

Российский рынок акций:

движение в противоположном от запланированного направлении

С.Д. АГЕЕВА, кандидат экономических наук, Институт экономики и организации промышленного производства СО РАН, Новосибирск E-mail: swtageeva@gmail.com

В статье приведен анализ статистических данных о тенденциях и событиях на российском рынке акций за последние годы, поскольку акции – наиболее чувствительный к институциональной среде финансовый инструмент рыночной экономики. Результаты анализа свидетельствуют о снижении роли рынка акций как источника перераспределения инвестиций. *Ключевые слова:* рынок акций, либерализация, международный финансовый центр

Финансовый рынок как индикатор успешности реформ

На протяжении всей истории в экономике России мы наблюдаем противоборство рыночного и административного механизмов. В самых отчаянных ситуациях (период военного коммунизма, восстановление хозяйства после Великой Отечественной войны, период стагнации производства из-за неспособности экономики СССР реализовать научно-технические достижения) государство неохотно уступало часть управленческих полномочий рыночным, экономическим методам. И при появлении первых положительных результатов применения экономических механизмов управления, будь то ликвидация голода или товарного дефицита, государственными органами принимались решения о свертывании рыночных реформ под предлогом их неэффективности, половинчатости и прочих недостатков.

Сегодня налицо явные признаки возврата к административным методам управления во всех сферах экономики. Доля государственной собственности (отношение объемов активов государственных предприятий к ВВП) возросла к 2012 г. до

¹ Финансовый университет при правительстве РФ. Аналитический доклад «Стратегия развития финансовой системы России». 2012.

80%, что соответствует уровню 2003 г.¹ Планы приватизации постоянно меняются и отодвигаются. Сосуществование административного и либерального подходов в России порождает высокий уровень неопределенности и рисков. О неопределенности выстраивания государственных приоритетов не только в среднесрочной, но и ближайшей перспективе свидетельствует противоречивость/разнонаправленность официально задаваемых векторов развития. Ресурсно несовместимые между собой программы, например, создания Международного финансового центра, инновационного прорыва и Сколково, модернизации армии, развития Дальнего Востока и другие, примерно с двухлетним лагом сменяют одна другую.

Но ресурсная несовместимость, по-видимому, – не главное препятствие на пути выполнения программ. Государство рассчитывает, что методы их реализации будут рыночными: привлечение инвестиций с фондового рынка, прямых инвестиций, развитие предпринимательства. Не принимается во внимание, что сами рыночные инструменты и методы без адекватной либеральной среды либо работают искаженно, либо просто не приживаются. Особенность текущего момента заключается в том, что внешняя для российской экономики глобальная среда настолько сильно изменилась за последнее десятилетие, что возврат к тотальному государственному механизму или механизму ручного управления не представляется перспективным.

Иногда необходимость усиления роли государственного регулирования экономики, в частности финансового рынка, обосновывается тем, что такой тренд произошел в экономиках развитых стран после глобального кризиса 2008 г. Думается, ссылка на опыт развитых стран не вполне правомерна. Во-первых, Россия еще не достигла уровня развития экономики и зрелости (сложности и масштаба) финансового рынка, присущих развитым странам. Россия – страна с развивающейся экономикой («emerging market») по классификации IFC. Поэтому функционирование процентного, кредитного и валютного каналов ее трансмиссионного механизма и их использование в период кризиса имеют существенные отличительные черты. Во-вторых, глубина экономического падения в России настолько велика по сравнению с другими странами, что, кроме внешних причин финансового кризиса, следует поискать и внутренние.

Судя по оценкам последствий финансового кризиса 2008 г., в России показатели волатильности и зависимости от внешних инвестиций были больше, чем в других странах, включая БРИКС (табл. 1).

Таблица 1. Характеристика волатильности в России и Бразилии в 2008–2009 гг., %

Показатель	Россия	Бразилия
Фондовый индекс, 29.12.2008/ 31.12.2007	-71,9	-57,0
Валютный курс к USD, 12.2007/02.2009	-31,3	-20,8
Изменение ВВП в постоянных ценах, 2009/ 2008	-7,90	-0,18
Инфляция (потребительские цены), 2008	14,11	5,67
Изменение международных резервов, 12.2008/ 07.2008	-28,3	-4,8
Изменение накопленных прямых инвестиций в экономику, 2008/2007	-56,5	-7,1

Источник. Составлено по данным, опубликованным в: «Почему кризис в разных странах протекает по-разному?» / Миркин Я.М. URL: <http://www.orenfinance.ru/business/detail.php?ID=6625>

В таблице приведены основные характеристики глубины падения финансовой системы России и Бразилии в кризисном 2008 г. Но и сравнение со странами переходных экономик (Польша, Чехия), а также развивающимися (Турция, Пакистан), свидетельствует о том, что в России падение оказалось существенно глубже. Наиболее значительны различия в уровне ВВП, инфляции, динамике международных резервов и прямых инвестиций. В России фондовый рынок – один из самых волатильных в мире. Снизить системные риски можно при активной государственной политике, но ее целью должны быть не наступление на бизнес и строительство

государственных монополий, а увеличение финансовой глубины рынка, нормализация инфляции, повышение капитализации рынка и многие другие меры по созданию адекватной экономической среды для агентов рынка, в числе которых государственные компании не являются доминирующими.

Эмпирические исследования экономического развития в современном мире свидетельствуют о значительном воздействии финансовой системы на темпы экономического роста, эффективность мобилизации инвестиционных ресурсов. Имеются также работы, указывающие на наличие положительной связи между либерализацией рынка акций и экономическим

ростом². Условиями успешного функционирования фондового рынка являются соблюдение контрагентами корпоративной этики, прозрачность, защита интересов миноритарных акционеров и многие другие институциональные нормы. Без их соблюдения фондовый рынок превращается в декоративный. Он будет подавать искаженные сигналы и не выполнять свои классические функции – перераспределения инвестиций, рисков и ценообразования.

Среди всех сегментов фондового рынка рынок акций наиболее точно выполняет роль индикатора **качества либеральной среды**. Не случайно именно он в развивающихся экономиках характеризует «продвинутость» страны в части реформ и «качество» фондового рынка в целом.

Рассмотрим подробнее основные черты рынка акций в России и те изменения, которые произошли за последние годы.

Российский фондовый рынок: сегмент акций

После слияния в 2011 г. Биржи РТС и ЗАО ММВБ на объединенной Московской бирже оказалось в сумме меньше эмитентов, чем до него. Отметим, что в России доля эмитентов, чьи акции обращаются на биржевом рынке, крайне низка – примерно 0,5% от общего числа акционерных компаний. По данным НАУФОР, к концу первого полугодия 2011 г. на внутреннем и внешнем рынках обращались бумаги примерно 350 акционерных обществ. После объединения их стало 320, на 7% меньше, чем год назад на обеих биржах (табл. 2). К концу 2011 г., по данным Московской биржи, их осталось уже 310, а в третьем квартале 2012 г. – 292. Это – новая для биржевого рынка России тенденция.

Однако проблемой фондового рынка России является не столько малое число эмитентов акций, сколько недостаток ценных бумаг высокого качества, т.е. эмитентов, чьи акции включены в листинг биржи: примерно 70% эмитентов Московской биржи – это внесписочные компании, и только 30% включены в котировальные списки. Подчеркнем, что включение в котировальный список – это знак надежности компании, подтверждение высокого качества управления, т.е. соблюдения всех тех институциональных норм, которые позволяют инвесторам,

² Global Financial Stability Reform. October 2012. IMF. 2012

в том числе пенсионным фондам, доверять этим бумагам и считать инвестиции в них надежными.

Другим недостатком российского фондового рынка является высокая концентрация оборотов рынка на крайне ограниченном числе инструментов. По структуре эмитентов, чьи ценные бумаги обращаются на биржевом рынке, можно судить о специализации страны, о развитии успешных секторов экономики. В России это – сектор добычи и транспортировки углеводородного сырья и некоторые другие отрасли. Именно на торговле акциями компаний этих отраслей сконцентрирован биржевой оборот. Межстрановые сравнения рынков акций делаются на основе данных о капитализации и торговом обороте, приходящихся на акции 10 наиболее торгуемых компаний в стране. В России этот показатель крайне высок. По данным НАУФОР, капитализация 10 наиболее торгуемых эмитентов достигала в 2012 г. 62,2% (см. табл. 2), причем доля трех крупнейших – ОАО «Газпром», ОАО НК «Сибнефть» и ОАО «Сбербанк России» – составляла более 35%.

В торговом обороте также преобладает десятка высоколиквидных акций, на долю которых приходится 85,7% общего оборота, причем на акции тех же трех эмитентов – около половины оборота. Концентрация рынка акций на малом количестве эмитентов усиливается. Последствия очевидны: скудная номенклатура инструментов, снижение интереса инвесторов к рынку, невыполнение рынком своих функций – инвестиционных и содействия экономическому росту.

Отметим еще одну тенденцию последнего времени, свидетельствующую об усугублении ситуации с количеством торгуемых на биржевом рынке акций: сокращение числа открытых компаний (т.е. делистинг). Здесь следует выделить два момента. Один из них – позитивный. Комитет по фондовому рынку Московской биржи следит за динамикой цен и иными параметрами торгов акциями различных эмитентов, в том числе вне списка, с целью пресечь манипулирование ценами. В условиях низкой ликвидности на рынке отдельных акций отследить такие сделки не представляет труда. Эта профессиональная деятельность позволяет выявить договорные сделки, особенно в преддверии важных корпоративных событий (собрания акционеров, слияния и поглощения). В результате

Таблица 2. Характеристики российского фондового рынка в 2011–2012 гг.

Показатель	2011	2012
Количество эмитентов акций, обращающихся на биржевом рынке	350	292
Рынок акций:	1481	1054
- капитализация (К, оценка S&P), млрд долл.	61,5	62,2
- доля 10 наиболее капитализированных эмитентов, %	45,7	49,3
- в том числе капитализация нефтегазовой отрасли, %		
Соотношение К/ВВП, %	45	41,3
Оборот с акциями* (на конец периода), млрд руб. Оценка	8900	6853 189,1 61,6
S&P (на конец периода), млрд долл.	280,7	(Q1), 49 (Q2)
- среднедневной оборот, млрд руб.	79,1	12,9
- коэффициент оборачиваемости, %	16,8	
- доля биржевого оборота с акциями 10 наиболее ликвидных эмитентов (с учетом РЕПО), %	85,7	86,0 50:50
Соотношение торгов акциями на внутреннем и зарубежных рынках, %	70:30	
Частные инвесторы , тыс. чел.	753	800
В том числе активные (более 1 сделки в месяц)	88	69

Коллективные инвесторы:	119,6	96,5
стоимость чистых активов открытых и интервальных ПИФ, млрд руб. сальдо привлечения ОПИФ, млрд руб.	6,0	-2,1
Инвестиционные ресурсы негосударственных ПФ, млрд руб.	970,9	1290
Нерезиденты, количество уникальных клиентов на Московской бирже, тыс.	3,8	3,0
Из них доля активных клиентов, %	0,5	0,39
Темп роста числа профессиональных участников РЦБ, % к предыдущему году	95	92,5

Источник. Рассчитано по данным НАУФОР за первые полугодия 2011 и 2012 гг.

* Объем торгов указан, как правило, без учета сделок РЕПО, являющихся по сути инструментом кредитования. Объем сделок РЕПО с негосударственными ценными бумагами составляет почти 80%.

выявляются компании, в чьих интересах происходит манипулирование ценами на рынке. Такие эмитенты могут быть исключены из перечня обращающихся на открытом рынке ценных бумаг. Так, в четвертом квартале 2012 г. были исключены акции и паи более двух десятков эмитентов. Подобные факты являются признаком осуществления профессионального контроля за рынком ценных бумаг в стране.

Исключение акций из котировальных списков по заявлениям эмитентов ценных бумаг негативно влияет на ликвидность

и капитализацию рынка. Такие заявления делаются из-за высоких затрат эмитента на поддержание бумаг в листинге или репутационных рисков и последующего падения капитализации в результате раскрытия корпоративных событий, снижающих привлекательность компаний для инвесторов. Действительно, у эмитентов, чьи акции обращаются на биржевом рынке, отчетность должна соответствовать международным стандартам. Это довольно затратная и хлопотная процедура. Поэтому с ростом затрат на поддержание акций компании в котировальных списках менеджмент или собственники компании могут изменить свое мнение по поводу необходимости присутствия на биржевом рынке. Статус публичной компании в российской непрозрачной корпоративной среде может иметь негативные последствия для оценки бизнеса. Кроме того, государственное финансирование проектов компаний за счет бюджетных источников подрывает заинтересованность в напряженной борьбе за инвестиции на рынке.

Обобщающим показателем масштаба рынка являются капитализация и ее доля в ВВП страны. Капитализация рынка акций в первом полугодии 2012 г. снизилась, по оценке S&P, на 29% по сравнению с аналогичным периодом 2011 г. Доля 10 наиболее ликвидных инструментов в капитализации по-прежнему превышала 60%, но доля капитализации нефтегазовой отрасли увеличилась примерно на 10%, что подтверждает усугубление неразвитости рынка акций в России как по объему, так и по структуре. Анализ информации по обороту акций на рынке подтверждает данный вывод и свидетельствует о еще большей глубине падения оборота (более 33% за год) и высокой концентрации рынка на наиболее ликвидных эмитентах. Еще более наглядна динамика среднедневного оборота по кварталам: снижение с 79,1 млрд руб. в 4-м кв. 2011 г. до 61,6 млрд руб. (1-й кв. 2012 г.) и 49 млрд руб (2-й кв. 2012 г.). Значения композитных индексов ММВБ (MICEX и MICEX-10) изменились в начале 2013 г. на -8,30% и -9,85% соответственно.

«Узкая продуктовая линейка» акций на российском фондовом рынке усугубляется низким free float компаний, что делает рынок, во-первых, крайне волатильным при изменении конъюнктуры, появлении крупных пакетов акций на рынке. Во-вторых, низкий показатель free float влечет неэффективное

ценообразование на фондовом рынке. Так, средний показатель free float крупнейших российских компаний, которые входят в расчеты индексов Московской биржи, составляет 18%, причем если ориентироваться на показатель в размере 25% (именно такая граница установлена в новой системе премиального листинга), то из 81 крупнейшего эмитента биржи в листинге останутся только 22 компании.

Хотя это данные за относительно короткий промежуток времени, но уже можно говорить об устойчивости тенденции «сжатия» рынка акций, так как в структуре оборота преобладают продажи активов над покупками иностранными инвесторами, доля которых в обороте на российском рынке в 2011 г. составляла 40%.

С точки зрения реализации поставленной правительством в 2010 г. задачи формирования в Москве международного финансового центра (а рынок акций является ключевым звеном и критерием финансовой зрелости рынка), важна следующая тенденция: переток ликвидности из Москвы на зарубежные площадки. Если в 2011 г. соотношение торгов акциями на внутреннем и зарубежном рынках было 30:70, то в 2012 г. – 50:50 (см. табл. 2). Полагаем, что при прочих равных условиях это соотношение будет меняться в пользу внешнего рынка. Основанием для такого прогноза служит то, что около 70 наиболее капитализированных эмитентов России имеют депозитарные расписки, а акции 25 компаний обращаются только на зарубежных биржах.

Этот тренд – прямая противоположность ситуации на биржевом рынке Бразилии, где за 2001–2011 гг. ликвидность акций бразильских компаний сконцентрировалась на национальном рынке (до 70%), тогда как в начале периода соотношение оборота на внутреннем рынке и на рынке депозитарных расписок в США было 20:80%³. Примером удачных реформ может служить и фондовый рынок Польши. По числу IPO, количеству бумаг иностранных эмитентов на биржах Польша и Бразилия превосходят Россию. Представляется, что для России реалистичнее вступить в конкуренцию с Польшей за статус регионального биржевого центра, а не с Лондоном – за статус мирового финансового центра.

³ Расчеты проведены ММВБ, данные за май 2012 г. Источник: Bloomberg.

«Сжатие» рынка акций подтверждается и тенденцией снижения объемов рынка по всем группам инвесторов: уменьшилось число активных внутренних инвесторов – физических лиц, коллективных инвесторов, иностранных фондов, раскрывающих информацию о своих сделках. В портфелях частных инвесторов акции составляют более 92%, у иностранных инвесторов – более половины. Количество зарубежных фондов, инвестирующих в акции России, включая депозитарные расписки, в первом полугодии 2012 г. снизилось на 4,8% и составило 2295. По сравнению с первым полугодием 2011 г. объем инвестиций этих фондов упал почти на 49%. Снизилось также на 7% количество глобальных фондов, инвестирующих в российские активы. Следующая группа – фонды, специализирующиеся на России. Здесь снижение составило 55% – до 162 млрд руб. Сальдо операций в сторону продаж преобладает и по

акциям, и по облигациям.

По прогнозам Московской биржи, в 2011 г. предполагалось удвоение к 2013 г. (с 72 до 161,7 млрд долл.) предложения инвестиций внутренними инвесторами. Потенциал роста активов страховых компаний – увеличение лимитов на инвестирование и резервов в акции (по оценке, более чем в четыре раза), пенсионных резервов НПФ и пенсионных накоплений НПФ/ПФР на фондовом рынке – более чем в четыре раза, до 60 млрд долл. Но ситуация с коллективными инвесторами на российском фондовом рынке резко изменилась и приобрела падающую направленность. Хотя число ПИФов в России за 2011 г. увеличилось, но уже с осени 2011 г. идет последовательный отток средств. По информации об открытых и интервальных ПИФах, сокращение стоимости чистых активов фондов в 2012 г. составило 20% по сравнению с аналогичным периодом 2011 г. Сальдо привлечения средств в 2012 г. – 2,1 млрд руб. И хотя по объему эти средства невелики, но сам институт коллективных инвесторов в рыночных экономиках служит важным источником долгосрочных инвестиций и показателем надежности либеральных реформ. Объемы средств пенсионных фондов (в крупнейших экономиках их доля достигает 70% ВВП) в России пока ничтожно малы и, судя по решениям правительства о ликвидации накопительной части пенсионных сбережений, внутренние инвесторы с длинными деньгами появятся еще не скоро.

Следующий элемент фондового рынка – профессиональные участники. Здесь также наблюдается высокая концентрация оборота у наиболее крупных компаний. Доля 20 первых брокеров в обороте с акциями составляет 81% суммарного оборота рынка. Снижение числа профессиональных участников стало долговременным трендом. Они сконцентрированы преимущественно в Москве. Положение с инвесторами и профессиональными участниками российского фондового рынка свидетельствует о процессе свертывания российского фондового рынка. Резервом повышения капитализации рынка может являться рост IPO.

Публичные размещения в России: новые акции и источник инвестиций

Базовой функцией фондового рынка является перераспределение инвестиций в обществе посредством проведения IPO/ SPO, которые служат источником привлечения сбережений для реализации долгосрочных программ развития компаний, способствуют повышению деловой репутации, росту стоимости бизнеса. Количество IPO в развивающихся экономиках может служить характеристикой успешности реформ и качества институциональной среды, поскольку свидетельствует о развитии рыночных механизмов привлечения капитала в производство.

После кризиса 2008 г. процесс IPO в России сопровождался снижением активности эмитентов и переносом планов проведения размещений на более поздние сроки. Так, в 2009 г. 32 компании намеревались провести размещение, в 2010–2012 гг. – более 60, но практически все они отказались от своих планов. 2011 г. был более удачным: осуществилось 21 размещение, из них 53% – на LSE⁴. В 2012 г. делались заявления о намерениях привлечения инвестиций посредством публичного размещения, однако в течение 2012 г. наблюдались лишь единичные случаи выхода на зарубежные рынки капиталов, в том числе компаний с государственным участием⁵.

⁴ Финансовый университет при Правительстве РФ. Аналитический доклад «Стратегия развития финансовой системы России».

⁵ Например, в 2012 г. компания-разработчик программного обеспечения EPAM System и нефтяная компания RusPetro привлекли в ходе IPO на Лондонской бирже 72 млн долл. и 250 млн долл. соответственно. Позднее были IPO Globaltrans Investment, разместившей акций на общую сумму 520 млн долл., Сбербанка – на 5,1 млрд долл., SPO «М.Видео» – на 4,6 млрд руб.

Более устойчиво на протяжении всего послекризисного периода выглядит динамика IPO в секторе РИИ Московской биржи⁶. Так, 85% компаний, осуществивших там IPO, указывали инвестиционные цели привлечения средств. В течение 2010–2012 гг. регулярно происходили первичные размещения небольших компаний, пополняющих количество эмитентов акций Московской биржи. По данным ММВБ, в секторе РИИ к концу 2012 г. разместились 29 эмитентов, 21 из них – эмитенты акций. Доля акций в капитализации сектора РИИ – около 70%. Суммарная капитализация этого сегмента на конец 2012 г. составляла 36,8 млрд руб. (примерно 1,19 млрд долл.) – лишь 0,14% от общей капитализации Московской биржи. Суммарный объем размещения составил всего 3,82 млрд руб. (122 млн долл.). Это свидетельствует о том, что рынок акций в России не скоро станет популярным способом привлечения инвестиций и, следовательно, фактором экономического роста.

Для изменения ситуации государственными властями и Московской биржей проводится реформа инфраструктуры фондового рынка. Ее основная направленность – соответствие требованиям цивилизованного рынка и его организационным и институциональным нормам.

Новации в инфраструктуре

В планах Московской биржи – реализация подготовленной «дорожной карты» создания инфраструктуры фондового рынка, адекватной требованиям международного финансового центра. Основные события здесь – получение НКО ЗАО «Национальный расчетный депозитарий» в 2012 г. лицензии Центрального депозитария, централизация клиринга, новые режимы торгов и инструменты (ETF, режима торгов T+n), реформа листинга биржи.

Изменения в системе листинга Московской биржи – в русле происшедших на мировых рынках новаций. Речь идет о создании системы премиального листинга и приближении национальной системы листинга к ведущим мировым практикам. Данная реформа позволит сократить с шести до трех количество котировальных списков на бирже, повысить

⁶ Рынок инноваций и инвестиций – сегмент рынка для привлечения инвестиций в компании высоких технологий малой и средней капитализации.

требования к free float, к корпоративному управлению и стандартам раскрытия информации.

В рамках плана приведения биржевых бизнес-практик в соответствие с международными стандартами и привлечения иностранных инвесторов на российский рынок долговых инструментов допущены ведущие мировые депозитарии (Euroclear и Clearstream). В 2014 г., а, возможно, и раньше планируется их участие в привлечении иностранных инвесторов и на рынок акций. Это решение – прямой допуск Euroclear и Clearstream и открытие счетов в Центральном депозитарии – имеет и сторонников, и противников. Один из аргументов «против» – возможность быстрого оттока ликвидности из страны. Но поскольку бегство ликвидности из России в последние годы с рынка акционерного капитала происходило при отсутствии этих организаций, видимо,

меры противодействия оттоку ликвидности из страны лежат в плоскости институциональных норм.

И в заключение – о перспективах создания МФЦ. На фоне «сжатия» всех элементов российского фондового рынка, его упрощения или «свертывания» как по структуре активов, так и по операторам рынка, инвесторам, задача создания МФЦ выглядит утопией. Задачи и цели развития экономики страны должны быть завышенными, амбициозными. Но реализация этих задач не должна при этом показывать диаметрально противоположного тренда. Иначе неизбежно следует вывод либо о ложных целях и приоритетах, либо о крайнем непрофессионализме и неспособности понять последствия принимаемых решений.

Новые приоритеты российской экономики (например, наращивание производства вооружений, т.е. развитие закрытого сектора экономики) не стимулируют развитие отечественного фондового рынка. Военные расходы и экспортный потенциал оборонно-промышленного комплекса способствуют экономическому росту, только это иная экономика, иная институциональная среда, иные перспективы места страны в мировом сообществе.

А пока статистика продолжает фиксировать за очередную неделю 2013 г. рост оттока капитала из страны. Инвесторы предпочитают вкладывать в Южную Корею, Индонезию и Мексику...