

# НЕИДЕАЛЬНЫЕ ЧЕРТЫ ФОНДОВОГО РЫНКА РОССИИ<sup>1</sup>

ПЕТР ЛАНСКОВ  
докт. экон. наук, ИНФИ

ОЛЕГ ГУСОВ  
ПАРТАД

ДЕНИС ЛАНСКОВ  
СПБГУЭФ

Составление прогнозов на финансовом рынке России — дело неблагодарное, вероятность ошибки, даже на годовом интервале, достаточно велика. Группы исследователей и аналитиков, действующих в интересах операторов рынка, формируют различные «идеальные», среднесрочные и долгосрочные прогнозы развития фондового рынка России. Иногда, надев розовые очки иллюзий, они формируют модели развития без учета целого ряда факторов, причем не только тех, что лежат за пределами финансового рынка и от которых они вынуждены абстрагироваться.

Так, например, существуют расчеты, по которым в случае благоприятных рыночных условий через 10 лет российский фондовый рынок может занять по уровню капитализации 4-е место в мире после США, Японии и Великобритании. Для этого капитализация российского фондового рынка в среднесрочной перспективе должна вырасти в 3 раза и превысить 3 трлн долл., годовой объем сделок с акциями на внутренних биржевых рынках должен увеличиться почти в 6 раз и достичь почти 6 трлн долл., а инвестиции иностранных портфельных инвесторов в российские акции — возрасти в 20 раз<sup>2</sup>.

Однако необходимо отметить, что выводы подобных исследований достаточно спорны, так как в них не учитываются пессимистические варианты развития событий на фондовом рынке. Следует иметь в виду, что внешние условия, в которых

формировались оптимистические прогнозы, постепенно претерпевают изменения. Уже сегодня в США и в еврозоне повышаются процентные ставки, происходит торможение роста денежной массы, существуют проблемы дефицита бюджета, совокупного долга, а также опасность усиления финансовой нагрузки на системы пенсионного обеспечения. Нельзя забывать также и о негативных внутренних факторах. В частности, настораживает то, что в настоящее время российский фондовый рынок характеризуется высокой волатильностью и известным перекосом в отношении удельного веса на нем ценных бумаг компаний топливно-энергетического комплекса (ТЭК). В связи с этим возникает вопрос об условиях сохранения в среднесрочной перспективе поступательной динамики рынка или фиксации на социально приемлемом уровне стоимости уже вложенных инвесторами средств. Ответ на него связан с необходимостью учета фактора чрезмерной политизированности энергетической сферы, выражающейся в серьезном вмешательстве государства в рыночные процессы. При реализации негативного сценария развития событий рынок ценных бумаг ТЭК, а значит, и фондовый рынок, могут испытать серьезные колебания.

В целом, если не абстрагироваться от конкуренции со стороны рынков других стран BRIC<sup>3</sup>, можно сделать вывод, что для реализации положительного по результатам

сценария развития российского рынка ценных бумаг в течение ближайшего десятилетия должна сохраняться текущая мировая экономическая и политическая конъюнктура, которая с начала XXI в. и так сверхблагоприятна для России, чтобы еще можно было рассчитывать на ее долгосрочное сохранение.

Сравнение российского фондового рынка с рынками развивающихся стран по ряду ключевых параметров наводит на отрезвляющие выводы. Принято считать, что в настоящее время Россия занимает 13-е место по объему капитализации (рис. 1). При этом считается, что именно анализ темпов роста капитализации позволяет прогнозировать ее значительное увеличение в ближайшие 7–8 лет.

Однако для более полного понимания ситуации необходимо иметь в виду и ряд других важных показателей, в том числе *free-float* — находящиеся в свободном обращении акции, не принадлежащие контролирующим акционерам<sup>4</sup>. Проанализируем уровень *free-float* в России и на других развивающихся рынках в динамике за период 2004–2006 гг. (табл. 1).

Сравнение данных табл. 1 и рис. 1 показывает, 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. Другую негативную сторону в капитализации российского фондового рынка отражает по-

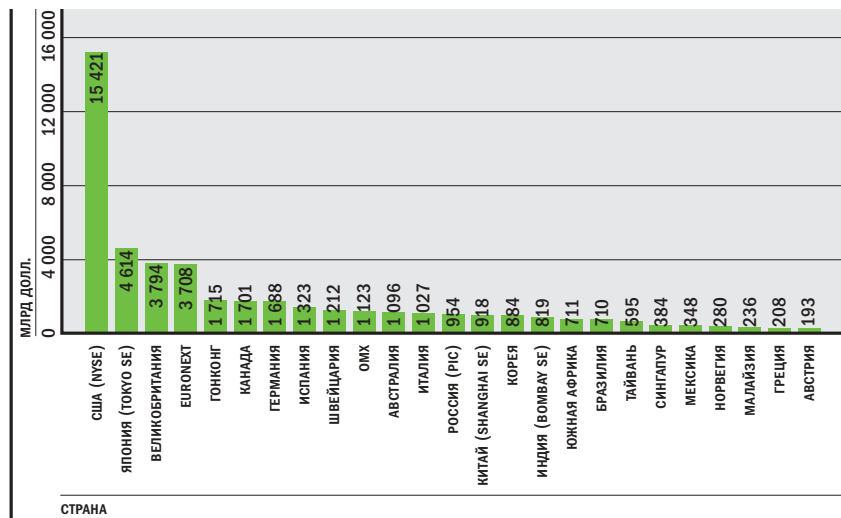
<sup>1</sup> При подготовке данной статьи российские эмитенты и их капитализация не пострадали.

<sup>2</sup> См.: Идеальная модель фондового рынка России на среднесрочную перспективу (до 2015 г.) // НАУФОР (www.naufor.ru/getfile.asp?id=4489).

<sup>3</sup> BRIC — термин, которым обозначаются 4 страны (Бразилия, Россия, Индия и Китай) как страны с быстрорастущей экономикой. См., например: Википедия. Свободная энциклопедия (ru.wikipedia.org/wiki/BRIC).

<sup>4</sup> См.: Финансовые рынки. Новый англо-русский толковый словарь/ Под ред. Апанасенко Т. Е., Сторчевой М. А. Экономическая школа. СПб., 2004. С. 285.

Рисунок 1. КАПИТАЛИЗАЦИЯ КОМПАНИЙ, АКЦИИ КОТОРЫХ ТОРГУЮТСЯ НА ФОНДОВЫХ БИРЖАХ (2006 Г.)



Источник: World Federation of Exchanges ([www.world-exchanges.org/WFE/home.asp?menu=406&document=4140](http://www.world-exchanges.org/WFE/home.asp?menu=406&document=4140)).

Таблица 1. УРОВЕНЬ FREE-FLOAT НА РЫНКАХ АКЦИЙ ПО СТРАНАМ С КРУПНЕЙШИМИ РАЗВИВАЮЩИМИСЯ ФИНАНСОВЫМИ РЫНКАМИ, %

СТРАНА	2004 г.	2005 г.	2006 г.*
Тайвань	59,6	62,1	65,3
Южная Корея	62,1	59,3	57,8
Мексика	49,9	49,1	55,6
Бразилия	39,4	41,3	44,1
Польша	32,9	35,0	37,2
ЮАР	36,0	34,9	35,3
Индия	32,8	33,1	34,6
Китай	25,6	27,0	32,4
Турция	31,0	25,7	28,2
Россия	—	17,9**	21,4**

\* Доля рассчитана на основании данных усредненного значения free-float 15 крупнейших компаний развивающихся финансовых рынков и данных по free-float Standard & Poor's.

\*\* Доля рассчитана на основании данных усредненного значения free-float 30 крупнейших компаний РТС.

Источники: Standard & Poor's ([www.standardandpoors.ru](http://www.standardandpoors.ru)), РТС ([www.rts.ru](http://www.rts.ru)), Yahoo! Finance ([www.finance.yahoo.com](http://www.finance.yahoo.com)).

Таблица 2. СТЕПЕНЬ КОНЦЕНТРАЦИИ КОМПАНИЙ ОТНОСИТЕЛЬНО КАПИТАЛИЗАЦИИ И ОБЪЕМА ТОРГОВ НА МИРОВЫХ ФОНДОВЫХ РЫНКАХ В 2006 Г.

СТРАНА	Доля капитализации рынка, обеспечиваемая 5% крупнейших листингованных компаний, %	Объем торгов на фондовом рынке, обеспечиваемый 5% крупнейших листингованных компаний, %	Количество компаний на фондовом рынке, входящих в отобранные 5%
Россия	77,7	98,1	17
Великобритания	84,1	84,8	131
Германия	70,3	77,1	34
Индия	68,5	68,6	58
Мексика	67,2	61,7	7
Япония	60,6	58,0	119
Корея	77,0	57,6	85
Бразилия	61,5	54,6	20
Турция	60,5	52,0	16
Китай	71,2	31,5	42
США	47,8	26,6	91

Источники: World Federation of Exchanges ([www.world-exchanges.org](http://www.world-exchanges.org)), РТС ([www.rts.ru](http://www.rts.ru)).

казатель концентрации компаний относительно капитализации и объема торгов: 5% крупнейших компаний, торгуемых на бирже РТС (17 эмитентов), обеспечивают

77,7% капитализации рынка и 98,1% объема торгов. Для сравнения: в Китае эта доля равна соответственно 71,2 и 31,5% при 42 компаниях, обеспечиваю-

щих эту долю, в Индии — 68,5 и 68,6% при 58 компаниях (табл. 2).

К тому же сравнение по спектру отраслей, представленных в капитализации, явно не в пользу России (рис. 2), так как в других странах он гораздо разнообразнее и сбалансированнее.

Необходимо также отметить, что по числу листингуемых компаний российский фондовый рынок значительно уступает своим непосредственным конкурентам по BRIC. Для сравнения: количество национальных эмитентов, включенных в котировальные списки в 2006 г., в Китае составило 1421, в Индии — 1156, в России — 309, в 4 раза меньше (табл. 3).

В целях корректного сравнения уровня развития финансовых рынков различных стран предлагается использовать показатель емкости финансового рынка, под которым в настоящей статье понимается сумма выданных банками кредитов и оборота ценных бумаг на организованном рынке. Данный показатель дает более объективную картину, чем сравнение рынков по уровням капитализации, поскольку учитывает кредитную составляющую финансового рынка, находящуюся в известном соотношении с рынком ценных бумаг, и основывается на данных, являющихся результатом деятельности его участников, а не на транспонировании данных о рыночной стоимости конкретных сделок на весь объем выпущенных ценных бумаг.

Данные об отношении емкости финансового рынка к ВВП ряда стран, приведенные в табл. 4 показывают, что в России в 2006 г. этот коэффициент был в 1,8 раза ниже, чем в среднем в других странах BRIC, и в 6,8 раза ниже, чем в развитых странах.

Согласно приведенным данным, внутри стран группы BRIC явным лидером по объему привлеченных посредством IPO средств является Китай. Так, если в 2006 г. китайские компании выручили 49,4 млрд долл., то уже в 2007 г., по мнению аналитиков China Daily<sup>5</sup>, этот показатель может увеличиться в 3,3 раза и составить по итогам 162 млрд долл. Также можно констатировать, что наибольший прирост объемов IPO в 2006 г. наблюдался в Бразилии — 645,8%, а в 2007 г., по мнению аналитиков, наибольшим он будет в Индии — 273,1% (табл. 5). В сравнении с конкурентами по BRIC развитие российского рынка IPO в 2007 г. представляется достаточно умеренным по темпам. По мнению экспертов Альфа-Банка, рост составит только 70%.

Таким образом, проведенный анализ рынка позволяет отнести к числу главных недостатков российского финансового рынка низкое качество капитализации, высо-

<sup>5</sup> Павлов В. Китайцев завалят акциями // РБК daily. ([www.rbcdaily.ru/2007/07/26/world/284704](http://www.rbcdaily.ru/2007/07/26/world/284704)).

кую волатильность и недостаточную его емкость по сравнению с другими развивающимися рынками. Поэтому в среднесрочной перспективе он останется весьма рискованным с точки зрения многих иностранных институциональных инвесторов.

К сожалению, возможности органа государственного регулирования на рынке ценных бумаг в отношении преодоления указанных факторов весьма ограничены. ФСФР России не может непосредственно влиять на качество корпоративного управления и темпы внедрения финансовой отчетности эмитентов по международным стандартам, повышение эффективности судебной и правоохранительной систем и т. п.

При этом надо иметь в виду, что регулирование деятельности по учету прав собственности на ценные бумаги до настоящего времени имеет ряд существенных недостатков:

- законодательством не определены условия и мера ответственности эмитентов и учетных институтов на возможные нарушения прав собственности владельцев бездокументарных ценных бумаг;

- реестр владельцев ценных бумаг описывается в нормативных правовых актах как вещь, собственник которой четко не определен, в результате чего субъектами гражданских правоотношений под та-

**Таблица 3. КОЛИЧЕСТВО НАЦИОНАЛЬНЫХ ЭМИТЕНТОВ, ВКЛЮЧЕННЫХ В КОТИРОВАЛЬНЫЕ СПИСКИ ФОНДОВЫХ РЫНКОВ**

СТРАНА	2004 г.	2005 г.	2006 г.
США	6 097	5 145	5 133
Великобритания	2 486	2 757	2 913
Япония	2 276	2 323	2 391
Корея	683	1 616	1 689
Китай	1 373	1 377	1 421
Индия	957	1 034	1 156
Германия	660	648	656
Бразилия	388	342	347
Турция	297	304	316
Россия	215	277	309
Мексика	326	150	132

Источники: World Federation of Exchanges ([www.world-exchanges.org](http://www.world-exchanges.org)), PTC ([www.rts.ru](http://www.rts.ru)).

**Таблица 4. ОТНОШЕНИЕ ЕМКОСТИ ФИНАНСОВОГО РЫНКА К ВВП СТРАНЫ**

СТРАНА	2003 г.	2004 г.	2005 г.	2006 г.
Великобритания	3,4	4,1	4,2	5,0
США	3,6	3,9	4,6	4,8
Япония	3,4	3,6	3,9	4,3
Германия	1,4	1,4	1,6	1,9
Китай	1,5	1,6	1,4	1,6
Бразилия	0,7	0,8	1,0	1,2
Индия	0,9	1,2	1,0	1,1
Россия	0,6	0,5	0,4	0,7

Примечание: Рассчитано на основе данных International Monetary Fund ([www.imf.org](http://www.imf.org)), ИК «Элемте» ([www.elemte.ru](http://www.elemte.ru)), World Federation of Exchanges ([www.world-exchanges.org](http://www.world-exchanges.org)), Fitch Ratings ([www.fitchratings.com](http://www.fitchratings.com)), PTC ([www.rts.ru](http://www.rts.ru)).

## Абсолютно.



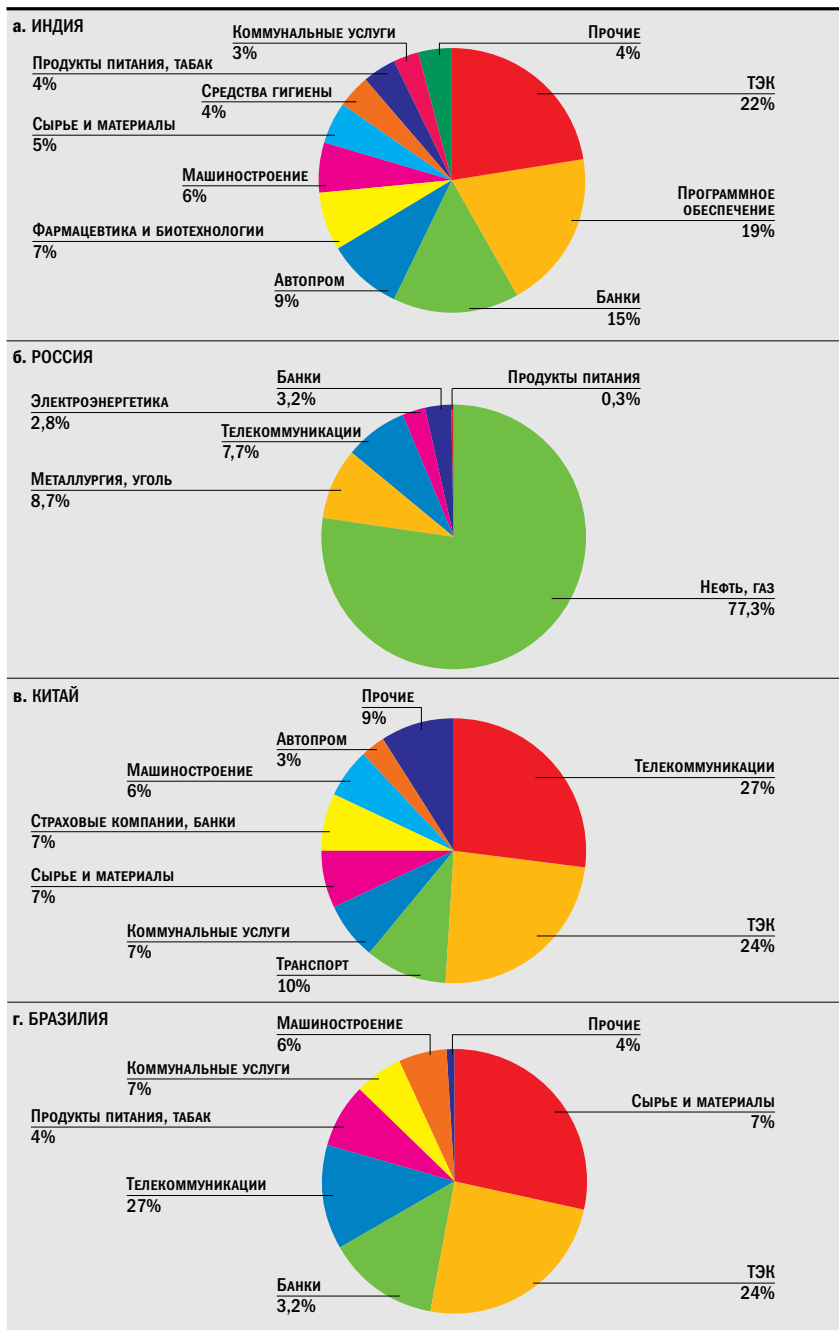
**Обслуживание НПФ**  
**Обслуживание ПИФ**  
**Услуги спецрегистратора**  
**Депозитарное обслуживание**

*Garant*

Специализированная депозитарная компания «Гарант»

119180, г. Москва, ул. Большая Полянка, д. 51/14.  
 Тел.: + 7 (495) 777-56-83. Факс: 777-56-82  
 Эл. почта: [mail@sdkgarant.ru](mailto:mail@sdkgarant.ru) | [www.sdkgarant.ru](http://www.sdkgarant.ru)

Рисунок 2. ДОЛЯ ОТРАСЛЕЙ В MSCI\* В СТРАНАХ BRIC ПО FREE-FLOAT



Источник: «Ренессанс Капитал».

Таблица 5. ОБЪЕМЫ IPO В СТРАНАХ ГРУППЫ BRIC, МЛРД ДОЛЛ.

СТРАНА	2005 г.	2006 г.	2007г
Бразилия	1,77	13,2	27
Россия	4,55	17,37	30
Индия	2,28	10,99	41
Китай	24,26	49,4	162

Источники: IPO-Конгресс ([www.ipocongress.ru](http://www.ipocongress.ru)), Альфа-Банк ([www.alfabank.ru](http://www.alfabank.ru)), Институт фондового рынка и управления ([www.ifru.ru](http://www.ifru.ru)), РБК daily ([www.rbcdaily.ru](http://www.rbcdaily.ru)).

ковым зачастую подразумевается регистратор, ведущий реестр;

- законодательство не определяет условия договора на ведение реестра и обстоя-

тельств его заключения/прекращения, несмотря на специфику отношений эмитента и регистратора; правовые формы представления депозитариями интересов своих кли-

ентов в реестре владельцев ценных бумаг нуждаются в более четкой регламентации;

- регулирование деятельности регистраторов не учитывает их специфику как источников публичного подтверждения прав собственности на бездокументарные ценные бумаги.

Эти проблемы следует решать путем системного совершенствования законодательства о рынке ценных бумаг и акционерных обществах, как это, в частности, предлагают председатель Комитета ГД РФ по собственности В. С. Плещачевский и возглавляемая им ПАРТАД<sup>6</sup>. Кроме того, очевидно, что даже если описание деятельности по учету прав собственности на ценные бумаги приблизится к идеальному, это не приведет к взрывному эффекту в виде роста количества эмитентов, акции которых будут востребованы рынком, хотя и окажет глубокое позитивное влияние в среднесрочной перспективе.

В то же время достаточно быстрого эффекта в развитии емкости финансового рынка России и, таким образом, в повышении его устойчивости можно было бы достичь, создав предпосылки для более быстрого развития срочного рынка, особенно тех его инструментов, которые построены на хеджировании колебания цен на топливно-сырьевые ресурсы. Тем самым смягчатся их возможные негативные последствия для капитализации фондового рынка. Для этого необходимо при активном участии ФСФР, Минфина и МЭРТ в кратчайшие сроки завершить работу над законопроектом «О клиринге», так как именно клиринг и расчеты являются главным звеном любого срочного рынка, которое не имеет твердой правовой основы в действующем законодательстве, тем более что до конца года предполагается запуск новой топливно-сырьевой биржи в Санкт-Петербурге, которая, по информации главы выступающей здесь в качестве партнера американской биржи NYMEX Дж. Ньюса, пока будет вынуждена использовать клиринговый сервис последней. Это означает, что миллиарды финансовых средств участников торговли, используемые для обеспечения клиринга и расчетов, окажутся за пределами России, будучи вычтены из емкости ее финансового рынка<sup>7</sup>. Подобное развитие событий потянет за собой изначальное формирование по примеру Дубая формально российского рынка срочных нефтяных контрактов в виде шикарно оформленного удаленного терминала NYMEX в Санкт-Петербурге. Нужна ли России такая «техническая» зависимость от биржи страны, крупнейшего в мире потребителя нефти, — вопрос риторический. ■

<sup>6</sup> Коцепция совершенствования законодательства РФ в целях повышения надежности учета прав собственности на ценные бумаги. Опубликовано на [www.partad.ru/interaction/concept\\_sec\\_fin\\_market.html](http://www.partad.ru/interaction/concept_sec_fin_market.html).

<sup>7</sup> Интервью с президентом NYMEX Джеймсом Ньюсом. Биржевая цена нефти может быть какой угодно, но это настоящая цена// Коммерсантъ. 2007г. 31 июля. ([www.kommersant.ru/doc.aspx?DocsID=791127&print=true](http://www.kommersant.ru/doc.aspx?DocsID=791127&print=true)).