

Финансовый рынок России: динамика развития после кризиса

А.В. НОВИКОВ, доктор экономических наук. E-mail: avnov59@yandex.ru **И.Я. НОВИКОВА**, кандидат экономических наук, Сибирская академия финансов и банковского дела, Новосибирск

В статье анализируется ситуация, сложившаяся на российском финансовом рынке, рассматриваются механизмы и инструменты для финансирования потребностей предприятий, инвестирования свободных денежных средств, обеспечения ликвидности и перераспределения собственности на финансовом рынке.

Ключевые слова: финансовый рынок, финансовые инструменты, эмитенты, инвесторы, инфраструктура финансового рынка

Финансовые инструменты для предприятий: привлечение с рынка заемного капитала

Инвестиции в основной капитал компаний: спрос надо стимулировать. Потребность в использовании финансовых инструментов предприятиями и организациями отражает структура инвестиций в основной капитал в России по источникам финансирования (табл. 1).

Таблица 1. Динамика и структура инвестиций в основной капитал в Российской Федерации в 2007–2012 гг., %

Показатель	2007	2008	2009	2010	2011	2012*
Инвестиции в основной капитал, млрд руб.	5217,2	6705,5	6040,8	6625,0	8445,2	8768,4
В том числе средства:						
Собственные	40,4	39,5	37,1	41,0	41,9	45,4
Привлеченные	59,6	60,5	62,9	59,0	58,1	54,6
кредиты	10,4	11,8	10,3	9,0	8,6	7,9
акции	1,8	0,8	1,0	1,1	1,0	1,0
облигации	0,1	0,1	0,1	0,01	0,00	0,00

Источник: «Росстат».

* В привлеченных средствах 2012 г.: 17,9% – бюджетные, 17,8% – средства вышестоящих организаций, 5,4% – заемные средства других организаций.

Как следует из таблицы 1, в финансировании инвестиций в основной капитал инструменты финансового рынка пока

занимают около 10%. Предприятия привыкли рассчитывать на собственные средства и всегда жалуются на их нехватку. Исторически доля собственных средств в источниках финансирования инвестиций составляла 40–50%, а доля кредитов – 9–11%.

По данным опроса (1150 промышленных предприятий всех отраслей и регионов), проведенного Институтом Гайдара, в 2012 г. не произошло оживления инвестиционной активности из-за слабого спроса на продукцию и избытка мощностей. Такая же ситуация ожидается и в 2013 г.

Таким образом, использование финансовых инструментов для финансирования инвестиций в основной капитал является возможной перспективой для предприятий при проведении политики реструктуризации, модернизации и внедрения инновационных технологий.

Финансовые инвестиции: активность компаний очень высока. Пока главное направление для инвестирования у предприятий – вложения в другие предприятия и компании (табл. 2).

Таблица 2. Структура финансовых вложений в 2012 г.

Показатель	Млрд руб.	%
Финансовые вложения, всего	67724,8	100,0
В паи и акции других организаций	9509,1	14,0
Из них дочерних и зависимых	2689,6	4,0
В облигации и другие долговые обязательства	6558,3	9,7
Предоставленные займы	10131,8	15,0
Прочие финансовые вложения	41525,6	61,3

Источник: «Росстат».

Как свидетельствуют данные, почти 25% финансовых вложений осуществляется в инструменты фондового рынка. Долгосрочные финансовые вложения составили 7,0 трлн руб. (10,4% от общего объема), краткосрочные – 60,7 трлн руб. (89,6% от общего объема). Объем финансовых вложений в 2012 г. в 7,7 раза превысил инвестиции в основной капитал (см. табл.1).

В 2012 г. российские компании были самыми активными покупателями в мире: сумма сделок, объявленных в России, составила 139,5 млрд долл., в том числе самая большая

сделка – покупка «Роснефтью» «ТНК-ВР» за 56 млрд долл. Общее число сделок в 2012 г. выросло на 12% по сравнению с 2011 г. Было очень много сделок по выкупу миноритарных долей в компаниях.

По данным KPMG, самыми активными участниками российского рынка капитала в 2012 г. были госкомпании, особенно госбанки. ВТБ, Сбербанк, «Роснефть» и «Интер РАО ЕЭС» приняли участие в 45 сделках на общую сумму 18,9 млрд долл. При этом ВТБ участвовал в 14 сделках, а Сбербанк был задействован в сделках с самой высокой стоимостью (5,9 млрд долл.).

Основными финансовыми инструментами, позволяющими предприятиям привлекать средства, являются кредиты, акции, облигации.

Кредиты: тенденция смены приоритетов. Кредитами, особенно краткосрочными, предприятия традиционно пользуются для финансирования своих потребностей в инвестициях (табл. 3).

Таблица 3. Структура кредитного портфеля коммерческого банка* по срокам кредитования организаций (на 01.01. соответствующего года) в 2007–2012 гг., %

Кредиты	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Краткосрочные (до одного года)	53,8	48,0	42,9	33,5	33,2	33,3
Среднесрочные (1–3 года)	27,7	28,2	29,6	30,4	28,5	39,5
Долгосрочные (свыше 3 лет)	18,5	23,8	27,5	36,1	38,3	27,2
Итого	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
Итого, млрд руб.	6298,1	9532,6	12843,5	12879,2	14529,9	18400,
Доля рублевых кредитов	73,1	74,5	71,4	72,9	74,1	75,4
Доля валютных кредитов	26,9	25,5	28,6	27,1	25,9	24,6

Источник: Банк России.

* Усредненный кредитный портфель по совокупности коммерческих банков.

Отметим, что на рублевые приходится около трех четвертей всех кредитов, удельный вес валютных кредитов – около 25%, однако в разгар кризиса их доля достигала почти 30%.

Инвестиционными являются кредиты на срок больше одного года, то есть средне- и долгосрочные.

Обратим внимание, что доля краткосрочных кредитов стремительно снижается. Если в 2007 г. на них приходилось

более 50%, то на начало 2012 г. – всего треть от общего объема кредитов. Позитивной тенденцией является рост доли долгосрочных кредитов. На начало 2011 г. эта доля составляла почти 40%, однако разговоры о кризисе снизили эту долю до 27,2%.

Отметим, что на начало 2012 г. доля кратко- и долгосрочных в рублевых кредитах была почти равной. Также относительно велика была и доля среднесрочных кредитов. То есть, можно сказать, что кредитные потоки разделились на три примерно равные части.

Таким образом, возможности для инвестиций путем использования кредитов возрастают. Однако значимость этого финансового инструмента все еще недостаточна для формирования инвестиционного бума. По данным «Росстата», доля банковских кредитов в структуре инвестиций в основной капитал составляла 8,6% в 2011 г.

Акции: публичное размещение (преимущественно за рубежом) могут позволить себе немногие российские компании. По данным Минэкономразвития РФ, с 2002 г. по 2011 г. 37 российских компаний разместили свои акции только за рубежом на сумму 13 млрд долл. У России минимальная доля размещений на внутреннем рынке среди стран БРИКС – 20%. У ЮАР, Индии, Китая и Бразилии – 71–93% (табл. 4).

Таблица 4. Размещение акций компаний различных стран в 2010–2012 гг., %

Страна	Размещения на рынке	
	внутреннем	внешне
Развитые страны		
Великобритания	85	15
Германия	89	11
США	95	5
Страны БРИКС		
Бразилия	93	7
Россия	20	80
Индия	86	14
Китай	92	8
ЮАР	71	29

Источник: REUTERS.

Таким образом, при размещении акций компании в большинстве стран отдают предпочтение внутреннему рынку, а российские – стремятся размещать акции за рубежом.

Заметим, что с использованием акций как инструмента финансового рынка привлекать инвестиции имеет возможность только ограниченный круг эмитентов. Но и за рубежом размещается пока небольшое количество российских компаний, преимущественно с целью выпуска ADR и GDR.

Так, в 2011–2012 гг. публичное размещение ценных бумаг на бирже провели только 22 российских эмитента (табл. 5).

Таблица 5. Объем публичного размещения акций российских компаний в 2011–2012 гг.

Биржи	2011		Первое полугодие 2012	
	млн долл.	%	млн долл.	%
Объем размещения, всего	11236,9	100,0	914,5	100,0
Зарубежные биржи	5266,7	46,9	885,5	96,8
первичное	4631,1	41,2	250,0	27,3
вторичное	635,6	5,7	635,5	69,5
Российские биржи	1456,2	13,0	29,0	3,2
первичное	13,9	0,1	0,5	0,1
вторичное	1442,3	12,9	28,5	3,1
Зарубежные и российские биржи (совместно)	4514,0	40,1	0,0	0,0
первичное	718,0	6,4	0,0	0,0
вторичное	3796,0	33,7	0,0	0,0

Источник: Банк России.

Как видим, в 2011 г. доля публичного размещения акций российских компаний на отечественных биржах составляла только 13%, а в 2012 г. она вообще упала до 3,2%.

Следует отметить, что имеется опыт размещения ценных бумаг российских компаний совместно с Лондонской и Нью-Йоркской фондовыми биржами. На «совместную» их работу с российскими биржами пришлось 40,1% размещений в 2011 г.

В программе правительства по развитию финансового рынка до 2020 г. поставлена цель – вернуть фондовый рынок в Россию. Для этого планируется увеличить объемы торгов биржевого рынка акций за семь лет в 3,8 раза (ежегодно на

20%), а объем публичных размещений акций на внутреннем рынке довести до 1,8 трлн руб.

Такие надежды связаны, в том числе, и с планами предстоящей приватизации государственной собственности. Так, уже в 2013 г. государство планирует провести минимум три крупные приватизационные сделки в виде публичного размещения: продать 10–25% акций ВТБ, 7–14% «Алросы» и 25–50% – «Совкомфлота». К 2016 г. государство должно выйти из капитала этих трех компаний, а также пяти других: Россельхозбанка, «Роснефти», «Русгидро», «Аэрофлота» и «Шереметьево». Кроме того, планируется сократить его долю до 75% в капитале РЖД и «Транснефти». Предварительная оценка «Росимущества» всех продаваемых активов – 100 млрд долл. (более 3 трлн руб.).

От того, какое решение будет принято по месту размещения акций госкомпаний, зависят и развитие российского финансового рынка, и стратегия роста бизнеса Московской биржи.

Корпоративные облигации: популярность среди эмитентов растет. При инвестировании в облигации инвестор сталкивается с двумя основными видами риска – кредитным и рыночным (процентным). Для борьбы с кредитным риском облигациям присваивают рейтинги. Ситуация с рейтингами корпоративных облигаций российских эмитентов такова: в структуре первичных размещений корпоративных облигаций на ММВБ доля эмитентов рейтинга с верхними показателями (AAA, BBB–/BBB+) снизилась с 33,8% в 2011 г. до 33,1% в 2012 г., BB–/BB+ – увеличилась с 15,8 до 38,7%, B–/B+, CCC+ – выросла с 11,7 до 12,9%, без рейтинга – упала с 38,7 до 15,3%.

Но и облигации высшего кредитного качества пока дорого обходятся большинству эмитентов. По данным Cbonds, индекс доходности корпоративных облигаций снизился с 8,87% на начало 2012 г. до 8,19% на начало 2013 г., притом, что с мая по сентябрь 2012 г. его значение было выше 9%.

Обратим внимание на два специальных вида облигаций: евробонды и инфраструктурные облигации.

Евробонды российских компаний являются популярным инструментом привлечения инвестиций на зарубежных долговых рынках. Например, в 2012 г. спрос на евробонды

Сбербанка превысил 1,5 млрд долл. при объеме размещения – 750 млн долл. На евробонды «Газпрома» спрос превысил 7 млрд долл. при размещаемых 1,25 млрд долл. На евробонды ВТБ спрос достиг 6,5 млрд долл. при плане 500 млн долл.¹

Активность российских компаний по размещению евро-бондов в 2013 г. видна из таблицы 6.

Таблица 6. Размещение евробондов российских компаний в январе 2013 г.

Компания	Объем размещения
<i>Коммерческие банки</i>	
Газпромбанк	20 млрд руб. и 500 млн юаней
ВТБ	1 млрд юаней
Россельхозбанк	1 млрд юаней и 10 млрд руб.
Московский кредитный банк	500 млн долл.
Сбербанк	25 млрд руб. и 200 млн швейцарских франков
«Русский стандарт»	500 млн юаней
<i>Компании</i>	
«Сибур»	1 млрд долл.
РЖД	675 млн швейцарских франков
«Газпром»	900 млн долл.

Приведенные данные говорят о том, что растет объем заимствования российских банков в юанях. Тем не менее, по оценкам аналитиков, Россия занимает дороже других стран БРИКС, разрыв с Бразилией – около 0,8% годовых. Премия выше, потому что у нас менее диверсифицированная экономика, к тому же Бразилия чаще появляется на рынке евродолга².

В настоящее время появились так называемые инфраструктурные облигации. Минэкономразвития предлагает правительству вложить в них беспрецедентную сумму – 1,5 трлн руб. В ближайшие три года в России должно быть реализовано 48 крупных инфраструктурных проектов общей стоимостью 9,6 трлн руб. Потребность всех проектов в заемном финансировании оценивается в 2,2 трлн руб.

Вторичный рынок акций и облигаций: есть шансы для кратного роста. Для привлечения инвестиций на рынке

¹ Папченко М. Очередь к ВТБ // Ведомости. – 2012. – 5 апреля. – С. 7.

² Папченко М. Три займа разом // Ведомости. – 2012. – 28 марта. – С. 12.

необходимо, чтобы ценные бумаги эмитента были ликвидны и имели историю публичного обращения.

На сегодня в России насчитывается около 200 тыс. акционерных обществ, из них публичных компаний – только около 10 тысяч. Всего к торгам допущено 2377 эмитентов различного уровня, или 1,2% от общего количества акционерных компаний и почти 24% от числа публичных компаний. В котировальный список первого уровня внесено всего 385 эмитентов.

При этом на Московской бирже торгуется примерно 400 выпусков акций. За рубежом – гораздо больше. Для сравнения: на NYSE торгуется около 2000 выпусков, на индийском рынке – 2500 выпусков. Наш рынок очень узок по мировым меркам, но у него есть шансы для кратного роста как по объемам и ликвидности, так и числу эмитентов и капитализации.

Рассмотрим структуру торгов акциями и облигациями (табл. 7). Обратим внимание, что происходит стремительное сокращение доли акций в структуре торгов на ММВБ. В настоящее время доля акций составляет около 2/3 оборота, доля облигаций – 1/3.

Таблица 7. Структура вторичного рынка акций и облигаций на ММВБ в 2008–2012 гг.

Вид финансовых инструментов	2008	2009	2010	2011	Первое полугодие 2012
Всего финансовых инструментов, млрд руб.	16065,4	17464,0	19457,6	24455,1	10705,6
Всего акций, млрд руб.	12523,5	14306,0	13331,1	16297,7	6930,8
Всего облигаций, млрд руб.	3541,9	3158,0	6126,5	8157,4	3774,8
Всего финансовых инструментов, %	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
Всего акций, %	77,9	81,9	68,5	66,6	64,7
Всего облигаций, %	22,1	18,1	31,5	33,4	35,3
В том числе в структуре торгов облигациями:					
государственные ценные бумаги (ОФЗ), %	26,0	27,1	27,0	36,9	42,6
корпоративные облигации, %	74,0	72,9	73,0	63,1	57,4

Источник: Банк России.

В 2008 г. биржевой рынок государственных и корпоративных облигаций находился в отношении 1 к 3. Постепенно рынок государственных облигаций увеличился и в настоящее время его доля превышает 40%.

Структура вторичных торгов по секторам экономики приведена в таблице 8.

Таблица 8. Структура вторичных торгов акциями и облигациями на ММВБ, РТС и Санкт-Петербургской бирже по секторам экономики в 2011–2012 гг., %

Вид деятельности	Акции		Облигации	
	2011	2012	2011	2012
Кредитные организации	43,7	40,9	22,3	34,6
Нефтегазовая промышленность	36,2	38,8	10,6	9,1
Металлургия	9,1	7,6	13,5	10,2
Электроэнергетика	3,8	5,6	9,2	7,7
Телекоммуникации и связь	2,7	2,2	8,4	7,6
Прочие	4,5	4,9	36,0	30,8

Источник: Банк России.

По приведенным данным, наиболее популярными являются акции и облигации кредитных организаций. Обратим внимание, что на пять отраслей по рынку акций приходится почти 95% всего оборота, а по рынку облигаций – около 70%. Это означает, что предприятия именно этих отраслей имеют реальную возможность занимать на рынке капитала.

Структура вторичных торгов акциями по эмитентам приведена в таблице 9.

Таблица 9. Структура совокупных вторичных торгов акциями на ММВБ, РТС и Санкт-Петербургской бирже по эмитентам в 2011–2012 гг., %

Эмитент (ОАО)	2011	2012
Сбербанк России	35,4	34,2
«Газпром»	24,6	17,2
«ЛУКОЙЛ»	6,5	8,2
НК «Роснефть»	5,1	5,8
ВТБ	4,2	5,1
ГМК «Норильский никель»	6,4	4,5
«Сургутнефтегаз»	2,0	3,4
«Транснефть»	1,2	2,3
«Уралкалий»	1,8	2,2
«Северсталь»	1,6	1,6
Другие	11,2	15,5

Источник: Банк России.

Как видим, на десять эмитентов приходится почти 85% оборота акций в 2012 г. (в 2011 г. – почти 90%). «Норильский никель» ухудшил свои позиции в 2012 г., а «Транснефть», напротив, их укрепила. Десять самых активных участников обеспечивали 64% объема сделок³.

Достаточно хорошими показателями ликвидности и истории публичного обращения являются показатели торгов депозитарными расписками (табл. 10).

Таблица 10. Структура торгов акциями и депозитарными расписками крупнейших эмитентов на Московской и Лондонской биржах (за 8 месяцев 2012 г.)

Эмитент	Московская биржа		Лондонская биржа		По эмитенту,	
	млрд долл.	%	млрд долл.	%	Московская биржа	Лондонская биржа
«Газпром»	39,2	24,0	42,5	38,2	48,0	52,0

«ЛУКОЙЛ»	16,4	10,1	24,5	22,0	40,1	59,9
ГМК «Норильский никель»	9,1	5,6	6,9	6,2	56,9	43,1
НК «Роснефть»	11,7	7,2	14,2	12,8	45,2	54,8
Сбербанк	75,1	46,1	18,2	16,4	80,5	19,5
ВТБ	11,5	7,0	4,9	4,4	70,1	29,9
Всего	163,0	100,0	111,2	100,0	59,4	40,6

Источник: Банк России.

Обратим внимание, что из шести крупнейших эмитентов более 46% занимает Сбербанк, почти четверть оборота – «Газпром». На Лондонской бирже главный российский эмитент – «Газпром», на него приходится почти 40% оборота GDR, на втором месте «ЛУКОЙЛ» – 22%, Сбербанк на третьем – 16%. В то же время более 80% акций Сбербанка, а также более 70% акций ВТБ обращается на Московской бирже, в то время как у «ЛУКОЙЛа» – только 40% от оборота.

Еще раз отметим, что Россия – одна из немногих стран, которая теряет свой рынок акций. На российские GDR приходится 25% объемов Лондонской биржи (LSE)⁴.

За 8 месяцев 2012 г. оборот российских акций на объединенной Московской бирже составил 163,0 млрд долл.,

³ Трифонов А. Стратегия невыполнима // Ведомости. – 2012. – 11 января. – С. 9.

⁴ Трифонов А., Рожков А. Удвоение биржи // Ведомости. – 2012. – 24 февраля. – С. 7

депозитарных расписок на Лондонской фондовой бирже – 111,2 млрд долл., то есть 68,2% от оборота Московской биржи⁵.

По словам аналитиков, недоверие инвесторов к российскому фондовому рынку можно выразить числом – это дисконт, с которым акции российских компаний (торгуемые в России) оцениваются в сравнении с выпущенными на эти акции депозитарными расписками (торгуемыми за рубежом). Согласно аналитикам «Ренессанс капитала», например, у «Магнита» такой дисконт составляет 20,05%, у Трубной металлургической компании – 21,43%, у «Новатэка» – 5,69%.

В настоящее время идет оживленная дискуссия о снятии ограничения в 25% на акции, которые компания может разместить в расписках. Сохранение этого ограничения поддерживает ликвидность отечественного фондового рынка, но приводит к тому, что российские компании имеют меньше инвесторов.

Для страхования рисков, связанных с инвестированием в ценные бумаги, используются производные финансовые инструменты (табл. 11).

Таблица 11. Структура торгов срочными контрактами на ММВБ, РТС, Санкт-Петербургской валютной бирже в 2008–2012 гг.

Показатели	2008	2009	2010	2011	2012
Фьючерсы, %	87,9	96,6	95,6	93,4	93,7
Опционы на фьючерсы, %	12,1	3,4	4,4	6,6	6,3
Всего фьючерсы и опционы, млрд руб.	14493,6	14845,2	30937,7	57068,2	47002,
ВВП, млрд руб.	41277,0	38786,0	44939,0	53808,0	62357,
% фьючерсов и опционов к ВВП	35,1	38,3	68,9	106,1	75,3

Источник: Банк России.

Как следует из этих данных, в 2011 г. объем рынка деривативов превысил ВВП на 6,1%. При этом в период кризиса рынок деривативов составлял только немногим больше трети ВВП.

Основной оборот на рынке деривативов приходится на фьючерсные контракты. Только в период кризиса достаточно активно применялся инструмент хеджирования этих контрактов, затем в 2009 г. рынок фьючерсов оживился, было открыто много позиций, и, начиная с 2010 г., наблюдается хеджирование через операции с опционами на фьючерсы.

⁵ Папченко М. Лондон и не нужен // Ведомости. – 2012. – 22 октября. – С. 1.

Таким образом, на рынке имеются инвестиционные инструменты. Но пока, как мы отмечали, инвестиции в основной капитал за счет внешнего финансирования (финансовых инструментов) составляют около 10%.

Финансовый рынок с позиций инвестора как механизм инвестирования свободных денежных средств с целью получения дохода

Внутренние долгосрочные инвесторы: покупать финансовые инструменты некому и не на что. Россияне предпочитают хранить деньги в банках и «под подушкой». На конец 2012 г., по данным «Росстата», структура накоплений населения выглядела следующим образом: вклады – 10,9 трлн руб., наличные – 3,7 трлн руб., ценные бумаги – 1,4 трлн руб., или 8,7% всех накоплений.

У потенциальных российских инвесторов довольно низкий уровень доверия к фондовому рынку. Кроме того, при существующем налоговом режиме им выгоднее размещать средства в банках или инвестировать в покупку недвижимости. Поэтому финансовым институтам необходимо предпринимать специальные меры для привлечения частных инвесторов на фондовый рынок.

В России мало индивидуальных инвесторов, работающих на финансовом рынке. Например, на Московской бирже на конец 2012 г. было зарегистрировано около 1 млн клиентов – физических лиц (0,7% населения), из них только 70 тыс. были активными. Для сравнения: в США – 90 млн чел. (28,7% населения), в Великобритании – 15 млн (23,9%), Бразилии – 20 млн (9,8%), Китае – 94 млн чел. (7,0%).

В России наблюдается дефицит и институциональных инвесторов, как по количеству, так и по инвестиционному потенциалу. По имеющимся оценкам, пенсионные активы (пенсионные резервы и пенсионные накопления) негосударственных пенсионных фондов России составляют около 2,3% ВВП против примерно 100% в США и Великобритании.

Пенсионным фондам и страховым компаниям в США или Великобритании принадлежит более 70% акций, обращающихся на местных биржах. В России в акции инвестировано всего 2% пенсионных накоплений, а Фонд национального

благополучия (на 1.02.2013 г. составлял 89,21 млрд долл., или 4,0% от ВВП) не вкладывается ни в локальные акции, ни в облигации.

Таким образом, в России наблюдается дефицит внутренних долгосрочных инвесторов, как по количеству, так и по мощности, а, следовательно, отсутствует спрос на ценные бумаги.

Иностранные инвесторы: требования к обслуживанию по международным стандартам меняют инфраструктуру и регулирование финансового рынка. В период начала реформ и приватизации в 1990-е годы со стороны иностранных инвесторов наблюдалась избыточная эйфория в отношении России. Иностранные инвесторы пришли в Россию, где почти отсутствовала инфраструктура фондового рынка, чтобы участвовать в покупке российских компаний.

До кризиса 2008 г. Россия по темпам прироста притока капитала опережала другие развивающиеся страны. В последние годы наблюдается приток иностранного капитала на рынки Китая, Индии, Бразилии и его отток (либо нулевой приток) из России, который традиционно связывают с ухудшающимся инвестиционным климатом (проблемы с судами, коррупцией, бюрократией).

Между тем аналитики выделяют две основные причины ухода иностранных инвесторов с российского фондового рынка.

Первая – это высокая волатильность российского рынка из-за низкой диверсификации экономики. Россия в этой связи рассматривается иностранными инвесторами как аналог нефтяного индекса: падение цены на нефть отражается на вложениях во все отрасли. Для сравнения: Китай рассматривается как будущий мировой лидер с бурно развивающейся экономикой, Индия – как огромный многоотраслевой рынок.

Главное условие изменения ситуации – диверсификация эмитентов, привлекающих ресурсы с внешнего рынка капитала, изменение структуры торгуемых на Московской бирже эмитентов.

Вторая причина заключается в том, что российский финансовый рынок живет и работает по собственным законам и стандартам, его не удалось за годы реформ превратить в зарубежную модель. Иностранных инвесторов на нашем рынке больше всего беспокоит проблема защиты прав собственности.

Для того чтобы Россия стала равноправным партнером, идет работа по формированию международного финансового центра в Москве. Более подробно подходы к формированию центра авторы описали в своих статьях⁶.

В 2012 г. и в начале 2013 г. произошли три события, имеющих прямое отношение к формированию МФЦ и усилению защиты прав собственности:

- 1) создание Московской биржи путем присоединения РТС к ММВБ и проведение IPO объединенной биржи;
- 2) завершение формирования учетной системы России в связи с созданием Центрального депозитария;
- 3) принятие решения о новом этапе становления мегарегулятора финансового рынка на основе Банка России через реорганизацию ФСФР.

В настоящее время в России четыре организации имеют лицензии фондовой биржи и три – организатора торговли. Реально работают объединенная биржа ММВБ-РТС – Московская биржа и Санкт-Петербургская валютная биржа. Московская фондовая биржа имеет небольшие обороты.

Московская биржа в феврале 2013 г. провела публичное размещение акций (IPO) в России на своей площадке. Совокупный объем размещения составил 15 млрд руб. при цене 55 руб. за бумагу. В размещении акций Московской биржи приняли участие не только юридические, но и физические лица (около 800 человек, на них пришлось приблизительно 3% от размещаемых акций).

С учетом указанной цены размещения рыночная капитализация Московской биржи составляет около 126,9 млрд руб. (приблизительно 4,2 млрд долл.). Для сравнения: капитализация Нью-Йоркской фондовой биржи – 8,45 млрд долл., Лондонской фондовой биржи – 5,2 млрд долл.

Учетная система выполняет функцию учета и хранения ценных бумаг, подтверждения права собственности на них. В учетную систему входят регистраторы и депозитарии.

⁶ Новиков А.В., Новикова И.Я. Методические аспекты определения статуса финансовых центров, формирующихся в России // Сибирская финансовая школа. – 2008. – № 5; Новиков А.В., Новикова И.Я. Финансовые центры: рейтинги и российский потенциал // ЭКО. – 2010. – № 8.

«Ущербностью» учетной системы, не позволяющей иностранным инвесторам работать «в полную силу», являлось отсутствие в России Центрального депозитария как элемента, позволяющего инвесторам быть уверенным в приобретаемой на фондовом рынке собственности.

В 2012 г. в рейтинге глобальной конкурентоспособности Всемирного экономического форума Россия находилась на 133-м месте по защите прав собственности и на 140-м – по защите прав меньшинств (общее 67-е место из 144). А в рейтинге конкурентоспособности стран швейцарской бизнес-школы IMD – на 57-м месте по защите прав акционеров (общее 48-е место из 59).

Идея Центрального депозитария – хранение и учет всех ценных бумаг, выпущенных в нашей стране, то есть сбор информации обо всех собственниках и большей части собственности России. Дискуссия о необходимости создания Центрального депозитария шла более 15 лет. Необходимо иметь в виду, что непрозрачность структуры собственников сдерживает приход крупных, в том числе зарубежных инвесторов.

В ноябре 2012 г. Федеральная служба по финансовым рынкам присвоила статус центрального депозитария Небанковской кредитной организации ЗАО «Национальный расчетный депозитарий» (НРД).

Начало работы депозитария позволяет связать зарубежные и российские фондовые рынки через открытия специальных счетов. Допуск Euroclear и Clearstream делает Россию конкурентоспособной по сравнению с другими странами БРИКС, отмечает директор Euroclear С. Пуйя. Доля иностранцев на рынке ОФЗ не превышает 4%, в то время как в других странах БРИКС с либеральным доступом для них достигает 40%. Приток средств инвесторов может достичь 40 млрд долл., по оценке Euroclear⁷.

В настоящее время в России существует три основных органа регулирования на финансовом рынке: Центральный банк РФ, Федеральная служба по финансовым рынкам и саморегулируемые организации. И если отделения ЦБ имеются

⁷ Папченко М. Долги на минном поле // Ведомости. – 2012. – 11 октября. – С. 12

во всех субъектах Федерации, то ФСФР является более агрегированной структурой. Количество саморегулируемых организаций невелико.

Принято решение о создании мегарегулятора на базе Центрального банка, и ФСФР может стать одним из его структурных подразделений. Создание мегарегулятора позволит, с одной стороны, реализовать единые стандарты для всех участников, с другой – есть опасность подавления небанковских участников финансового рынка, что снизит доступность этого рынка для мелких инвесторов, поскольку банки, как правило, формируют высокие барьеры.

Финансовые инструменты для роста капитализации: пока лидируют драгоценные металлы. В качестве основных финансовых инструментов, используемых для получения дохода за счет роста капитализации, в настоящей статье мы рассмотрим акции крупнейших эмитентов, паи паевых инвестиционных фондов, иностранную валюту и драгоценные металлы.

Рассмотрим капитализацию российского рынка акций (табл. 12).

Таблица 12. Динамика капитализации российского рынка акций в 2007–2012 гг. (на конец периода)

Показатель	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Капитализация рынка акций, млрд руб.	32617	11017	23091	30189	25708	25200
ВВП, млрд руб.	33248	41277	38807	45173	54586	62357
Капитализация/ВВП	98,1	26,7	59,5	66,8	47,1	40,4

Источник: Банк России.

Как следует из таблицы, до кризиса капитализация российского рынка акций и объем ВВП почти совпадали. Это свидетельствует о том, что рынок не был перегрет. В конце 2008 г. капитализация рынка акций составляла четверть ВВП, рынок упал в четыре раза и до настоящего времени не восстановился.

В 2011 г. доля российского рынка в мировой капитализации составляла 1,62%, в то время как США – 32,86%. А партнеры России по БРИКС характеризуются следующей долей в мировой капитализации: Бразилия – 2,4%, Китай – 6,29%,

Индия – 2,22%, ЮАР – 0,96%. По состоянию на 2012 г. Россия занимает 14-е место в мире по объему капитализации фондового рынка.

Показательно, что капитализация всех компаний, входящих в индекс ММВБ, сравнялась со стоимостью корпорации Apple. Участники российского рынка называют позором то, что при цене около 100 долл. за баррель нефти большая часть российского ТЭКа, металлургии, госбанки и многое другое оценивается как одна компания, пусть даже большая и хоро-шая⁸. Доля в глобальном объеме торгов акциями у России невелика – примерно 1,1%. Почти 46% приходится на США, почти 12% – на Китай, у Бразилии и Индии – 1,4 и 1,3% соответственно.

Для России в целом и для отечественных компаний, претендующих на получение дохода от роста капитализации, важны значимые показатели в международных рейтингах. Например, в рейтинге 500 крупнейших компаний мира, который составляет Financial Times, в 2012 г. вошли 10 российских компаний («Газпром», «Роснефть», Сбербанк, «ЛУКОЙЛ», «Но-ватэк», «Сургутнефтегаз», «Норникель», «Газпромнефть», ВТБ и «Уралкалий». Сбербанк в 2012 г. потерял 13 пунктов. В глобальный список в 2012 г. не попали НЛМК и «Северсталь», занимавшие соответственно 344-е и 479-е места в 2011 г.

В целом, по оценкам аналитиков, акции в 2012 г. принесли весьма скромную прибыль: индекс ММВБ вырос лишь на 5%, долларовый индекс РТС – на 10,5%, в основном, благодаря укреплению рубля. Инвесторы покупали только самые ликвидные бумаги. Лучший результат показали акции автомобилестроительной компании «Соллерс», подорожавшие за год на 123%. Большинство ликвидных нефтяных бумаг выросли на 17–40%, а электроэнергетических – подешевели на 15–30%.

Рассмотрим ситуацию с доходностью паев паевых инвестиционных фондов с точки зрения прироста капитала.

Начнем с анализа структуры рынка ПИФов. Наибольшее распространение получили закрытые ПИФы. Их доля составляет более 62,1%, а стоимость чистых активов – около 420 млрд руб.

⁸ Трифонов А. Рынок попал в яблочко // Ведомости. – 2012. – 25 мая. – С. 7.

Среди 15 категорий ПИФов (от традиционных до ПИФов художественных ценностей) наиболее популярны фонды недвижимости, фонды акций и фонды смешанных инвестиций: по количеству на них приходится почти 70% от совокупности ПИФов, а по стоимости чистых активов – около 67%.

Для примера рассмотрим капитализацию открытых ПИФов акций и облигаций за ряд периодов на 21 января 2013 г. (табл. 13).

Таблица 13. Динамика доходности индексов и паев открытых ПИФов (на 21.01.2013 г.), %

Инструмент	1 мес.	3 мес.	6 мес.	Год	3 года	5 лет
Индекс ММВБ	+3,93	+5,53	+8,62	+3,17	+7,09	–7,08
Индекс РТС	+5,82	+7,07	+14,99	+6,93	+4,56	–19,99
ОПИФ акций	+4,49	+1,4	+6,12	+1,21	+0,03	–9,07
ОПИФ облигаций	+1,39	+3,37	+5,38	+9,46	+33,72	+48,39

Источник: URL: <http://www.nlu.ru/indicators.htm> Национальная лига управляющих

Так, с точки зрения прироста капитализации наиболее эффективным был ПИФ облигаций. ПИФ акций не достиг значений пятилетней давности. Таким образом, более выгодными были вложения в долговые инструменты.

Популярным финансовым инструментом остается валюта. Основным «держателем» наличной валюты является население: в разгар кризиса у него было сосредоточено почти 90% наличной валюты (3,9% от ВВП). Затем эти запасы сокращались, составив в 2011 г. только 1,6% от ВВП, то есть меньше, чем в докризисный период. При этом прирост накоплений от хранения валюты отсутствовал: при приобретении валюты в 2009 г. ее средние показатели в первом полугодии 2012 г. не достигли уровня 2009 г.

Относительно новым, но получающим все больше сторонников инструментом являются вложения в драгоценные металлы. Цены на золото в настоящее время относительно периода «разгара» кризиса возросли почти вдвое, на серебро – почти в три раза, на

платину – 1,8 раза и на палладий – почти в 3,9 раза. Таким образом, рынок драгоценных металлов с точки зрения прироста капитализации был наиболее эффективным.

Инструменты для получения текущего дохода: лучший результат у депозитов в рублях

Банковские депозиты. Наш анализ соотношения депозитов физических и юридических лиц в 2007–2012 гг. показал, что в докризисный и послекризисный периоды доля депозитов юридических и физических лиц была почти равной. Если учесть, что доля индивидуальных предпринимателей колеблется от 1 до 1,3%, то в начальный и конечный период рассмотрения юридические и физические лица предоставляли равный объем пассивов для коммерческих банков. Отметим, что на начало 2009 г., то есть в разгар кризиса, доля депозитов физических лиц упала до 40%.

Интересна и структура депозитного портфеля физических лиц банка (табл. 14).

Таблица 14. Структура депозитного портфеля физических лиц банка в 2007–2012 гг. (на 01.01) по срокам привлечения вкладов, %

Вид вклада	2007	2008	2009	2010	2011	2012
До востребования	18,0	18,5	17,0	16,4	17,6	19,0
Краткосрочные (до 1 года)	21,3	19,1	17,9	19,8	17,7	20,2
Среднесрочные (от 1 до 3 лет)	53,9	55,1	58,0	57,1	56,3	50,7
Долгосрочные (свыше 3 лет)	6,8	7,3	7,1	6,7	8,4	10,1
Всего, млрд руб.	3809,7	5159,2	5907,0	7485,0	9818,0	11871,1
Доля рублевых вкладов	83,5	87,1	73,3	73,6	80,7	81,7
Доля валютных вкладов	16,5	2,9	26,7	26,4	19,3	18,3

Источник: Банк России.

Обратим внимание, что более 80% объема и до и после кризиса приходилось на рублевые депозиты. Понятно, что во время кризиса наблюдалось недоверие к рублю, и доля валютных депозитов превысила четверть всех кредитов.

Население предпочитает среднесрочные вклады. Их доля во все годы рассматриваемого периода не опускалась ниже 50%. Примерно пятая часть вкладов приходится на период до одного года. Значительна доля вкладов до востребования (возможно, это варианты зарплатных проектов). И только на начало 2012 г. доля вкладов свыше трех лет выросла до 10%.

Рублевые вклады в целом повторяют общую картину, а по валютным вкладам есть особенность: значительно меньше вкладов до востребования и больше краткосрочных.

Отметим, что на 01.01.2013 г. вклады физических лиц в банках выросли до 14,251 трлн руб., а доходность – снизилась до 9,875%.

По структуре депозитов юридических лиц и индивидуальных предпринимателей можно увидеть, что доля депозитов организаций возрастала и на начало 2012 г. составляла 64%. В то же время доля межбанковского кредитования в 2012 г. снизилась относительно 2007 г. почти на 10%. Доля индивидуальных предпринимателей остается стабильной.

В структуре депозитов организаций более 50% составляют рублевые депозиты, при этом на начало 2012 г. их доля выросла почти до 66%, наиболее популярны краткосрочные депозиты – около 50% с тенденцией к росту. Среди рублевых депозитов организаций преобладали краткосрочные – 70%, среди валютных – долгосрочные (почти 40%).

Кредитные организации до кризиса предпочитали иметь депозиты в валюте – более 70%, в настоящее время доля рублевых депозитов превысила 48%. Индивидуальные предприниматели почти все средства размещают на рублевых депозитах. Только в разгар кризиса доля валютных депозитов превысила 5%.

Значимая роль на рынке депозитов принадлежит Сбербанку: на 01.07. 2012 г. на него приходилось 34,6% всего рынка депозитов, а на 29 крупнейших банков – 43,5%.

У коммерческих банков есть возможность зарабатывать на кредитном рынке. В докризисные годы депозиты привлекались по ставкам в два раза ниже, чем кредиты, в период кризиса это соотношение стало 2,26, и лишь в 2011 г. оно составило 1,56, а в 2012 г. – 1,39. То есть доходность кредитного рынка стала падать. Но ненадолго. В сентябре 2012 г. ставки по кредитам повысились до 9,7%, то есть на 0,5%, в то время как ставки по депозитам повысились только на 0,2%, составив 6,8 и 7,8% соответственно. То есть соотношение между кредитами и депозитами составило 1,43.

Получение текущего дохода на рынке облигаций. Как подсчитали аналитики финансового рынка, в 2012 г. ОФЗ при-

несли инвесторам 13–20% прибыли, что больше дохода по депозитам, золоту и большинству акций. Тем самым опровергнут основной постулат для инвесторов: чем надежнее вложение, тем ниже доходность.

Средний срок заимствования корпоративных облигаций составлял в первом полугодии 2011 г. 6 лет, во втором полугодии – 7,6 лет, в первом полугодии 2012 г. – 5,6 лет. Средняя ставка купона соответственно составляла 8,7, 8,8 и 9,7%. Эти цифры примерно на 1,5% выше, чем по ОФЗ. Средний объем эмиссии – 4,8 млрд руб.

Получение текущего дохода на рынке акций. По ликвидным акциям самый большой дивиденд на одну акцию в рублях в 2012 г. выплатили «Транснефть» – 716,58 руб. (по привилегированным акциям), «Газпром» – 8,97 руб., Сбербанк – 2,08 руб. (по обыкновенным) и 2,59 руб. (по привилегированным). Дивидендная доходность самая высокая у «Мос-энергосбыта» – 28,8% годовых, у «Газпрома» – 5,2%, Сбербанка – 2,6% (обыкновенные), 4,4% (привилегированные)⁹.

В 2012 г. госкомпании перечислили в федеральный бюджет самые большие дивиденды в истории – 213 млрд руб., при этом свыше 76% обеспечили «Газпром» и «Роснефтегаз».

Таким образом, инвесторы при правильном выборе инвестиционной политики могли получить доход как от роста капитализации, так и от текущих выплат эмитентов финансовых инструментов.

Финансовый рынок России в 2013 г. вступил в новый этап своего развития. Приняты важные решения по формированию инфраструктуры финансового рынка, отвечающей требованиям мирового финансового сообщества. Главная задача – помочь эмитентам выпустить финансовые инструменты, а инвесторы, как российские, так и зарубежные, при наличии привлекательных

инструментов начнут активно приходить на финансовый рынок.

⁹ Объявленные дивиденды по обыкновенным акциям за 2011 год // Ведомости. – 2012. – 13 июня. – С. 7.