

ФИНАНСЫ, ДЕНЕЖНОЕ ОБРАЩЕНИЕ И КРЕДИТ

УДК 336.761

Г.Т. ГАФУРОВА,
старший преподаватель, аспирант

Институт экономики, управления и права (г. Казань)

ХАРАКТЕРИСТИКА СОВРЕМЕННОГО РАЗВИТИЯ РЫНКА ЦЕННЫХ БУМАГ РОССИИ

В статье исследуются современные тенденции развития отечественного рынка ценных бумаг, выделяются причины неэффективного функционирования рынка. Определяются показатели, характеризующие уровень развития рынка ценных бумаг, а также особенности его функционирования в российских условиях.

В последние годы одним из важнейших приоритетов экономического развития страны обозначено ускоренное развитие фондового рынка. В 2008 г. была принята Стратегия развития финансового рынка РФ на период до 2020 г., которая определила в качестве ключевых следующие направления:

1. Повышение емкости и прозрачности финансового рынка.
2. Обеспечение эффективности рыночной инфраструктуры.
3. Формирование благоприятного налогового климата для его участников.
4. Совершенствование правового регулирования на финансовом рынке.

Объективно потребность в развитии рынка ценных бумаг России определяется его низким инвестиционным качеством, характерным для развивающихся фондовых рынков.

Для российского рынка характерна высокая волатильность (табл. 1), он нуждается в развитии инфраструктуры, заполнении пустоты технологиями, финансовыми продуктами, квалифицированным персоналом, институтами рынка.

Данные табл. 1 наглядно свидетельствуют о том, что диапазон российских индексов существенно шире, чем на развитых фондовых рынках. Даже на рынке США, явившемся источником формирования предпосылок мирового экономического кризиса, уровень падения индекса по итогам 2008 г. не превысил 30%, в то время как в России падение индексов произошло на 56%. При этом изменение биржевых индексов на российском рынке происходит не только в силу экономических, но и политических причин.

Кроме высокой волатильности, о неразвитости российского фондового рынка свидетельствуют и другие показатели. К показателям, позволяющим отнести российский рынок ценных бумаг к развивающимся, можно отнести:

- численность участников фондового рынка;
- показатели работы институтов коллективного инвестирования;
- капитализацию фондового рынка;
- уровень концентрации компаний по уровню капитализации активов;
- уровень акций, находящихся в свободном обращении;

Таблица 1

Динамика фондовых индексов в 2000–2009 гг.*

Индекс	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	30.06.09
Индекс РТС	143	260	359	567	614	1126	1922	2291	632	987
Прирост к предыдущему периоду	-	81%	38%	58%	8%	83%	71%	19%	-72%	56%
Индекс ММВБ	144	238	319	515	552	1011	1693	1889	620	971
Прирост к предыдущему периоду	-	65%	34%	61%	7%	83%	68%	12%	-67%	57%
Индекс Dow Jones	10788	10022	8342	10454	10783	10718	12463	13265	8776	8447
Прирост к предыдущему периоду	-	-7%	-17%	25%	3%	-1%	16%	6%	-23%	-4%
Индекс S&P 500	1320	1148	880	1112	1212	1248	1418	1468	903	919
Прирост к предыдущему периоду	-	-13%	-23%	26%	9%	3%	14%	4%	-29%	-4%
Индекс FTSE 100	6223	5217	3940	4477	4814	5619	6221	6457	4434	4249
Прирост к предыдущему периоду	-	16%	24%	14%	8%	17%	11%	4%	-21%	-14%

* Источник: www.micex.ru, www.rts.ru, www.rbc.ru

– годовой оборот капитала на рынке ценных бумаг;

– количество обращающихся инструментов и число эмитентов;

– отношение годового оборота к ВВП, соотношение темпов роста капитализации и темпов роста ВВП;

– активность эмитентов на первичном рынке и объемы ресурсов, привлекаемых в результате размещения ценных бумаг.

1. В качестве одного из ключевых количественных показателей, учитываемых органами государственной власти при формировании системы регулирования, является численность участников рынка ценных бумаг как институциональных, так и частных инвесторов. В настоящее время этот показатель характеризуется следующими значениями (табл. 2).

В соответствии с представленными данными, за последние пять лет число профессиональных участников фондового сегмента ММВБ увеличилось на 20%, при этом доля банков в структуре участников сократилась с 62,2% до 54%. Остальную часть участников формируют финансовые компании.

Значительно выросло за последние годы и число институциональных инвесторов, прежде всего ПИФов. Только за три последних года

число ПИФов возросло на 784, или в 4 раза. Но при этом следует учитывать, что абсолютный прирост числа работающих фондов не отражает эффективного функционирования институтов коллективного инвестирования. Именно в этом и проявляется поверхностный эффект, который можно выделить, опираясь на количественные показатели эффективности рынка.

Потенциал роста отрасли коллективных инвестиций за счет дальнейшего увеличения числа фондов является невысоким, поскольку

Таблица 2

Численность участников фондового рынка России, тыс.*

Участники	Годы				
	2004	2005	2006	2007	2008
Профессиональные, всего	555	546	586	636	669
В том числе – кредитные организации	345	325	334	347	361
Клиенты профессиональных участников, всего	н/д	106,6	213,6	436,2	581,7
В том числе:					
– физические лица	н/д	95,7	198,9	417,4	559,3
– юридические лица	н/д	8,6	10,7	12,7	14,7
– нерезиденты	н/д	0,6	1,2	2,1	3,1
– лица, передавшие средства в доверительное управление	н/д	1,7	2,8	4,1	4,5

* Источник: www.micex.ru

эффективность функционирования ПИФов отражает не число работающих ПИФов, а такие показатели, как соотношение стоимости чистых активов к ВВП, среднюю величину фондов, а также среднюю величину счетов в ПИФах. По этим показателям Россия существенно отстает от большинства интенсивно развивающихся рынков. Уровень развития открытых и интервальных фондов не соответствует уровню экономического развития и фондового рынка России, он отражает недостаточный уровень участия сбережений населения в инвестициях и капитализации российских компаний. В то же время ПИФы с точки зрения экономической эффективности, прозрачности механизма деятельности и способности противостоять рискам превосходят другие формы коллективного инвестирования, такие как страхование или банковские вклады.

По данным Национальной лиги управляющих, по состоянию на 20.08.2009 общая стоимость чистых активов ПИФов составила 635 млрд руб., что составляет порядка 7% от объема номинального ВВП.

Другим дестабилизирующим фактором в развитии коллективных инвестиций можно назвать тот факт, что инвестиционные фонды как институт конструируются, прежде всего, для аккумуляции средств мелких частных инвесторов. Однако в России они пока что оказались в большей мере востребованы крупными инвесторами – как частными, так и нефинансовыми корпоративными, – о чем говорит статистика активов закрытых ПИФов, ориентированных на крупных клиентов. Их активы составляют более 80% от всех активов отрасли, и эта доля стабильно остается в интервале 60–80% на протяжении последних нескольких лет.

Другим показателем, характеризующим количественный рост на фондовом рынке, является число участников – частных инвесторов. В соответствии с данными табл. 2 за четыре последних года число инвесторов – физических лиц возросло почти в 6 раз; наибольшее увеличение характерно для периода 2005–2006 гг., характеризовавшегося триумфальным ростом котировок и "бумом" первичных размещений.

Кроме того, в 2,5 раза возросло число лиц, осуществляющих инвестиции через институт доверительного управляющего.

Данные ММВБ и Национальной лиги управляющих свидетельствуют о том, что в настоящее время непосредственное участие в торговле принимает 0,6% от экономически активного населения страны (68,3 млн чел.). Соотношение численности физических лиц, непосредственно участвующих в сделках на фондовом рынке, и численности участников схем коллективного инвестирования возросло с 14 до 25% в пользу тех, кто готов напрямую совершать сделки с ценными бумагами.

Вместе с тем, качественное развитие рынка ценных бумаг характеризует не число участников на нем, а их активность, а также уровень сбережений населения, трансформирующихся в инвестиции на фондовом рынке. В России концентрация сбережений населения во вкладах, а также прирост наличности на руках приводят к формированию недостаточной емкости рынка, в результате которой объем организованной торговли ценными бумагами, а также эффективность первичных размещений ценных бумаг не могут конкурировать в настоящее время с развитыми западными рынками. Население имеет реальные возможности увеличить емкость фондового рынка более чем на 4 трлн руб., а более 60% средств могут инвестироваться на относительно длительное время. С учетом денежной наличности, не учитываемой органами статистики, активы населения могут в значительной степени оказать влияние на процесс развития фондового рынка России.

2. Следующим показателем, характеризующим эффективность фондового рынка и его государственного регулирования, является капитализация рынка, а также уровень концентрации компаний по уровню капитализации.

Уровень капитализации российского фондового рынка в последние годы постоянно увеличивался, но в условиях финансово-экономического кризиса, выразившегося в обвале курсовой стоимости всех ликвидных инструментов, уровень капитализации российского рынка откатился к уровню середины 2005 г. (рис. 1).

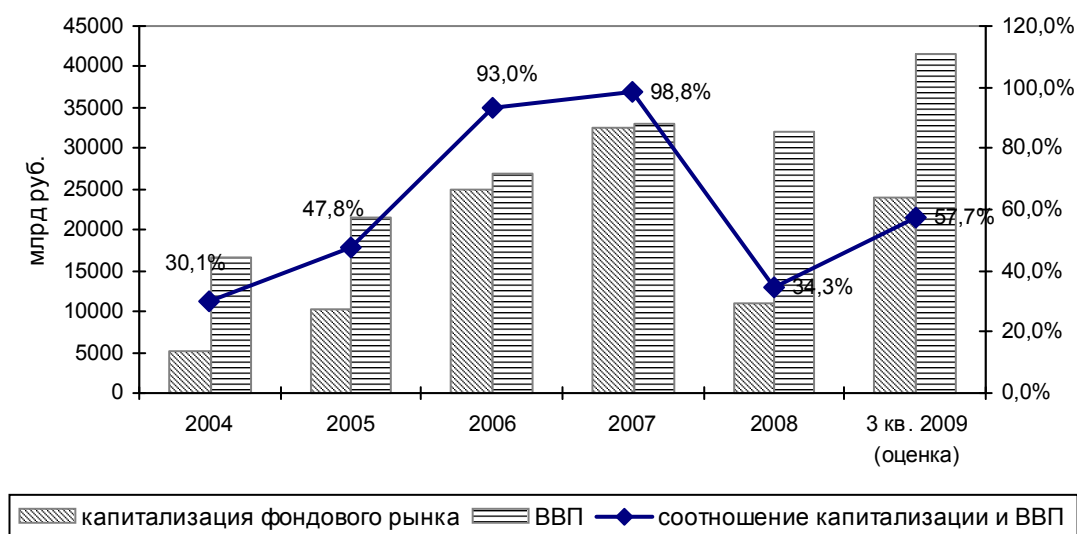


Рис. 1. Капитализация российского фондового рынка России

В настоящее время капитализация фондового рынка вновь выросла более чем в два раза от уровня конца 2008 г., но докризисных значений не достигла. Данные рис. 1 также позволяют выделить еще одно существенное обстоятельство – до 2006 г. темпы роста капитализации в несколько раз превосходили темпы роста ВВП, в результате чего соотношение этих показателей к 2008 г. достигло 98%. Такая динамика может свидетельствовать, с одной стороны, об усилении роли фондовых рынков в поддержании экономического роста, а с другой – об определенных симптомах перегрева ряда рынков капитала в условиях повышенной денежной ликвидности.

В целом можно сказать, что соотношение темпов роста ВВП и капитализации фондового рынка находилось на уровне, характерном для развивающихся рынков, поэтому цель оптимальной государственной политики на фондовом рынке можно сформулировать также в следующем виде: сохранить существовавший в докризисные годы темп опережения роста емкости рынка акций по сравнению с ростом экономики в целом.

3. Следующим показателем, характеризующим эффективность фондового рынка, является уровень концентрации компаний по вели-

чине рыночной капитализации. В этой связи следует отметить, что, несмотря на значительный рост ресурсов, находящихся в обращении, подавляющая их часть в настоящее время сконцентрирована в ограниченном числе финансовых активов. Так, по отчетным данным группы РТС и ММВБ, в 2008 г. более 90% от общего объема торгов приходилось на 10 рыночных инструментов.

Сравнительный анализ показателей капитализации и объема операций с другими странами свидетельствует о том, что российский фондовый рынок просто некорректно ставить в один ряд с развитыми рынками по капитализации хотя бы потому, что ее качество по рассматриваемому параметру ниже, чем у других развивающихся рынков [1]. В России 5% крупнейших компаний (17) обеспечивают 77,8% капитализации рынка и 98,1% объема торгов. В Индии аналогичные показатели составляют 68,5 и 68,6% соответственно при 58 компаниях, входящих в группу 5% крупнейших, а в Корее – 77,0 и 57,6% при 85 компаниях. При этом следует учитывать, что общее количество компаний, включенных в листинги российских бирж, составляют не многим более 300 компаний, в то время как, например, в Китае их число составляет 1 421, в Индии – 1 156.

4. Еще одним индикатором, свидетельствующим о низком инвестиционном качестве российского фондового рынка и неэффективном государственном регулировании, является уровень free-float – находящихся в свободном обращении акций, принадлежащих контролирующим акционерам [2]. Для сравнения – данный показатель в Бразилии, Мексике и Южной Корее составляет более 40%, в то время как в России всего 21%.

Незначительное число ценных бумаг, находящихся в свободном обращении, а также ограниченное число эмитентов, чьи ценные бумаги включены в котировальные списки российских бирж, являются одной из главных диспропорций на российском фондовом рынке. Растет годовой объем торгов, но при этом они продолжают осуществляться с ограниченным числом рыночных инструментов.

В этой связи следует подчеркнуть тот факт, что значительную роль в данной проблеме играет государство, поскольку оно является крупнейшим собственником в России. Более 40% стоимости всех публичных корпораций находится в государственной собственности, поэтому проблемы низкого уровня free-float, а также ограниченности числа рыночных инструментов в большой степени являются заслугой государства. Превращение России в международный финансовый центр, заявленное как одна из стратегических задач России, не может быть реализовано в полной мере, пока уровень капитализации рынка будет недопустимо низким, а уровень госкорпораций – недопустимо высоким.

Одним из наиболее успешных механизмов по расширению спектра и объема обращающихся инструментов стали законодательные изменения, коснувшиеся либерализации процедуры проведения эмиссии ценных бумаг и сокращения транзакционных издержек компаний при ее проведении.

В результате либерализации режима первичного размещения ценных бумаг российский фондовый рынок отчасти стал выполнять инвестиционную функцию – способствовать трансформации сбережений населения в ин-

вестиции. В настоящее время уровень первичных размещений можно охарактеризовать как практически единственный качественный показатель эффективности фондового рынка, имеющий относительно положительное значение. Резкий рост объемов IPO (первичных размещений) в 2006–2007 гг. кардинально изменил роль IPO в экономике России. Если долгое время соотношение объема инвестиций, привлеченных российскими предприятиями в ходе IPO на внутреннем и внешних рынках, и объема инвестиций в основной капитал всех российских предприятий находилось в пределах 1%, то с 2005 г. начинается быстрый рост этого показателя (1,44% в 2005 г., 3,67% в 2006 г., 9,71% в 2007 г.). Это соотношение стало указывать на заметную роль рынка акций в финансировании инвестиционных процессов в российской экономике [3].

Либерализация процесса IPO позволила значительно активизировать процесс выхода компаний на фондовый рынок. За период с 1996 по 2003 гг. IPO провели всего 13 компаний, а только в 2004 г. – 7 компаний. Изменение правового режима первичного размещения акций в значительной степени активизировало процесс IPO – в 2005 г. число разместившихся компаний равнялось уже 13-ти (рис. 2).

В 2007 г. свои акции предложили 36 компаний на сумму порядка 33,1 млрд долл., в результате чего Россия вышла на четвертое место в мире по IPO после Китая, США и Великобритании. Разумеется, в силу формирования кризиса на фондовом рынке в 2008 г. объем и число проведенных размещений существенно сократились. Значительное число эмитентов либо отказались от размещения, либо отложили IPO на более поздние сроки. В 2008 г. было проведено всего 17 размещений на общую сумму 3,3 млрд долл., что составляет сумму почти в 10 раз меньшую по сравнению с 2007 г. [4].

В то же время, активизации процесса первичных размещений мешает ряд фундаментальных факторов, в числе которых следует назвать:

1) недостаточную емкость внутреннего рынка, вынуждающую эмитентов привлекать средства на зарубежных площадках;



Рис. 2. Показатели IPO, проведенных в России в 2004–2008 гг.

2) проблемы в определении первичной цены размещения, которая зачастую рассчитывается самими эмитентами или андеррайтерами, что не всегда соответствует реальности;

3) отсутствие ликвидности у некоторых эмитентов, затрудняющее мониторинг и ограничивающее возможности инвесторов, управляющих и брокеров;

4) непроизводительное использование привлекаемых ресурсов. Зачастую декларируемая при проведении эмиссии цель — инвестиционные проекты — на самом деле предполагает финансирование практики слияний и поглощений.

Таким образом, оценка эффективности фондового рынка позволяет сделать вывод о наличии значительных резервов реформирования системы государственного регулирования в этой

сфере. В настоящее время можно говорить о невысокой эффективности государственного регулирования фондового рынка, единственным достижением которого в последние годы стала либерализация процесса первичных размещений ценных бумаг.

Список литературы

1. Лансков П., Гусов О., Лансков Д. Неидеальные черты фондового рынка России // Рынок ценных бумаг. — 2007. — № 17. — С. 29.
2. Финансовые рынки. Новый англо-русский толковый словарь / под ред. Т.Е. Апанасенко, М.А. Сторчевой. — СПб.: Экономическая школа, 2004. — С. 285.
3. Матросов Ю. IPO как инструмент привлечения инвестиций российскими предприятиями // Рынок ценных бумаг. — 2007. — № 8. — С. 67.
4. Кинякин А., Матвеев Д. Российский рынок IPO в 2008 году: проблемы и перспективы // Рынок ценных бумаг. — 2009. — № 5–6. — С. 38.

В редакцию материал поступил 02.04.10.

Ключевые слова: рынок ценных бумаг, эффективность, оценка, капитализация, IPO.