

ФИНАНСОВЫЕ РЫНКИ

А. И. ВострокнUTOва

докт. экон. наук, профессор кафедры финансов Санкт-Петербургского государственного университета экономики и финансов

РОССИЙСКИЙ ФОНДОВЫЙ РЫНОК: ТЕКУЩЕЕ СОСТОЯНИЕ И НОВЫЕ ВОЗМОЖНОСТИ

По истечении 15 лет с начала формирования российского фондового рынка можно уверенно сказать, что российский фондовый рынок существует и так или иначе выполняет в экономике свои основные функции: инвестиционную, передачи права собственности на бизнес, регулятивную, информационную, повышения ликвидности долга¹. За этот сравнительно короткий период в основном сформированы регулятивные основы российского фондового рынка; появилась инфраструктура в виде организованных торговых площадок, учреждений учета прав собственности на ценные бумаги, их перехода от собственника к собственнику и органы регулирования и контроля; сформировались профессионалы фондового рынка; введены в обращение многие финансовые инструменты в виде ценных бумаг; хозяйствующие субъекты и многие физические лица приобрели культуру использования ценных бумаг для решения проблем инвестиционного и финансового характера.

Но формирование российского фондового рынка — это только одна часть задачи, которая стоит перед страной в период рыночных преобразований. Другая часть заключается в обеспечении полноценной интеграции российского фондового рынка в международный рынок капитала. Если в предыдущие годы основные усилия властей были направлены на решение первой части задачи формирования российского фондового рынка, то теперь акцент смещается в сторону решения проблемы интеграции. Именно эта глобальная задача ставится Правительством РФ в Стратегии развития российского финансового рынка в 2006—2008 гг.²

В этой связи возникает потребность в получении объективных характеристик развития российского фондового рынка, оценки его масштабов и степени соответствия потребностям экономики страны, а также в проведении сопоставительных оценок развитости российского фондового рынка и аналогичных рынков других стран. Такого рода анализ позволит также ответить на вопрос о наиболее острых проблемах российского фондового рынка и о наиболее перспективных направлениях его ближайшего развития.

Фондовый рынок является частью всего финансового рынка страны, поэтому его развитие происходит параллельно с развитием всех сегментов финансо-

¹ О функциях фондового рынка см. (Финансы, 2006, с. 322).

² Стратегия развития финансового рынка Российской Федерации на 2006—2008 гг. Утверждена распоряжением Правительства Российской Федерации от 1 июня 2006 г. № 793-р.

вого рынка. Масштабы развития отдельных сегментов российского финансового рынка за последние шесть лет представлены в табл. 1. Особого внимания заслуживает корпоративный сектор финансового рынка. За 6-летний период он показал впечатляющий рост более чем в 10 раз, достигнув к началу 2007 г. объема почти в 1,5 трлн долл. Общий объем корпоративного и государственного секторов российского финансового рынка к началу 2007 г. превысил отметку в 1,5 трлн долл. и достиг 1,5033 трлн долл.

Рынок акций по своей рыночной капитализации вплотную приблизился к триллиону долларов. Существенных объемов в 2006 г. достиг рынок банковских кредитов (336,8 млрд долл.). Впервые рынок корпоративных облигаций по своему объему превысил рынок государственных ценных бумаг 120,2 млрд долл. против 76,3 млрд долл. Отметим, что это превышение наблюдается, даже если рассматривать только сегмент корпоративных еврооблигаций (85,5 млрд долл.).

Таблица 1

Капитализация основных сегментов российского финансового рынка, млрд долл.

Инструменты российского финансового рынка	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Корпоративный сектор финансового рынка, всего	134,6	187,5	313,6	483,0	801,0	1427,0
Банковские кредиты	49,3	64,8	86,0	147,0	144,0	336,8
Инструменты фондового рынка, всего	85,3	122,7	227,6	336,0	657,0	1090,2
В том числе:						
акции	81,4	114,7	213,0	242,0	531,0	970,0
внутренние корпоративные облигации	2,2	3,4	5,2	10,0	34,3	34,7
корпоративные еврооблигации	1,7	4,6	9,4	21,0	16,0	85,5
Инструменты государственного долга, всего	50,6	53,0	56,0	63,0	75,7	76,3
В том числе:						
ГКО—ОФЗ	5,3	6,8	9,8	20,0	39,1	39,5
государственные еврооблигации	35,3	36,9	37,2	36,0	30,9	31,9
ОВГВЗ и ОГВЗ	10,0	9,3	9,0	7,0	5,7	4,9

И с т о ч н и к. Рассчитано по данным ФСФР, Минфина России, ЦБ РФ.

Представляет интерес рассмотрение темпов прироста отдельных сегментов финансового рынка (табл. 2). За прошедшие пять лет устойчивый рост продемонстрировал корпоративный сектор финансового рынка в целом, фондовый рынок в его составе. Рынок государственного долга незначительно изменял свои объемы, за 2006 г. он имел почти нулевой прирост (0,9%). Лидерами роста оказались банковский сегмент, на котором спад 2005 г. (–2%) сменился значительным ростом в 2006 г. (133,4%), и рынок корпоративных еврооблигаций, увеличивший свои объемы в 2006 г. на 434%. Здесь следует сопоставить темпы роста рынков корпоративных рублевых и валютных облигаций: рост рынка рублевых корпоративных облигаций в 2006 г. практически остановился на фоне стремительного роста рынка корпоративных еврооблигаций.

Весь корпоративный сектор финансового рынка, показывая устойчивый рост, довольно значимо меняет свою структуру (табл. 3). Если в 2001 г. на долю фондового рынка приходилось лишь 63,4%, то в 2006 г. его доля превысила три четверти и составила 76,4%.

По рыночной капитализации сегмент рынка акций является наиболее значимым, поэтому следует рассмотреть детальней его развитие и динамику последних изменений. Наиболее информативными объемными характеристиками для

фондового рынка являются показатели рыночной капитализации и объема торгов. Причем соотношение показателя рыночной капитализации и объема торгов характеризует также и ликвидность рынка. Динамика рыночной капитализации и объема торгов рынка акций за период с 1995 по 2006 г. представлена в табл. 4. За весь период существования российского рынка акций его капита-

Таблица 2

Годовые темпы прироста капитализации основных сегментов российского финансового рынка, %*

Инструменты российского финансового рынка	2002	2003	2004	2005	2006
Корпоративный сектор финансового рынка, всего	39,3	67,3	54,0	65,8	78,2
Банковские кредиты	31,4	32,7	70,9	-2,0	133,9
Инструменты фондового рынка, всего	43,8	85,5	47,6	95,5	65,9
В том числе:					
акции	40,9	85,7	13,6	119,4	82,7
внутренние корпоративные облигации	54,5	52,9	92,3	243,0	1,2
корпоративные еврооблигации	170,6	104,3	123,4	-23,8	434,0
Инструменты государственного долга, всего	4,7	5,7	12,5	20,1	0,9
В том числе:					
ГКО — ОФЗ	28,3	44,1	104,1	95,5	1,2
государственные еврооблигации	4,5	0,8	-3,2	-14,2	3,2
ОВГВЗ и ОГВЗ	-7,0	-3,2	-22,2	-18,6	-14,0

* Рассчитано автором.

Таблица 3

Динамика изменения структуры корпоративного сектора российского финансового рынка, %*

Сегменты корпоративного сектора российского финансового рынка	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Банковские кредиты	36,6	34,6	27,4	30,4	18,0	23,6
Инструменты фондового рынка	63,4	65,4	72,6	69,6	82,0	76,4

* Рассчитано автором.

Таблица 4

Общая характеристика российского рынка акций

	1995	1997	1999	2001	2003	2004	2005	2006
Индекс РТС (пт.; 1.09.95 г. — 100 пт.)	100	572	98	189	350	680	1277	1900
Капитализация организованных и биржевых рынков акций, млрд долл.	5—8	60—65	20	46	77	242	531	970
Годовой объем торгов акциями, млрд долл.	0,2	17,0	5,7	23,5	34,0	120	155	567
Количество эмитентов на организованных рынках, ед., всего	70—80	260—300	350—400	300—350	380—420	900—1000	1000—1100	1500—2000
То же в котировальных листах		100—120	50—60	30—35	35—40	40—55	50—70	70—100

И с т о ч н и к. Составлено по данным ФКЦБ, ФСФР, РТС, ММВБ, Я. Миркина, Б. Рубцова (www.fcsm.ru; www.rts.ru; www.micex.ru; Миркин, 2002; Рубцов, 2007).

лизация выросла с 8 млрд долл. в 1995 г. и 20 млрд долл. в посткризисном 1999 г. до почти триллиона долларов в 2006 г.

Годовые объемы торговли российскими акциями росли примерно такими же темпами, но по сравнению с рыночной капитализацией их уровень еще недостаточен, что свидетельствует о низкой ликвидности рынка, несмотря на хорошие показатели роста рыночной капитализации.

Важнейшей характеристикой рынка акций является фондовый индекс. В табл. 4 и на рис. 1 приведена информация о фондовом индексе РТС. Рассматривается именно этот индекс, так как он обладает наиболее длительной историей и считается инвестиционным сообществом главным фондовым индексом РФ. Рис. 1 показывает увеличение темпов роста индекса в 2005—2006 гг. К началу 2007 г. индекс РТС приблизился к отметке 2000 пунктов, а в первом квартале 2007 г. превысил это значение. Среднегодовая доходность по индексу РТС за 2005 г. составила 83,3% годовых, а за 2006 г. — 61%.



Рис. 1. Динамика фондового индекса РТС¹

Позитивные изменения наблюдались также и в развитии организованной торговли ценными бумагами. Значимо увеличилось и количество эмитентов, чьи акции обращаются на организованных фондовых площадках, а также выросло количество акционерных обществ, акции которых включены в биржевые котировальные списки. Это способствует повышению надежности российского фондового рынка, а также объективности фондовых показателей.

Главная функция рынка акций — инвестиционная — выполняется не вторичным, а первичным рынком. Все рассмотренные ранее характеристики касаются обоих сегментов, и первичного, и вторичного. Закономерностью формирования новых фондовых рынков является то, что начало этого формирования может быть связано только со вторичным рынком. Это наблюдается и на отечественном фондовом рынке: сначала был сформирован и развит сегмент вторичного рынка, затем возник первичный. Возможность зарождения первичного рынка возникает только тогда, когда вторичный рынок приобретет достаточную капитализацию, чтобы акционерные общества имели возможность привлекать собственный капитал без существенной потери корпоративного контроля путем проведения первичной эмиссии акций IPO (*Initial Public Offering*).

¹ График составлен фондовой биржей РТС, www.rts.ru.

Такая возможность появилась на российском рынке акций в 2003 г., когда российскими компаниями были проведены первые IPO. В 2006 г. российскими компаниями посредством IPO было привлечено 17,8 млрд долл. За первую половину 2007 г. объем IPO уже превысил годовой показатель 2006 г.¹

Детальный анализ динамики курсов акций и соответственно рыночной капитализации компаний в 2006 г. позволил выявить новую тенденцию. Если раньше лидерами роста являлись акции высоколиквидных компаний, то в 2006 г. первенство перешло к акциям компаний «второго эшелона» (см. рис. 2, 3). Абсолютным лидером роста является ОАО «Челябинский цинковый завод», рост курсов его акций достиг 1090% годовых (рис. 3). Это объясняется отчасти благоприятной конъюнктурой сырьевых рынков, отчасти высокими финансовыми результатами в течение года.

Новой тенденцией является и изменение соотношения между темпами роста рынка в целом и курсов акций отдельных компаний. Так, в 2006 г. рост курсов

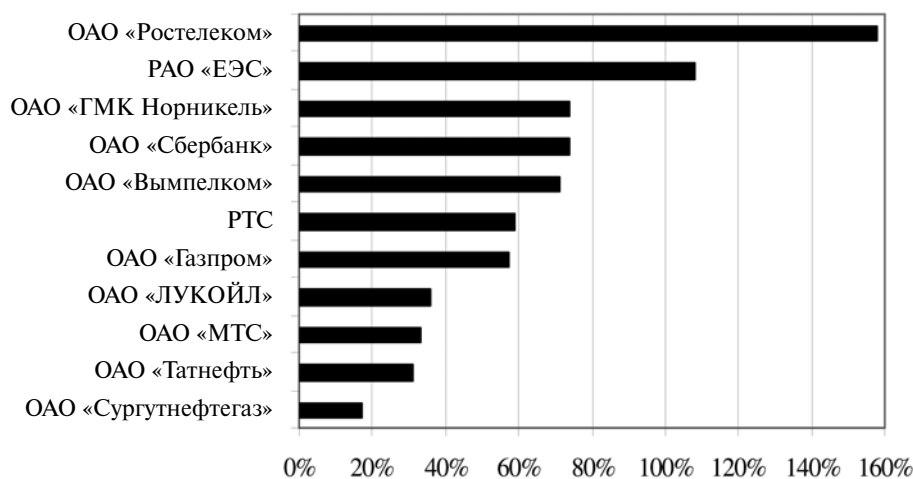


Рис. 2. Доходности ведущих российских компаний в 2006 г.²

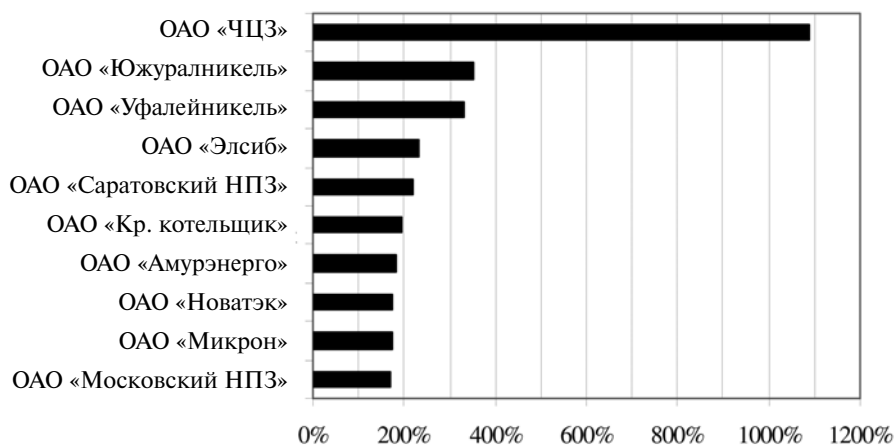


Рис. 3. Доходности акций компаний второго эшелона в 2006 г.³

¹ Данные Банка Москвы — www.mmbank.ru.

² Построено по данным Банка Москвы — www.mmbank.ru.

³ Построено по данным Банка Москвы.

акций крупнейших нефтяных компаний оказался ниже, чем рост рынка в целом. Это связано с тем, что российские нефтяные компании приблизились по своей капитализации к показателям их фундаментальной стоимости. Но, как видно из рис. 4, рост их капитализации продолжается. Теперь среди них выделился новый лидер по рыночной капитализации — ОАО «НК Роснефть». После приобретения основного актива ОАО «ЮКОС» — ОАО «Юганскнефтегаз» — ОАО «НК Роснефть» стала крупнейшей российской нефтяной компанией, обогнав по рыночной капитализации ОАО «ЛУКОЙЛ», ОАО «Сургутнефтегаз» и ОАО «ЮКОС» (рис. 4).

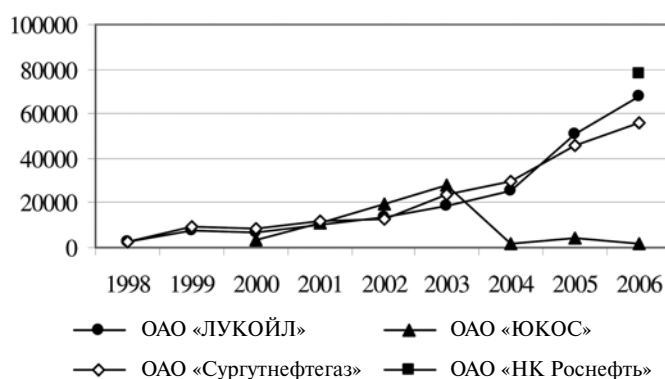


Рис. 4. Динамика рыночной капитализации ведущих российских нефтяных компаний, млн долл.¹

Существенные перемены наблюдались в 2006 г. в структуре рыночной капитализации российских компаний (рис. 5). Количество компаний, чья рыночная капитализация более 50 млн долл., но ниже 1 млрд долл., выросло до 265 против 233 в 2005 г. Почти в 2 раза увеличилось количество российских компаний, чья рыночная капитализация превышает 1 млрд долл.: 58 в 2005 г. и 94 в 2006 г.

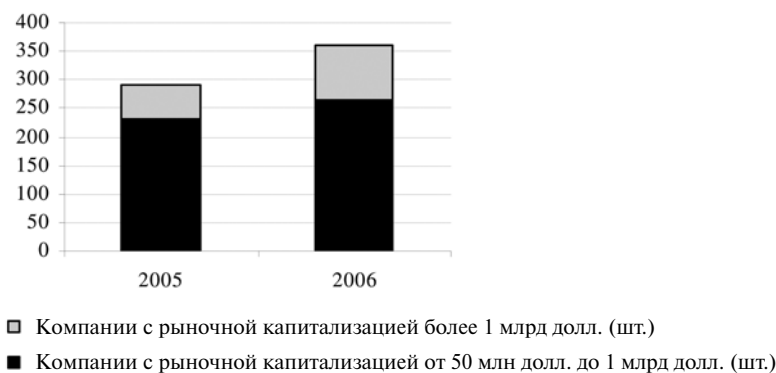


Рис. 5. Структура рыночной капитализации крупнейших российских компаний в 2006 г.²

По-прежнему весьма значительна концентрация рыночной капитализации. В табл. 5 представлены данные по рыночной капитализации 10 крупнейших российских компаний. Они свидетельствуют о том, что на долю этих компаний приходится две трети капитализации всего российского рынка акций.

¹ Построено по данным Российской торговой системы — www.rts.ru.

² Построено по данным ИК «Брокеркредитсервис» — www.bks.ru

Таблица 5

Структура рыночной капитализации российских компаний на конец 2006 г.

Компания	Рыночная капитализация, млрд долл.	Доля в общей капитализации, %
ОАО «Газпром»	264,698	7,29
ОАО «НК Роснефть»	79,232	8,17
ОАО «ЛУКОЙЛ»	68,028	7,01
ОАО «Сбербанк»	63,374	6,53
ОАО «Сургутнефтегаз»	50,330	5,19
РАО «ЕЭС»	41,908	4,32
ОАО «ГМК Норникель»	27,812	2,87
ОАО «Газпром Нефть»	21,653	2,23
ОАО «МТС»	16,862	1,74
ОАО «НЛМК»	13,584	1,40
<i>Сумма по 10 компаниям</i>	<i>647,481</i>	<i>66,75</i>
<i>Остальные</i>	<i>322,519</i>	<i>33,25</i>
Всего	970,000	100,00

И с т о ч н и к. Рассчитано по данным Российской торговой системы — www.rts.ru.

Рассмотренные выше характеристики российского рынка акций демонстрируют его прогресс с микроэкономических позиций. Ответить на вопросы соответствия российского рынка акций масштабам экономики или среднемировым показателям невозможно, не изучив динамику его развития с макроэкономической точки зрения. Для этой цели проведем сопоставление капитализации российского рынка акций с аналогичными рынками некоторых стран, отобранных по принципу ближайшего соседства или сходства по проводимым правительствами рыночных преобразований. Результаты такого сопоставления приведены в табл. 6.

Таблица 6

Сопоставление капитализаций рынков акций отдельных стран, млрд долл.

Страна	1995	1997	1999	2000	2002	2004	2005	2006	Годовой прирост за 2006 г., %
Финляндия	44,1	73,3	149,4	293,6	180,8	170,3	202,0	227,2	12,48
Турция	20,8	61,1	56,0	69,7	47,1	98,3	161,5	162,3	0,50
Польша	4,6	12,1	21,7	31,4	25,0	71,1	93,6	149,0	59,19
Венгрия	2,4	15,0	14,1	11,9	10,1	28,7	32,5	41,9	28,92
Чехия	15,7	12,8	12,0	9,7	8,9	30,9	36,8	48,6	32,07
<i>Россия</i>	<i>15,9</i>	<i>128,2</i>	<i>41,4</i>	<i>38,9</i>	<i>114,7</i>	<i>242,0</i>	<i>531,0</i>	<i>970,0</i>	<i>82,67</i>

И с т о ч н и к. Составлено по данным ФСФР РФ — www.fcsm.ru и Всемирного банка — www.worldbank.org.

В посткризисный период вплоть до 2004 г. российский рынок по капитализации не превышал рынка Финляндии. Начиная с 2004 г. и в последующие годы российский рынок опередил рынок Финляндии и к концу 2006 г. превзошел его в 4 раза (970 млрд долл. против 227 млрд. долл.). Из рассмотренных стран в 2006 г. российский рынок продемонстрировал самый высокий темп роста (82,67% против 59,19% в Польше, 32,07% в Чехии, 28,92% в Венгрии, 12,48% в Финляндии, рынок Турции практически не вырос — 0,5%).

Стремительное увеличение капитализации российского рынка акций, к сожалению, не сопровождалось аналогичными успехами в области его ликвидности (табл. 7). По показателю ликвидности (отношение годовых оборотов торгов-

Таблица 7

Отношение годовых оборотов торгов к рыночной капитализации, %

Страна	2004	2005	2006
Финляндия	131,4	130,9	...
Турция	149,1	124,5	...
Польша	22,9	32,7	...
Венгрия	46,7	74,2	...
Чехия	65,4	112,0	...
<i>Россия</i>	<i>39,8</i>	<i>35,1</i>	<i>58,5</i>

И с т о ч н и к. Составлено по данным РТС и ММВБ, (Рубцов, 2007).

ли акциями к рыночной капитализации) российский рынок уступал в 2004—2005 гг. рынкам всех стран, кроме Польши. Высока вероятность того, что низкая ликвидность российского рынка сохранится. По результатам 2006 г. показатель ликвидности для российского рынка акций изменился в позитивную сторону, но недостаточно: 58,5% против 35,1% в 2005 г.

Особый интерес представляет сопоставление капитализаций мирового рынка, фондовых рынков ведущих стран и российского рынка. Такое сопоставление проведено в табл. 8. Среди ведущих стран неоспоримое первенство принадлежит фондовому рынку США, на его долю приходилось до 2005 г. более 40% капитализации мирового фондового рынка. В 2005 г. впервые доля фондового рынка США в мировом снизилась до величины, меньшей, чем 40% (39,6%), а в 2006 г. понизилась до отметки 36,12%.

Таблица 8

Капитализации ведущих фондовых рынков мира и российского их доли в капитализации мирового фондового рынка, млрд долл.

Страна	1999	1999 (%)	2003	2003 (%)	2004	2004 (%)	2005	2005 (%)	2006	2006 (%)
Весь мир	72047	100,00	33000	100,00	32436	100,00	42932	100,00	51225	100,00
США	33469	46,45	17160	52,00	14266	43,98	17000	39,60	18500	36,12
Япония	11119	15,43	2838	8,60	3040	9,37	4573	10,65	н/д	н/д
Германия	3943	5,47	990	3,00	1079	3,33	1221	2,84	н/д	н/д
Великобритания	4348	6,03	3300	10,00	2412	7,44	3058	7,12	н/д	н/д
Франция	2919	4,05	1320	4,00	1356	4,18	1713	3,99	н/д	н/д
Прочие	16249	22,55	7392	22,40	10016	30,88	14836	34,56	н/д	н/д
Россия	41,4	0,06	228	0,69	242	0,75	531	1,24	970	1,89

И с т о ч н и к. Составлено по данным Всемирного банка.

Вторым по капитализации фондовым рынком мира является рынок Японии. Российский рынок по своей капитализации занимает весьма скромное место: менее 1% от мирового до 2005 г., 1,24% в 2005 г. и 1,89% в 2006 г. Конечно, это связано не только с относительной «молодостью» российского рынка акций, но и с масштабами отечественной экономики. Для того чтобы ответить на вопрос, какая капитализация российского рынка соответствует масштабам экономики страны, проведем сначала среднемировые сопоставления.

В табл. 9 сопоставлены показатели мирового ВВП и капитализации мирового рынка акций. Нетрудно убедиться в том, что в отдельные годы мировой рынок акций в 2 раза превосходил по своей капитализации размер мирового ВВП

Таблица 9

Объемы мирового рынка акций и мирового ВВП

Показатель	1998	2004	2005	2006
Капитализация мирового рынка акций (трлн долл.)	60	32	43	51
Мировой ВВП (трлн долл.)	30	40	44	48
Отношение капитализации к ВВП (%)	200	80	98	106

И с т о ч н и к. Рассчитано по данным Всемирного банка.

(см. 1998 г.). Но в последние три года соотношение между этими показателями незначительно колебалось вокруг 100%. Таким образом, по среднемировым соотношениям рынок акций примерно совпадает по своей капитализации с ВВП.

Для российского рынка соотношение между капитализацией рынка акций и размером ВВП приведено в табл. 10. В течение последних пяти лет российский рынок акций увеличивал свою капитализацию более высокими темпами, чем рос ВВП — от 33,32% в 2002 г. до 98,38% в 2006 г. Таким образом, на среднемировые масштабы российский рынок акций вышел к концу 2006 г. Это позволяет сделать вывод о том, что по среднемировым масштабам российский рынок акций в текущий момент соответствует уровню развития экономики страны.

Таблица 10

Сопоставление капитализации российского рынка акций и ВВП

Показатель	2002	2003	2004	2005	2006
Капитализация рынка акций (трлн долл.)	0,115	0,228	0,242	0,531	0,97
ВВП (трлн долл.)	0,3451	0,4301	0,5827	0,7554	0,986
Отношение капитализации к ВВП (%)	33,32	53,01	41,53	70,29	98,38

И с т о ч н и к. Рассчитано по данным ФСФР и Всемирного банка.

По показателю отношения рыночной капитализации к ВВП российский рынок акций превзошел ориентиры, зафиксированные в Стратегии развития финансового рынка Российской Федерации на 2006–2008 гг. В ней предполагалось, что на показатель 70% российский рынок акций выйдет только к началу 2009 г.

Представляет интерес проведение аналогичного анализа и для рынков акций рассмотренных ранее стран. Результаты такого анализа приведены в табл. 11. Из соседних стран только Финляндия имеет рынок акций с капитализацией, близкой к среднемировому показателю. У Турции, Польши, Венгрии и Чехии этот показатель не достигает даже уровня в 50%.

Таблица 11

Отношение капитализации рынков акций к ВВП, %

Страна	2005	2006
США	136,67	121,2
Финляндия	99,0	108,5
Турция	44,5	40,3
Польша	30,0	44,0
Венгрия	29,5	37,1
Чехия	29,21	34,3
Россия	70,29	98,38

И с т о ч н и к. Рассчитано по данным Всемирного банка.

Ключевую роль в формировании фондового рынка играет развитие его инфраструктуры. Инфраструктура современного российского фондового рынка представлена участниками рынка, правилами и механизмами, регулируемыми взаимоотношения между участниками по поводу выпуска и обращения ценных бумаг. Участниками российского фондового рынка являются юридические, физические лица и органы государственной власти различных уровней. Особую категорию среди участников составляют профессионалы фондового рынка, к которым относятся компании, имеющие одну или более лицензий на право заниматься профессиональным видом деятельности. Динамика выдачи и виды профессиональных лицензий российского фондового рынка представлены в табл. 12. Лицензии на право заниматься брокерской, дилерской деятельностью и деятельностью по управлению ценными бумагами в Российской Федерации получают в основном коммерческие банки и инвестиционные (финансовые, брокерские) компании. Клиринговая, депозитарная, регистраторская и организаторская деятельности выполняются специализированными организациями.

Таблица 12

Количество действующих лицензий на различные виды профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг Российской Федерации

Вид профессиональной деятельности	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2005	2006
Брокерская	393	372	261	205	252	246	253	1392	1417
Дилерская	61	80	67	55	73	114	125	1420	1414
Деятельность по управлению ценными бумагами	0	11	16	43	68	127	135	1024	1093
Клиринговые организации	—	—	—	—	—	—	—	9	9
Депозитарии	—	—	—	513	—	—	737	757	748
Регистраторы	—	—	—	118	—	—	79	82	74
Организаторы торговли	—	—	—	—	—	—	—	5	5
Фондовые биржи	—	—	—	—	—	—	—	6	7

И с т о ч н и к. Составлено по данным ФСФР, ФКЦБ, (Миркин, 2007).

Достаточно активно в Российской Федерации в последние годы развивались инструменты коллективных инвестиций, в частности паевые инвестиционные фонды (ПИФы). Результаты их развития приведены в табл. 13.

Таблица 13

Коллективные инвестиции в форме ПИФов

Показатель	2003	2004	2005	2006
Количество ПИФов, шт.	154	296	371	652
Совокупная стоимость чистых активов, млрд долл.	2,5	4	6,8	19,3
Чистые активы открытых ПИФов, млрд долл.	0,31	0,520	1,42	4,25
Чистые активы интервальных ПИФов, млрд долл.	—	0,80	1,22	2,70
Чистые активы закрытых ПИФов, млрд долл.	—	2,68	4,16	12,35
Количество управляющих компаний, шт.	57	177	220	341
Число пайщиков, тыс. чел.	20	68	133,2	330
Доходность фондов акций, %	60	20	120	48,5
Доходность облигационных фондов, %	—	12	14	9,5
Доходность смешанных фондов, %	—	18	87	31,6

И с т о ч н и к. Составлено по данным Национальной лиги управляющих — www.nlu.ru. (Рубцова, 2007).

За последние три года количество паевых инвестиционных фондов в Российской Федерации увеличилось в 4 раза, совокупная стоимость чистых активов ПИФов выросла почти в 8 раз, от 2,5 млрд долл. в 2003 г. до 19,3 млрд долл. в 2006 г. Примерно в 6 раз выросло количество управляющих компаний, 341 в 2006 г., но особенно заметным был рост количества пайщиков ПИФов, так, на конец 2006 г. паи ПИФов принадлежали 330 тыс. пайщиков. Средние доходности ПИФов имеют различные значения в зависимости от специализации и зависят от рыночной конъюнктуры. Самую высокую доходность показали фонды акций, в 2005 г. она составила 120% годовых, что объясняется соответствующим ростом курсов акций на рынке. Если сопоставить объемы чистых активов российских ПИФов (табл. 13) и общую рыночную капитализацию фондового рынка (табл. 1), то можно убедиться в том, что масштабы развития коллективных инвестиций в Российской Федерации еще недостаточны.

Принятие в Российской Федерации законодательства по ипотечным ценным бумагам послужило толчком к развитию сравнительно нового для российского рынка механизма секьюритизации. 2006 г. оказался рекордным по количеству проведенных сделок секьюритизации: 11 сделок на общую сумму более 3,5 млрд долл. Данные по некоторым из этих сделок можно получить из табл. 14.

Таблица 14

Некоторые сделки секьюритизации с участием российских originаторов

Оригинатор	Дата закрытия сделки	Заявленная величина пула активов, млн долл.	Категория секьюритизированных активов
ОАО «Российские железные дороги»	30.03.2006	495,49	Поступления по договорам лизинга
Банк «Русский стандарт»	27.03.2006	359,19	Потребительские кредиты
Альфа-банк	28.03.2006	350	Диверсифицированные будущие платежные потоки
ОАО «Внешторгбанк»	18.07.2006	88,3	Жилищная ипотека
Городской ипотечный банк	10.08.2006	73,9	Жилищная ипотека
МДМ банк	23.10.2006	403,1	Автокредиты
Всего за 2006 г. (11 сделок)		3512,4	
ОАО «Газпром»	23.07.2004	1250	Будущие поступления от экспорта

И с т о ч н и к. По данным Национальной фондовой ассоциации — www.nfa.ru.

За всю историю российского фондового рынка крупнейшей по своему объему стала сделка секьюритизации, проведенная в 2004 г. ОАО «Газпром», ее объем 1250 млн долл. (табл. 14).

Важным сегментом на финансовом рынке является срочный рынок. Срочный рынок дает возможность инвесторам формировать более эффективные инвестиционные стратегии и снижать риски, связанные с их действиями на других сегментах финансового рынка. Поэтому ликвидный фондовый рынок не может существовать без достаточно развитого срочного рынка. Формирование ликвидного срочного рынка является одной из приоритетных задач, поставленных в Стратегии развития финансового рынка Российской Федерации в 2006–2008 гг.

До недавнего времени российский срочный рынок существовал исключительно номинально. В РТС и на ММВБ в срочных секциях находились в торгах по несколько фьючерсных и опционных контрактов, но ликвидность их была весьма низкой. В 2006 г. ситуация существенно изменилась. Особые изменения наблюдались на российском срочном рынке в 2007 г. (табл. 15). Так, в первую неделю октября 2007 г. в РТС находилось в обращении 84 фьючерсных контрак-

Таблица 15

Срочный рынок РТС

Фьючерсы (84 контракта)	Объем торгов, млн руб.	143 968,903
	Число сделок, ед.	275 372
	Объем открытых позиций, млн руб.	83 221,037
Опционы (60 контрактов)	Объем торгов, млн руб.	30 538,702
	Число сделок, ед.	8 888
	Объем открытых позиций, млн руб.	104 067,779
Всего	Объем торгов, млн руб.	174 507,605
	Число сделок, ед.	284 260
	Объем открытых позиций, млн руб.	187 288,816

И с т о ч н и к. По данным РТС за первую неделю октября 2007 г.

та и 60 опционных контрактов. Количество сделок за одну неделю составило более 284 тыс. контрактов, объем торговли более 174 млрд руб., что эквивалентно примерно 7 млрд долл.

Указанные цифры, конечно, впечатляют, но считать российский срочный рынок развитым не приходится. Чтобы убедиться в этом, достаточно сопоставить годовые обороты на рынке акций — 567 млрд долл. (табл. 4) и оценочные годовые обороты на рынке срочных контрактов — 350 млрд долл. На развитых фондовых рынках обороты на срочном рынке всегда превосходят обороты спотового рынка. В Российской Федерации пока наблюдается обратная картина, что свидетельствует о недостаточном развитии срочного рынка.

Подводя итог, можно констатировать, что российский фондовый рынок активно развивался, особенно успешно в последние три года. Уровень его развития, по крайней мере в объемном выражении, приблизился к среднемировому. На российском фондовом рынке имеется необходимое многообразие финансовых инструментов. Инфраструктура его в целом может считаться сформированной. Существенно повысилась инвестиционная и финансовая культура российских хозяйствующих субъектов. Фондовый рынок постепенно начинает выполнять свои основные функции. Но вместе с тем остается нерешенным целый ряд проблем, сопровождающих развитие отечественного фондового рынка.

Первая группа проблем связана с низкой капитализацией российских акционерных обществ, чьи акции хотя бы номинально присутствуют на организованных рынках. Для подавляющего большинства российских компаний коэффициент Тобина оказывается меньше единицы. Эта же проблема обусловлена и недостаточной ликвидностью российского рынка акций. Несмотря на то что по своей рыночной капитализации российский рынок достиг среднемировых масштабов, его потенциал наращивания капитализации еще далеко не исчерпан.

Отчасти проблема низкой капитализации связана с другой проблемой — сверхконцентрацией российского рынка акций. Выше было показано, что 66% капитализации всего российского рынка приходится на акции 10 компаний. Подавляющее большинство сделок купли/продажи совершается тоже с акциями этих компаний.

Третья группа проблем касается слабости первичного рынка акций. Поскольку именно первичный сегмент обеспечивает выполнение фондовым рынком его главной функции — инвестиционной, то его слабость свидетельствует о недостаточной вовлеченности рынка в процесс обеспечения финансирования инвестиций отечественными предприятиями.

Четвертая группа проблем касается недостаточной развитости срочного рынка. Развитый срочный рынок обеспечивает дополнительную инвестиционную привлекательность фондового рынка, поэтому его развитие в конечном итоге будет способствовать повышению ликвидности фондового рынка, а следовательно, повышению его капитализации и снижению концентрации.

Еще одна группа проблем связана с низкой активностью отечественных инвесторов и недостаточной развитостью внутреннего фондового рынка. На текущий момент около 40% оборотов по акциям российских эмитентов приходится на зарубежные рынки. На внутреннем рынке примерно половина сделок приходится на иностранных инвесторов. Это создает дополнительные риски устойчивости российского фондового рынка, связанные с возможностью массового исхода иностранных инвесторов с фондового рынка¹.

Во многом перечисленные проблемы связаны с несовершенством инфраструктуры российского фондового рынка, что повышает транзакционные издержки участников рынка. Использование нестандартной учетной системы и недостаточная сформированность нормативной правовой базы создают повышенный инфраструктурный риск для инвесторов. На фондовом рынке Российской Федерации отсутствует контроль за использованием инсайдерской информации, что допускает манипулирование рыночными ценами. По-прежнему законодательно не урегулированы отношения в сфере срочного рынка, что затрудняет использование производных финансовых инструментов российского срочного рынка для хеджирования.

Не способствует решению указанных проблем и несовершенство системы регулирования фондового рынка. В настоящий момент полномочия по регулированию деятельности на фондовом рынке распределены между несколькими ведомствами. Так, контроль и надзор за деятельностью небанковских организаций финансового рынка в основном осуществляются Федеральной службой по финансовым рынкам. Деятельность страховых организаций контролируется Федеральной службой страхового надзора. Деятельность пенсионных фондов — Министерством финансов Российской Федерации. Контроль за деятельностью коммерческих банков на фондовом рынке осуществляется Центральным банком Российской Федерации. К сожалению, до сих пор не достигнут необходимый уровень согласованности действий этих ведомств в решении проблемы регулирования фондового рынка.

Источники

Миркин Я. М. Рынок ценных бумаг России. Воздействие фундаментальных факторов, прогноз и политика развития. М., 2002.

Рубцов Б. Б. Современные фондовые рынки. М., 2007.

Финансы / под ред. М. В. Романовского, О. В. Врублевской, Б. М. Сабанти. М., 2006.

¹ Нечто подобное происходило на российском рынке акций и на государственном сегменте фондового рынка в 1998 г.