

ФИНАНСЫ, ДЕНЕЖНОЕ ОБРАЩЕНИЕ И КРЕДИТ

УДК 336.76

Г.Т. ГАФУРОВА,
старший преподаватель, аспирант

Институт экономики, управления и права (г. Казань)

ФАКТОРЫ РАЗВИТИЯ РОССИЙСКОГО РЫНКА ЦЕННЫХ БУМАГ

Для цели формирования эффективного фондового рынка, декларируемой в последние годы, необходимо снизить влияние некоторых факторов, дестабилизирующих этот процесс и способных значительно снизить эффект мер государственного регулирования. В статье проводится анализ проблем, препятствующих эффективному развитию рынка ценных бумаг в России, а также основных причин их формирования.

Развитие современного фондового рынка России происходит ускоренными темпами. Растут годовые обороты, постепенно расширяется круг торгуемых инструментов, вовлекается большее количество участников в процесс торговли.

Вместе с тем развитие рынка происходит под влиянием ряда факторов, существенно тормозящих этот процесс и снижающих возможности интенсификации эффективного развития. К числу таких факторов, по мнению автора, можно отнести следующие:

- 1) низкий уровень капитализации отечественных компаний;
- 2) высокая концентрация торговых операций в ограниченном числе рыночных инструментов;
- 3) незначительный объем акций, находящихся в свободном обращении;
- 4) низкий уровень развития институциональных инвесторов и неэффективность управления их активами;
- 5) низкий уровень инвестиционной активности частных инвесторов;
- 6) низкий уровень защиты прав инвесторов на рынке ценных бумаг;

7) неэффективная инфраструктура фондового рынка, повышающая издержки участников торгов;

8) неинвестиционное использование средств, привлекаемых в ходе размещения ценных бумаг.

Наиболее существенным фактором, свидетельствующим о диспропорциях в развитии отечественного фондового рынка, является концентрация финансовых ресурсов в ограниченном числе финансовых активов. Так, по отчетным данным группы РТС и ММВБ, в 2006 г. более 90% от общего объема торгов приходилось на 10 рыночных инструментов. 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, в то время как, например, в Китае их число составляет 1421, в Индии – 1156.

Россия отстает от развивающихся стран и по такому показателю, как уровень free-float – находящихся в свободном обращении акций, принадлежащих контролирующим акционерам. По некоторым данным этот показатель в России составляет немногим более 20%, в то время как, например, в Польше free-float составляет 37,2%, в Тайване – 65,3%, в Бразилии – 44,1% [1].

Одной из важнейших причин сложившейся ситуации является тот факт, что в настоящее время основную группу инвесторов на российском рынке ценных бумаг составляют институциональные инвесторы, к числу которых можно отнести, в первую очередь, банки, страховые компании, негосударственные пенсионные фонды, паевые инвестиционные фонды, а также управляющие компании, осуществляющие доверительное управление средствами пенсионных накоплений в рамках обязательного пенсионного страхования. Большинство из указанных инвесторов законодательно ограничены в потенциальных направлениях вложения ресурсов, находящихся в управлении, то есть государственное регулирование институциональных инвесторов в значительной степени способствует ограниченности объектов инвестирования и созданию предпосылок сверхконцентрации финансовых ресурсов в ограниченном количестве финансовых активов.

Ограничивает уровень развития фондового рынка и тот факт, что сектор коллективного инвестирования, прежде всего паевых инвестиционных фондов, в России в настоящее время значительно отстает от подавляющего большинства зарубежных фондовых рынков. Уровень развития открытых и интервальных фондов отражает недостаточность участия сбережений населения в инвестициях и капитализации российских компаний. По показателю прироста числа работающих фондов Россия в настоящее время опережает большинство развитых стран, но абсолютный прирост числа работающих фондов не отражает эффективного функционирования институтов коллективного инвестирования.

За три с половиной года число ПИФов возросло на 784, или в 4 раза. Потенциал роста

отрасли коллективных инвестиций за счет дальнейшего увеличения числа фондов является невысоким, поскольку эффективность функционирования ПИФов отражает не число работающих ПИФов, а такие показатели, как соотношение стоимости чистых активов к ВВП, средняя величина фондов, а также средняя величина счетов в ПИФах. По этим показателям Россия существенно отстает от большинства интенсивно развивающихся рынков. Наиболее значительным является отставание по показателю среднего размера фонда. Для сравнения: средний размер фонда в странах с наиболее развитыми институтами коллективного инвестирования (США, Великобритания, Италия и др.) более чем в 20 раз превышает средний размер фонда в России. Аналогичный показатель для Польши выше российского в 10 раз, Венгрии – в 5 раз, Турции – в 4 раза [2].

Дальнейшее увеличение количества фондов с низким уровнем активов может повлечь рост системных рисков отрасли, поскольку фонды с низкой стоимостью чистых активов в большей степени подвержены риску неэффективного управления и нарушения интересов инвесторов.

Следовательно, становится очевидной необходимость принятия мер, в том числе и регулятивного воздействия, стимулирующих повышение средней стоимости активов паевого инвестиционного фонда. В то же время государственное регулирование с точки зрения повышения эффективности функционирования коллективных инвесторов ограничено, поскольку на инвестиционную активность населения в значительной степени влияют такие факторы, как размер реальных доходов, уровень благосостояния, склонность к сбережениям и, что немаловажно, уровень экономической грамотности. Общим для этих факторов является то, что они мало подвержены влиянию мер государственного регулирования на рынке ценных бумаг. Вместе с тем в настоящее время со стороны органов регулирования наблюдаются определенные действия, направленные на совершенствование структуры активов паевых инвестиционных фондов.

В тесной взаимосвязи с уровнем развития коллективных инвесторов находится такой показатель, как уровень участия населения в работе фондового рынка. Низкий уровень инвестиционной активности населения является существенным фактором, ограничивающим полноценное развитие не только инструментов коллективного инвестирования, но и фондового рынка в целом. Непосредственное участие в торговле принимает 0,6% от экономически активного населения страны. С учетом лиц, участвующих в паевых инвестиционных фондах, только 3% экономически активного населения реализует возможности по инвестиционному использованию собственного капитала¹.

В то же время по состоянию на 1 января 2008 г. в банковских вкладах размещено более 4,8 трлн руб. российских граждан. При этом характерно, что наиболее значительная часть рублевых вкладов размещается на срок от 1 до 3 лет [3]. Следовательно, население имеет реальные возможности увеличить емкость фондового рынка более чем на 4 трлн руб., при этом более 60% средств могут инвестироваться на относительно длительное время. Но даже если государство имеет возможность оказывать влияние на уровень доходов населения, тем самым косвенно воздействуя на его инвестиционную активность, это еще не решает проблемы низкого уровня интереса населения России к рыночным механизмам инвестирования в ценные бумаги. Можно предположить, что на уровень инвестиционной активности населения оказывает влияние и ряд других факторов. К таковым можно отнести, например: 1) уровень финансовой грамотности населения и уровень их знаний о своих правах как инвестора; 2) эффективность системы доступа к торгам; 3) эффективность налогового режима; 4) эффективность защиты прав населения как инвестора и др. На повышение уровня экономической активности населения на фондовом рынке России органы государственного регулирования должны оказывать, прежде всего,

через создание эффективного налогового режима, повышение уровня защиты прав интересов инвесторов на рынке ценных бумаг. Оказывать влияние на другие факторы государство практически не может.

Еще одним фактором, свидетельствующим о диспропорциях в развитии фондового рынка России, является структурная сегментация эмитентов по сферам деятельности. В России нефтегазовый сектор оказывает преобладающее влияние на структуру рынка. В определенной степени низкий уровень free-float связан с тем, что нефтегазовый сектор, формирующий наиболее значительную часть российского фондового рынка, сосредоточен в собственности государства. Государство имеет возможность частично решить проблему низкого уровня free-float, предложив широкому кругу инвесторов часть активов в виде ценных бумаг, принадлежащих государству. Кроме того, расширение круга торгуемых активов частично может быть достигнуто за счет прямых мер государственного регулирования.

В частности, в последние годы в центре внимания ФСФР России были прежде всего вопросы, связанные с расширением спектра инвестиционных инструментов на российском финансовом рынке.

Наиболее существенным вкладом регулирующих органов в расширении спектра обращающихся ценных бумаг стало внесение ряда поправок в законодательство по ценным бумагам, коснувшихся либерализации механизма проведения эмиссии ценных бумаг и сокращения транзакционных издержек компаний при ее проведении. Изменения, внесенные в законодательство, позволили существенно сократить процедуру проведения первичных размещений акций (ИПО) более чем в два раза. Они также позволили в значительной степени увеличить доходы эмитента и снизить сопутствующие риски.

Но при этом следует отметить, что положительный эффект, на который рассчитывали инициаторы законопроектов, достигнут в настоящее время лишь частично. Если рассматривать количественные показатели, то можно

¹ Рассчитано по данным: www.micex.ru; www.nlu.ru

заклучить, что 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 15. В настоящее время можно говорить о "буме IPO" – в 2007 г. свои акции предложили 27 компаний на сумму порядка 18,84 млрд долл., в результате чего Россия вышла на четвертое место в мире по IPO после Китая, США и Великобритании [4].

Вместе с тем при анализе качественных изменений, произошедших на российском фондовом рынке, становится очевидным ряд проблем, снижающих эффект от мер государственного регулирования в области IPO. Несмотря на поправки в законодательстве, направленные на возвращение ликвидности на внутренний рынок, ограничивающие инициативу российских эмитентов по размещению своих акций за рубежом, это еще не означает принципиального решения проблемы. Одной из наиболее существенных причин, вынуждающих эмитентов осуществлять IPO за рубежом, является недостаточная емкость внутреннего рынка. Недостаточный интерес инвесторов к IPO, а также их низкие инвестиционные возможности и сопряженные с ними для эмитента риски вынуждают последнего обращаться для проведения IPO на зарубежные рынки. Емкости же российского фондового рынка недостаточно для того, чтобы обеспечить инвестиционными ресурсами значительный объем первичных размещений. Наглядным свидетельством этой ситуации являются результаты IPO Сбербанка. В результате размещения акций только на территории России и ограниченного доступа нерезидентов к процессу первичного размещения Сбербанк "недобрал" 5–7 млрд долл. При этом следует учитывать, что Центральный банк воспользовался преимущественным правом выкупа части акций; без этого результаты размещения были бы еще ме-

нее впечатляющими. Таким образом, Центральный банк при проведении IPO Сбербанка обеспечил 34,4% от стоимости размещения².

Наиболее серьезным фактором, свидетельствующим о низкой эффективности принятых законодательных изменений, является непроизводительное использование привлекаемых ресурсов. Рост фондового рынка и привлечение значительного объема финансовых ресурсов в идеале должны способствовать росту инвестиций и экономическому подъему. Однако для этого привлекаемые компаниями средства в процессе IPO должны становиться реальными инвестициями. На практике реального увеличения капитальных вложений практически не происходит. Подтверждением этого является тот факт, что из более чем 18 млрд долл., привлеченных в результате эмиссии акций в 2006 г., менее 15% были направлены на инвестиции, а средства, полученные от размещения облигаций, – в объеме 0,4%.

По мнению автора, декларируемая при проведении IPO цель – инвестиционные проекты – на самом деле предполагает финансирование практики слияний и поглощений, на что направлены усилия многих российских крупных компаний. По некоторым данным в 2006 г. было заключено не менее 345 сделок слияний и поглощений на сумму более 40 млрд долл. Так, например, в марте 2007 г. прошло размещение акций ОГК-3 по цене 0,17 долл. за акцию и в объеме 37,9% от уставного капитала, при этом единственным покупателем стал "Норильский никель", выкупивший все эмиссии за 3,1 млрд долл. Таким образом, можно сделать вывод, что основная часть полученных средств используется не для развития бизнеса, а для нового перераспределения собственности, изменения структуры акционерного капитала (как в случае со Сбербанком) и проч.

Подводя итоги, можно отметить, что на большинство факторов, препятствующих эффективному развитию отечественного фондо-

² Источник: www.offerings.ru

вого рынка, государство может оказывать влияние через меры косвенного и прямого воздействия. В связи с этим вектор дальнейшей работы законодателей должен быть направлен на формирование благоприятного налогового режима, создание правовой базы расширения числа торгуемых инструментов, а также условий для повышения эффективности использования ресурсов, привлекаемых путем размещения акций.

Список литературы

1. Лансков П., Гусов О., Лансков Д. Неидеальные черты фондового рынка России // Рынок ценных бумаг. – 2007. – № 17. – С. 31.
2. Идеальная модель фондового рынка России на среднесрочную перспективу (до 2015 года). Концепция НАУФОР. – М.: НАУФОР. – С. 112.
3. Бюллетень банковской статистики. – 2008. – № 6. – С. 106.
4. Абрамов А., Радыгин А. Финансовый рынок России в условиях государственного капитализма // Вопросы экономики. – 2007. – № 6. – С. 40.

В редакцию материал поступил 01.09.08.
