | <b>14 802 689</b> | <b>11 067 344</b> |

*Источники информации: OECD Global Pension Statistics; Евростат, данные FIAP.*

## 5.3. Пенсионные фонды и страховые компании

### Пенсионные фонды

Статистическая информация о пенсионных фондах в мире раскрывается значительно хуже по сравнению с инвестиционными фондами. По многим странам последние данные о стоимости пенсионных резервов раскрыты лишь по состоянию на 2004 год. Тем не менее анализ временных рядов о стоимости активов накопительных пенсионных фондов и их динамике позволяет сформулировать ряд закономерностей, касающихся перспектив развития негосударственных пенсионных фондов (НПФ) в России.

По уровню развития НПФов Россия является мировым аутсайдером, отставая не только от стран с развитым фондовым рынком, но и большинства развивающихся рынков (см. таблицы 25 и 26). Значительный при-

Таблица 26. Доля инвестированных пенсионных резервов в ВВП

|                 | Доля пенсионных резервов в ВВП, % |             |             |             | 2005        |
|-----------------|-----------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
|                 | 2001                              | 2002        | 2003        | 2004        |             |
| Австралия       | 57,7                              | 58,1        | 56,1        | 72,9        |             |
| Австрия         | 3,9                               | 3,9         | 4,3         | 4,5         |             |
| Аргентина       | 7,7                               | 11,2        | 12,3        | 11,9        | 12,7        |
| Бельгия         | 6,0                               | 5,1         | 4,0         | 4,1         |             |
| Бразилия        | 0,0                               | 0,0         | 12,7        | 0,0         | 16,3        |
| Великобритания  | 66,0                              | 66,5        | 65,4        | 55,3        |             |
| Венгрия         | 4,0                               | 4,5         | 5,4         | 6,8         |             |
| Германия        | 3,0                               | 3,4         | 3,6         | 3,8         |             |
| Дания           | 27,5                              | 25,9        | 27,8        | 30,3        |             |
| Ирландия        | 44,3                              | 35,1        | 39,4        | 42,6        |             |
| Испания         | 5,2                               | 5,4         | 7,0         | 11,2        | 7,6         |
| Италия          | 4,0                               | 2,4         | 2,5         | 2,6         |             |
| Канада          | 48,0                              | 47,7        | 52,0        | 45,6        |             |
| Корея           | 0,0                               | 1,5         | 1,6         | 1,7         |             |
| Мексика         | 4,4                               | 4,9         | 5,6         | 6,4         | 7,2         |
| Нидерланды      | 105,4                             | 105,4       | 106,3       | 94,2        |             |
| Новая Зеландия  | 14,8                              | 13,1        | 11,4        | 11,3        |             |
| Норвегия        | 4,0                               | 4,0         | 4,6         | 6,8         |             |
| Польша          | 4,4                               | 4,0         | 5,7         | 8,6         | 8,7         |
| Португалия      | 12,1                              | 12,1        | 12,5        | 11,2        |             |
| Россия          | 0,4                               | 0,5         | 0,7         | 1,0         | 1,3         |
| Словакия        | 10,7                              | 16,7        | 22,7        | 18,0        |             |
| США             | 85,1                              | 74,9        | 84,1        | 86,7        | 85,3        |
| Турция          |                                   |             |             | 0,1         |             |
| Финляндия       | 8,2                               | 8,0         | 8,3         | 45,3        |             |
| Франция         | 3,8                               | 6,5         | 6,9         | 6,0         |             |
| Чехия           | 2,3                               | 2,8         | 3,1         | 3,6         |             |
| Чили            | 51,7                              | 64,6        | 67,7        | 64,6        | 59,6        |
| Швейцария       | 114,0                             | 96,7        | 112,1       | 100,9       |             |
| Швеция          | 4,0                               | 7,7         | 7,8         | 12,7        |             |
| Южная Африка    | 0,0                               | 0,0         | 34,7        | 38,9        |             |
| Япония          | 19,0                              | 14,1        | 15,3        | 14,3        |             |
| <b>Среднее:</b> | <b>23,3</b>                       | <b>22,8</b> | <b>25,9</b> | <b>25,7</b> | <b>24,8</b> |

Источники информации: OECD Global Pension Statistics; Евростат, данные FIAP.

ток на фондовый рынок пенсионных денег от поколения беби-бумеров во многих странах в 1990-х годах послужил акселератором роста емкости фондового рынка.

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 долевого и долговых финансовых инструментов. В результате роль НПФов на российском фондовом рынке на фоне многих других государств остается практически незаметной.

Пенсионные резервы НПФов в России составили около 6 млрд долл. в 2004 г. и около 10 млрд долл. в 2005 г. из почти 15 трлн долл. резервов накопительных пенсионных фондов в мире в 2004 г. Для сравнения: в 2005 г. пенсионные резервы в США составляли 10,6 трлн долл. В том же году в Чили они достигли почти 75 млрд долл., что в 5 раз больше чем в России, несмотря на явное превосходство российского ВВП и капитализации.

Резервы НПФов в России составляют немногим более 1,3% ВВП, что уступает показателям практически всех не только развитых, но и развивающихся рынков, за исключением 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 рос-

**Таблица 27.** Прирост показателей, характеризующих пенсионные резервы и фондовый рынок в среднем за год в 2001–2004 гг.

|                               | Инвестиционных фондов | Среднегодовой прирост за 2001–2004 гг., % |               |                         |                   | Активов пенсионных фондов |
|-------------------------------|-----------------------|---|---------------|-------------------------|-------------------|---------------------------|
|                               |                       | ВВП                                       | Капитализации | Биржевого оборота акций | Фондового индекса |                           |
| Австралия                     | 24,9                  | 20,2                                      | 29,4          | 29,0                    | 7,4               | 31,0                      |
| Австрия                       | 23,5                  | 15,0                                      | 52,8          | 62,2                    | 27,4              | 21,3                      |
| Аргентина                     | 12,6                  | - 5,7                                     | - 29,8        | 83,7                    | 65,9              | 3,0                       |
| Бельгия                       | 20,3                  | 15,9                                      | 10,2          | 6,9                     | 7,6               | 4,7                       |
| Великобритания                | 17,6                  | 14,1                                      | 10,8          | 28,7                    | 0,3               | 4,3                       |
| Венгрия                       | 33,8                  | 24,8                                      | 41,9          | 39,9                    | 28,9              | 49,1                      |
| Германия                      | 12,4                  | 13,3                                      | 10,4          | 0,8                     | 0,2               | 18,5                      |
| Дания                         | 24,3                  | 15,1                                      | 23,2          | 16,1                    | 36,5              | 19,5                      |
| Ирландия                      | 34,7                  | 20,8                                      | 18,4          | 26,8                    | 6,4               | 21,1                      |
| Испания                       | 26,3                  | 7,2                                       | 28,3          | 13,6                    | 6,3               | 40,9                      |
| Италия                        | 12,9                  | 15,6                                      | 15,8          | 14,0                    | 2,9               | 21,0                      |
| Канада                        | 17,0                  | 11,7                                      | 23,1          | 14,3                    | 7,6               | 7,0                       |
| Корея Республика              | 17,5                  | 12,2                                      | 25,2          | - 2,6                   | 10,1              | 16,8                      |
| Мексика                       | 3,6                   | 2,9                                       | 13,6          | 12,1                    | 28,9              | 16,6                      |
| Нидерланды                    | 8,9                   | 14,8                                      | 9,0           | - 8,2                   | - 8,0             | 10,9                      |
| Новая Зеландия                | 19,6                  | 24,2                                      | 35,5          | 25,3                    | 19,6              | 13,5                      |
| Норвегия                      | 27,7                  | 13,8                                      | 29,2          | 43,4                    | 13,9              | 37,1                      |
| Польша                        | 60,3                  | 9,4                                       | 43,7          | 39,7                    | 25,3              | 41,7                      |
| Португалия                    | 22,8                  | 15,3                                      | 15,4          | 13,7                    | 4,9               | 12,8                      |
| Россия                        | 70,8                  | 24,1                                      | 55,0          | 65,9                    | 34,8              | 73,9                      |
| Словакия                      | 104,3                 | 25,5                                      | 42,3          | - 11,8                  | 42,2              | 54,5                      |
| США                           | 5,7                   | 5,2                                       | 7,7           | - 9,0                   | 7,2               | 6,4                       |
| Финляндия                     | 43,3                  | 15,5                                      | 1,2           | 8,6                     | - 8,9             | 187,1                     |
| Франция                       | 24,6                  | 15,3                                      | 13,4          | 8,3                     | - 1,5             | 38,3                      |
| Чехия                         | 42,8                  | 20,7                                      | 52,1          | 75,7                    | 10,1              | 40,4                      |
| Чили                          | 35,5                  | 11,8                                      | 33,8          | 53,6                    | 20,4              | 19,7                      |
| Швейцария                     | 7,5                   | 12,6                                      | 11,2          | 44,1                    | 1,0               | 12,4                      |
| Швеция                        | 20,6                  | 16,6                                      | 22,5          | 16,5                    | 3,3               | 38,3                      |
| Южная Африка                  | 55,0                  | 23,9                                      | 49,1          | 34,0                    | 38,6              | 44,3                      |
| Япония                        | 5,9                   | 3,7                                       | 19,5          | 27,2                    | 5,2               | 4,8                       |
| Корреляция с приростом ПФО,51 |                       | 0,31                                      | 0,14          | -0,01                   | -0,09             | 1,00                      |

*Источники информации: OECD Global Pension Statistics; Евростат, данные FIAP.*

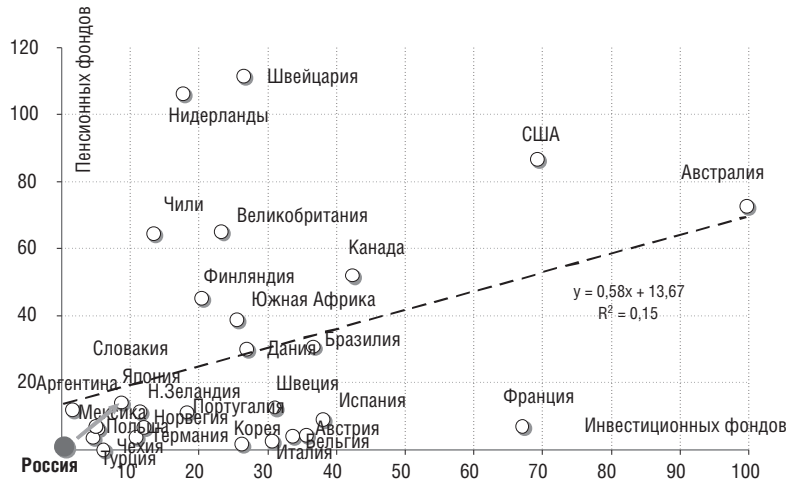
сийского фондового рынка по росту капитализации на предстоящие 10 лет, означает необходимость ускоренного развития НПФов и более активной переориентации пенсионных фондов на внутренний фондовый рынок, что даст заметный позитивный эффект в решении проблем социального обеспечения населения России.

Расчеты показывают (см. таблицу 27), 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 высок уровень корреляции пенсионных резервов с ростом чистых активов инвестиционных фондов, коэффициент корреляции здесь достигает 0,51.

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.

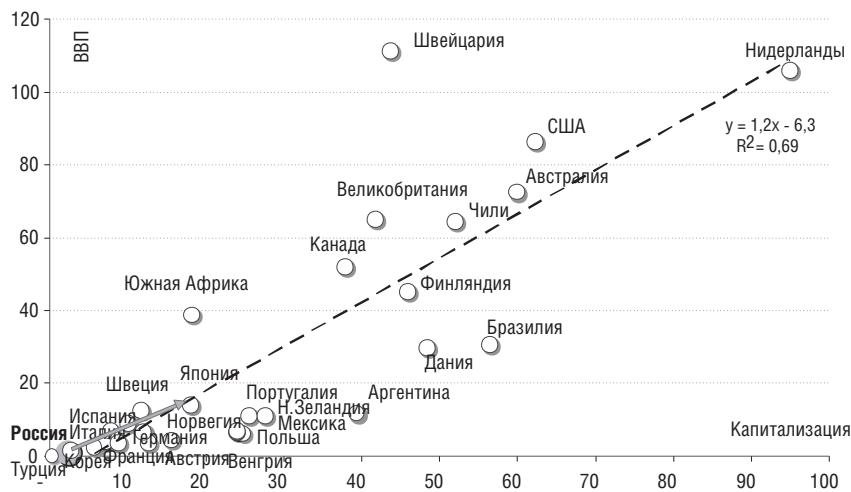
По уровню относительного развития НПФов и инвестиционных фондов по сравнению с другими странами Россия находится на «нулевом уровне», уступая показателям практически всех развитых и развивающихся рын-

Рис. 46. Доля в ВВП в 2004 г., %



Источники информации: OECD Global Pension Statistics; Евростат, МВФ, данные FIAP.

Рис. 47. Доля пенсионных фондов в 2004 г. (%)



Источники информации: OECD Global Pension Statistics; Евростат, МВФ, данные FIAP.

ков. В 2004 г. доля открытых и интервальных ПИФов и НПФов в ВВП России составляла соответственно лишь 0,2% и 1,0%. Ситуация осталась практически неизменной в 2005 г. (см. рис. 46).

Доля пенсионных фондов в ВВП достаточно тесно взаимосвязана с их удельным весом в капитализации, о чем свидетельствует значение коэффициента достоверности аппроксимации, составляющего 0,69. По уровню указанных показателей России лишь предстоит догонять большинство развитых и развивающихся рынков (см. рис. 47).

Реализация идеальной модели может предполагать необходимость сбалансированного роста инвестиционных фондов и негосударственных пенсионных фондов в России, когда темпы роста НПФов будут немного опережать темпы роста ПИФов за счет более активного перехода накопительной пенсионной системы на частную основу. Успех развития НПФов в России будет зависеть от того, насколько удачным станет трансформация от

модели преобладания по стоимости резервов отраслевых НПФов к модели рыночных НПФов, рассчитанных на розничных инвесторов. Другим обязательным условием ускоренного роста накопительных пенсионных фондов является необходимость достижения реальных результатов в обуздании инфляции. В условиях нестабильной инфляции невозможно на длительную перспективу объективно планировать объем обязательств пенсионной системы. В то же время высокий уровень инфляции является основной причиной отрицательной реальной доходности инвестиций в облигации, которые в мире все более очевидно становятся основным источником инвестирования частных пенсионных фондов.

Целевым ориентиром уровня развития негосударственных пенсионных фондов для России должны 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 8,6% и 14,2%; в капитализации – 10,9% и 18,0%.

Достижение размеров резервов НПФов в России до 15–20% от стоимости капитализации в 2015 г. будет означать их рост с нынешних 10 млрд долл. до 440 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 1997–2005 гг. среднегодовые темпы роста резервов НПФов составляли 77%. В случае, если около 15% резервов НПФов будет инвестировано в акции, то объем ежегодных инвестиций НПФов в акции возрастет с нынешних 1 млрд долл. до 70 млрд долл. в 2015 г. С учетом указанных предположений НПФы наряду с паевыми инвестиционными фондами превратятся в единственный 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 системы<sup>80</sup>. 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.

В отличие от динамики роста относительного уровня СЧА инвестиционных фондов доля пенсионных резервов в ВВП является более инерционным показателем. На крупнейших развитых рынках он меняется медленно: в 1996 г. и 2004 г. доля пенсионных фондов в ВВП составляла в США – соответственно 82% и 85%, Японии – 15% и 14%, Нидерландах – 93% и 94% (см. рис. 48).

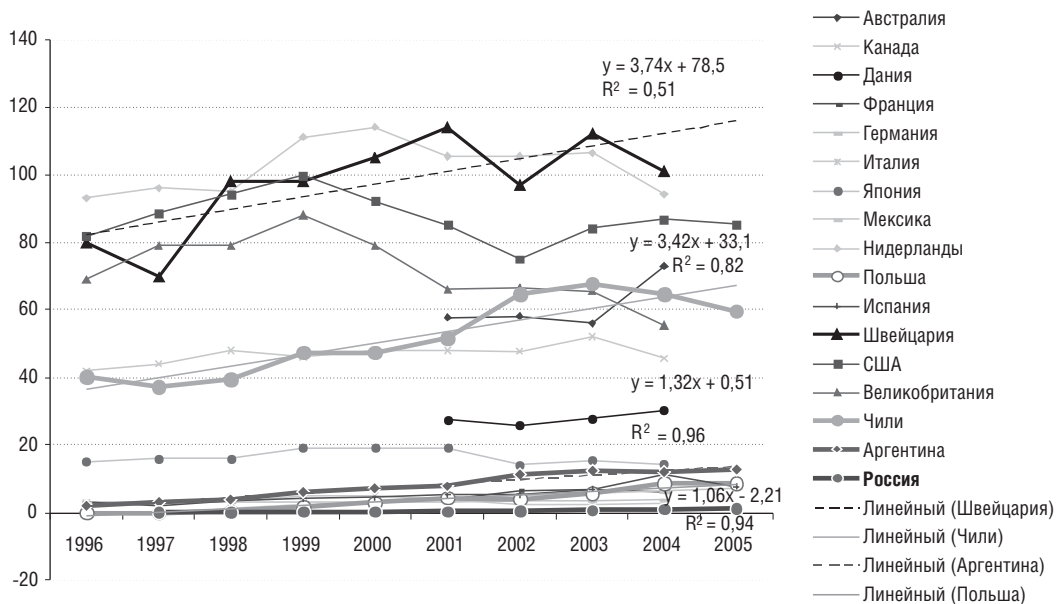
Тем не менее в качестве ориентиров динамичного роста при формулировании модели идеального фондового рынка в России могут необходимо обратить внимание на опыт ряда развивающихся рынков, где за прошедшие 10 лет доля пенсионных резервов в ВВП выросла с практически нулевого уровня до среднестрановых показателей. Рост доли пенсионных резервов в ВВП составил: в Польше – с 0,3% в 1998 г. до 9% в 2005 г.; в Мексике – с 0,19% в 1997 г. до 7% в 2005 г.; в Аргентине – с 2% в 1996 г. до 13% в 2005 г.; Мексике – с 0,2% в 1997 г. до 7% в 2005 г.; Испании – с 3% в 1996 г. до 8% в 2005 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% 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 областях<sup>81</sup>.

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:

Рис. 48. Доля пенсионных фондов в ВВП в 1996-2005 гг.,%



Источники информации: OECD Global Pension Statistics; Евростат, МВФ, данные FIAP.

#### 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 будет основой для принятия решений об инвестировании в новом финансовом году.

Однако поступательное движение России вверх по лестнице рейтинга не должно заслонять очень опасной тенденции. Если составить отдельные ранкинги по страновым и по рыночным макрофакторам, то будет заметно сильное отставание России по первому ранкингу относительно второго. В ранкинге по страновым факторам Россия занимает 24-е место (из 27), в то время как в ранкинге по рыночным факторам Россия занимает 19-е место.

**Таблица 28. Активы страховых компаний**

|                            | Млрд долл.    |               | % от ВВП    |             |
|----------------------------|---------------|---------------|-------------|-------------|
|                            | 2003          | 2004          | 2003        | 2004        |
| Австралия                  | 98,1          | 118,3         | 18,6        | 18,6        |
| Великобритания             |               |               | 52,9        | 51,1        |
| Германия                   | 625,1         | 774,5         | 26,1        | 28,1        |
| Испания                    |               | 123,5         |             | 11,9        |
| Италия                     | 236,3         | 325,7         | 16,1        | 19,5        |
| Канада                     | 173           | 216,7         | 20,1        | 25,2        |
| США                        | 2172,8        | 2342          | 19,9        | 20          |
| Франция                    | 724,1         | 932           | 41,2        | 53          |
| Япония                     | 1435,7        | 1589,9        | 33,4        | 34          |
| Корея                      | 116,1         | 127,6         | 19,2        | 18,8        |
| Польша                     | 7,4           | 9,5           | 3,5         | 4           |
| Россия                     | 9,8           | 11,2          | 2,3         | 1,9         |
| Турция                     |               | 2             |             | 0,6         |
| <b>Страны ОЭСР в целом</b> | <b>7038,5</b> | <b>8978,8</b> | <b>25,3</b> | <b>24,6</b> |

*Подсчитано по: OECD Global Pension Statistics; OECD Insurance Statistics Yearbook. Данные по России – Центр экономического анализа агентства Интерфакс (analytics.interfax.ru).*

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 инвесторов<sup>82</sup>.

### Страховщики

Уровень раскрываемости информации о страховых резервах еще хуже, чем о пенсионных фондах. Поэтому анализ информации о страховщиках будет ограничен 13 странами (включая Россию). По стоимости активов страховых компаний Россия отстает от большинства стран, рассмотренных в выборке (см. таблицу 28). По состоянию на 2004 г. активы российских страховых компаний составляли около 11 млрд долл., или 1,9% от ВВП. По данным Банка России, в 2005 г. стоимость страховых резервов российских страховщиков достигала около 6,5 млрд долл., что составляет лишь около 65% от стоимости резервов НПФов.

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 250 млрд долл. в 2015 г., или примерно 8–10% 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 25 млрд долл.

## 6. Обобщение

Проведенный анализ позволил сформулировать предположения относительно значений основных параметров модели российского фондового рынка, при которых такая модель может быть охарактеризована в качестве идеальной модели.

Идеальная модель фондового рынка России предполагает достижение следующих основных параметров к 2015 году<sup>83</sup>:



**По рынку акций****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. Он станет крупнейшим развивающимся рынком, превзойдя по капитализации рынки Гонконга, Кореи, Южной Африки, Индии и других стран с развивающимися финансовыми рынками. Числовое значение капитализации России в рамках идеальной модели фондового рынка будет находиться в диапазоне от 2,4 до 3 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.

Модель создания идеального фондового рынка в России предусматривает формирование более тесной связи темпов роста капитализации и ВВП, соответствующей среднемировому уровню, то есть 2–3% годового прироста капитализации на 1% прироста ВВП. Это означает, с одной стороны, снижение отрыва динамики капитализации от динамики ВВП, а с другой стороны – существенное повышение устойчивости динамики капитализации. Признаком формирования идеальной модели фондового рынка в России станет незначительное, но устойчивое опережение темпов роста капитализации темпов роста экономики в целом.

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).

**2. Показатель Р/Е российских компаний.**

В данном случае параметром идеальной модели, отражающим адекватность оценки рынком российских акций, выступает показатель Р/Е. 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.

**3. Соотношение капитализации и ВВП.**

Достижение соотношения капитализации и ВВП уровня 80% предполагает реализацию оптимистичного сценария в отношении роста национальной капитализации по варианту 1 (см. рис. 8 на стр. 34). Достижение уровня в 100% также предполагает реализацию оптимистичного сценария, но по варианту 2 (см. рис. 8 на стр. 34). Оба варианта оптимистичного сценария предполагают реализацию эффективной государственной политики, стимулирующей активное развитие фондового рынка, а также обеспечивающей благоприятный инвестиционный климат.

В качестве факторов, в наибольшей степени в долгосрочной перспективе влияющих на уровень соотношения капитализации и ВВП, следует выделить:

- роль институтов коллективных инвестиций (в том числе управляющих пенсионными резервами) и инвестиций физических лиц, осуществляемых через брокеров, в общем объеме инвестиционного спроса на акции национальных компаний;
- уровень распыленности корпоративной собственности, доля миноритарных акционеров в структуре акционерного капитала (повышающие уровень соотношения), роль коммерческих банков и кэптивных страховых и пенсионных институтов (понижающие факторы);
- количество крупных транснациональных корпораций, имеющих регистрацию в данной национальной юрисдикции, акции которых котируются на внутренних фондовых биржах;
- оптимальность правил допуска акций к торгам на фондовых биржах и критериев листинга.

Последнее положение нуждается в дополнительном пояснении. Такое пояснение приводится в Приложении 3.

На рост соотношения капитализации и ВВП России наиболее сильное влияние в настоящее время оказывает большое количество крупных транснациональных компаний<sup>84</sup>, 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. Все другие факторы, которые оказывают влияние на уровень данного соотношения, характеризуются скорее 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.

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, сформировавшим на мировом рынке капитала, либо на 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, 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 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.

#### **4. Параметры структуры рынка акций.**

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. 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 все 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, Ирландии, также некоторых других стран с крайне малыми рынками акций.

Важным условием устойчивого опережающего роста капитализации является активный выход на рынок инвестиционно привлекательных компаний, обладающих высоким потенциалом долгосрочного роста капитализации. Такой выход может осуществляться в виде обретения реальной публичности компанией, которая ранее не имела организованного рынка своих акций. 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. Однако более важным представляется выход на рынок новой компании в результате IPO.

### 5. 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 фактором как по отношению к емкости рынка акций, так и по отношению к ликвидности рынка акций. В свою очередь, ускоренное развитие рынка IPO также само по себе является одним из важных условий формирования идеальной модели фондового рынка в России.

Числовое значение соотношения между объемом привлеченного капитала и объемом инвестиций в основной капитал как параметра идеальной модели фондового рынка – 11%.

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.

### 6. 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 уровня 4,6–5,7 трлн долларов США.

Для достижения этого уровня потребуется добиться улучшения следующих показателей (основных факторов), определяющих 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 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.

Для достижения целевого уровня ликвидности российского рынка акций необходима реализация комплекса мер, направленных на кардинальное увеличение ликвидности внутреннего биржевого рынка акций. Следует учитывать наличие ряда резервных факторов, способных значительно увеличить объем торговли акциями на российских фондовых биржах:

- факторы инвестиционного климата;
- макроэкономические факторы;
- наличие емкого рынка российских акций на иностранных биржах (прежде всего на Лондонской фондовой бирже), который может частично переместиться на внутренний рынок (в случае создания необходимых конкурентных преимуществ внутреннего рынка).

Использование последнего ресурса может дать максимально быструю отдачу, в то время как первые два фактора имеют более значительный временной лаг. Задача перетока операций с акциями российских эмитентов с иностранных рынков на внутренний рынок, которая предполагает создание конкурентоспособных (по сравнению с условиями совершения сделок на развитых рынках) условий совершения сделок с акциями российских компаний на внутреннем рынке. Такая задача может быть решена при условии обеспечения высокой эффективности российских фондовых бирж и учетно-расчетной инфраструктуры.

Следует отметить, что повышение эффективности учетно-расчетной инфраструктуры также будет способствовать преодолению еще одной проблемы, препятствующей развитию ликвидного рынка акций в России – проблемы раздробленности рынка акций. В настоящее время российские акции обращаются на внутреннем рынке в основном на двух фондовых биржах, перевод акций между которыми требует достаточно высоких издержек (в первую очередь временных). Создание центрального депозитария и формирование механизма централизованного клиринга существенно снизят эти издержки, что будет способствовать преодолению раздробленности внутреннего рынка акций и росту его ликвидности.

Теоретически ликвидация раздробленности внутреннего биржевого рынка принципиально может быть реализована либо за счет формирования единой централизованной учетно-расчетной системы, минимизирующей затраты на перемещение акций и денежных средств между различными торговыми площадками и брокерами, либо за счет объединения торговых систем. На наш взгляд, именно первый вариант более эффективен для решения проблемы раздробленности рынка.

### ***По рынку корпоративных облигаций***

#### **7. 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 2015 году 350–450 млрд долл. США.

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 облигациям;
- состояние инвестиционного климата;
- 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.

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.

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 долгом (что в совокупности обеспечивает саморасширение рынка облигационных заимствований каждого отдельного эмитента).

В качестве практических выводов из результатов реализации биржевого характера организации рынка корпоративных облигаций следует указать на необходимость:

- сохранения биржевого рынка корпоративных облигаций;

– сохранения стимулирования 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.

#### ***По рынку иностранных ценных бумаг***

##### **8. 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 10%.

#### ***По срочному рынку ценных бумаг***

##### **9. Стоимость открытых позиций 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.

#### ***По характеристикам основных групп инвесторов фондового рынка***

##### **10. Доля населения России, инвестирующих в акции с использованием брокерских услуг.**

Так же как и фактор IPO, роль населения на фондовом рынке является важным фактором формирования модели фондового рынка по другим направлениям, в данном случае по капитализации, ликвидности, емкости рынка корпоративных облигаций. Одновременно роль населения на фондовом рынке сама по себе является одним из параметров самой модели фондового рынка. В свою очередь факторами, определяющими роль населения на фондовом рынке, являются:

- уровень реальных доходов населения и их динамика;
- уровень финансовой грамотности населения и уровень их знаний о своих правах как инвестора;
- эффективность системы информирования инвесторов;
- эффективность системы доступа к торгам (как с точки зрения территориальной доступности, так и с точки зрения уровня временных и финансовых затрат);
- эффективность налогового режима;
- многообразие форм доступа населения на рынок.

Для соответствия идеальной модели уровень данного показателя в России должен быть одним из самых высоких среди развивающихся рынков и 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 15%.

##### **11. 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 и капитализации на уровне 10–15%. В стоимостном выражении это составляет 290–360 млрд долл. (целевая оценка стоимости чистых активов инвестиционных фондов).

Достижение такого уровня развития инвестиционных фондов возможно при сохранении нынешних темпов роста стоимости чистых активов открытых и интервальных инвестиционных фондов. Трудность задачи в такой постановке вопроса обусловлена относительно низким размером индустрии коллективных инвестиций в те периоды, в которые она демонстрировала такие темпы роста. Сохранить эти темпы роста для более крупного рынка – достаточно сложная задача.

Сохранение сложившихся темпов роста ПИФов на ближайшее 10-летие в условиях наращивания их стоимости требует принятия ряда мер, направленных на существенное повышение эффективности их деятельности. В настоящее время серьезными препятствиями для дальнейшего качественного роста индустрии ПИФов являются распыленность сбережений среди многочисленных мелких фондов, отсутствие эффективных каналов продаж, 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 ПИФаами и эффективных технологий, позволяющих инвесторам перераспределять вложения в паи ПИФов в зависимости от эффективности их деятельности. Отсутствие в России законодательства и стандартов, регулирующих деятельность инвестиционных консультантов и их фидуциарную ответственность перед инвесторами, ведет к неуправляемым конфликтам интересов при продажах паев через агентов и других финансовых посредников, что в итоге снижает привлекательность данных финансовых инструментов у розничных инвесторов.

## 12. 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 сбалансированно представлены пенсионные резервы. Доля инвестиционных и пенсионных фондов в ВВП Японии составляет соответственно 8,6% и 14,2%; в капитализации – 10,9% и 18,0%. Достижение размеров резервов НПФов в России до 15–20% от стоимости капитализации в 2015 г. будет означать их рост с нынешних 10 млрд долл. до 440 млрд долл. (согласно оптимистичному сценарию роста капитализации). НПФы превратятся в действенный внутренний фактор поддержания роста капитализации и всего российского фондового рынка.

## 13. Объем инвестиций иностранных портфельных инвесторов в инструменты российского фондового рынка.

Около 10% капитализации российских компаний в 2015 г. придется на иностранные инвестиционные фонды, что предполагает стоимость их вложений в акции российских компаний в сумме около 300 млрд долл. по сравнению с 15 млрд долл. вложений иностранных портфельных инвесторов на середину 2006 г.

Наряду с ростом количественных параметров иностранных инвестиций в Россию должно произойти качественное изменение портрета инвесторов. Основными иностранными портфельными инвесторами в Россию станут зарубежные пенсионные и инвестиционные фонды, ориентированные на розничных инвесторов в США, странах Европы и Японии, которые можно отнести к наиболее консервативным и устойчивым к спекулятивным изменениям инвестиционным ресурсам. При этом условием прихода данных консервативных источников инвестирования в Россию является соблюдение ряда общих условий для вложения указанных средств.

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.

Числовые значения количественных параметров идеальной модели (рассчитанные на основе допущения о сохранении сложившихся в последнее десятилетие трендов развития мирового финансового рынка) и степень их превышения над текущими показателями приведены в таблице 29.

Как уже отмечалось, невозможно корректно определить конкретные числовые значения показателей емкости срочного рынка, а также показателя Р/Е, которые бы служили ориентирами на десятилетний период.

Из данных таблицы 29 видно, по каким направлениям движения к идеальной модели самый длинный путь, т.е. на каких направлениях в первую очередь необходимо сосредоточить усилия по стимулированию формирования в России атрибутов идеальной модели фондового рынка. Такими критически важными направлениями, на наш взгляд, являются:

1. Наиболее критические направления
  - а) стимулирование создания и активного развития внутреннего рынка IPO;
  - б) стимулирование многократного роста количества граждан, инвестирующих в ценные бумаги на фондовом рынке;
  - в) создание сектора иностранных ценных бумаг и повышение их доли на внутреннем рынке;
  - г) резкий рост стоимости чистых активов инвестиционных фондов;
2. Прочие приоритетные направления:
  - а) резкий рост объема сделок с акциями на внутреннем рынке;
  - б) резкий рост стоимости корпоративных облигаций в обращении;
  - в) резкий рост пенсионных резервов;

Таблица 29. Соотношение числовых значений целевых ориентиров и их текущих значений

| Показатель  | Текущее (2005 г.) значение | Целевой ориентир   | Превышение, раз |
|---|----------------------------|--------------------|-----------------|
| Капитализация   | 474 млрд долл.             | 2,4–3 трлн долл.   | 5–6             |
| Годовой объем сделок с акциями на внутренних биржевых рынках  | 180 млрд долл.             | 4,6–5,7 трлн долл. | 25–32           |
| Соотношение между объемом привлеченного посредством IPO на внутреннем рынке нового капитала и объемом инвестиций в основной капитал | 0,2%                       | 11%                | 55              |
| Объем IPO на внутреннем рынке   | 223 млн долл.              | 61–148 млрд долл.  | 274–664         |
| Стоимость корпоративных облигаций в обращении   | 16,7 млрд долл.            | 350–450 млрд долл. | 21–27           |
| Доля иностранных ценных бумаг в листинге и обороте российских фондовых бирж   | 0                          | 10%                | + ?             |
| Доля населения России, инвестирующих в акции с использованием брокерских услуг  | 0,1%                       | 15%                | 150             |
| Количество граждан, инвестирующих с использованием брокерских услуг   | 100 тыс. чел.              | 21 млн чел.        | 210             |
| Соотношение между стоимостью чистых активов открытых и интервальных инвестиционных фондов и валовым внутренним продуктом            | 0,3%                       | 15%                | 50              |
| Стоимость чистых активов открытых и интервальных инвестиционных фондов  | 2,5 млрд долл.             | 290–360 млрд долл. | 116–144         |
| Соотношение между резервами негосударственных пенсионных фондов и капитализацией  | 2,1%                       | 15% - 20%          | 7–10            |
| Резервы негосударственных пенсионных фондов   | 10 млрд долл.              | 440 млрд долл.     | 44              |
| Инвестиции иностранных портфельных инвесторов в российские акции  | 15 млрд долл.              | 300 млрд долл.     | 20              |

Таблица 30. Прогнозная траектория выхода ключевых параметров модели фондового рынка России на целевые уровни

| Годы | Капитализация<br>млрд долл. | Стоимость<br>корпоративных<br>облигаций<br>в обращении,<br>млрд долл. | Объем сделок<br>с акциями<br>на внутренних<br>биржевых рынках,<br>млрд долл. | Соотношение<br>между IPO<br>и инвестициями<br>в основной капитал,<br>% | Количество граждан,<br>инвестирующих<br>через брокеров,<br>млн чел. |
|------|-----------------------------|---|--|--|---|
| 2006 | 681                         | 26  | 450  | 0,5%   | 0,2   |
| 2007 | 747                         | 42  | 599  | 0,9%   | 0,6   |
| 2008 | 930                         | 67  | 878  | 2,4%   | 1,4   |
| 2009 | 1177                        | 108   | 1277   | 4,3%   | 2,3   |
| 2010 | 1380                        | 167   | 1693   | 7,7%   | 3,4   |
| 2011 | 1674                        | 226   | 2290   | 8,6%   | 5,1   |
| 2012 | 1990                        | 284   | 3004   | 9,4%   | 7,7   |
| 2013 | 2316                        | 342   | 3824   | 10,0%  | 10,7  |
| 2014 | 2640                        | 401   | 4733   | 10,6%  | 15,0  |
| 2015 | 2947                        | 459   | 5700   | 11,0%  | 21,0  |

г) резкий рост инвестиций иностранных портфельных инвесторов;

3. Прочие направления формирования идеальной модели – обеспечение устойчивого долгосрочного роста капитализации, темпы роста которой устойчиво превосходят в долгосрочном плане темпы роста экономики (на 1% прироста ВВП должно приходиться 2–3% роста капитализации).

Траектория выхода на параметры идеальной модели не учитывает последствий как возможных локальных кризисов, так и возможных временных избыточно благоприятных условий развития. Поэтому при построении данной траектории предполагалось максимально равномерное развитие мирового рынка капиталов. Результаты расчета траектории выхода ключевых количественных параметров модели фондового рынка России на целевые уровни (т.е. уровни, характерные для идеальной модели фондового рынка России) приведены в таблице 30.