



АЛЕКСАНДР АБРАМОВ
советник по стратегии ООО «АТОН»,
профессор кафедры фондового рынка и рынка
инвестиций ГУ-ВШЭ

СТРАТЕГИЯ И ВЕКТОР ДВИЖЕНИЯ ФОНДОВОГО РЫНКА В РОССИИ

При чтении программных документов ФСФР России и НАУФОР, посвященных стратегии развития российского фондового рынка (РФР)¹, все чаще вспоминается известный монолог сатирика Михаила Жванецкого о простом обывателе, который никак не мог воспользоваться плодами побед развитого социализма. Помните, он все время переживал, что очередное достижение в обществе происходит всегда не в той точке пространства и времени, где он пребывает? Признаюсь, что меня стало посещать аналогичное чувство применительно к победам и планам роста финансового сектора. Будучи исследователем экономики, я попытался разобраться в том, что является источником таких впечатлений.

ПРОБЛЕМЫ ФИНАНСОВЫХ ПОТОКОВ

Рассмотрим структуру кредиторов и должников в России по итогам распределения валового внутреннего продукта между разными секторами экономики. Конечно, странно, что в стране, в которой ежегодно государственным корпорациям перечисляется десятки и сотни миллиардов рублей, не находится денег на организацию учета по финансовым счетам в рамках системы национального счетовод-

ства. Однако и действующей статистики операций по счету капитала, пусть не самой актуальной², достаточно, чтобы увидеть, насколько все более примитивной становится финансовая система.

В 2000-х гг. домохозяйства утратили свою роль главного кредитора государства и бизнеса, которую они играли много десятилетий подряд. Доминирующим кредитором стало государство как обладатель золотовалютных резервов, основным должником — внешний мир (нерезиденты). Это внесло серьезные изменения в

структуру отношений на финансовом рынке. В относительном измерении существенно обмелел денежный поток, соединяющий между собой домохозяйства и бизнес (на рис. 1 обозначен цифрой 1), что означает соответствующее ослабление роли финансовых услуг, предоставляемых индивидуальным инвесторам. Основным стержнем финансовой системы стало инвестирование финансового излишка государства в форме золотовалютных резервов на зарубежных рынках (см. рис. 1, денежный поток 2). От нерезидентов зна-

¹ Стратегия развития финансового рынка Российской Федерации на 2006–2008 гг.; Доклад о мерах по совершенствованию регулирования и развития рынка ценных бумаг на 2008–2012 гг. и на долгосрочную перспективу; Российский фондовый рынок и создание международного фондового центра (НАУФОР).

² Последние статистические данные опубликованы по итогам 2006 г., однако, по нашим оценкам, рассматриваемые тенденции в 2007 г. еще более усилились.

чительные финансовые потоки возвращались в российский нефинансовый бизнес и банки в форме роста их внешней задолженности (потоки 3 и 4).

Что это значит для стратегии фондового рынка? Несмотря на абсолютный рост числа индивидуальных инвесторов, относительная роль услуг финансовых посредников, оказываемых частным лицам, снижается. Финансовый бизнес все больше переориентируется на обслуживание суверенных фондов, ресурсов государственных корпораций, *carry trading*, т. е. дешевое фондирование за рубежом в целях размещения указанных ресурсов на внутреннем облигационном рынке и на рынке кредитования населения, бизнеса и региональных бюджетов. Идея Международного финансового центра (МФЦ) — это лишь дальнейшее продолжение данного вектора развития. Основными участниками данного проекта призваны стать суверенные фонды, нефтяные и газовые компании, нефтетрейдеры, иностранные инвестиционные банки и обслуживающие их российские финансовые посредники³.

На уровне рынка в целом происходит процесс, с которым часто сталкиваются отдельные структуры. В компании, где большую часть доходов приносят услуги институциональным и корпоративным клиентам, практически невозможно развивать розничный сектор, поскольку основные ресурсы и внимание постоянно сосредотачиваются на сегментах, приносящих более высокие доходы.

При модели развития РФР, ориентированной на интересы преимущественно крупных игроков, будет продолжаться углубление его отрыва от реальной экономики и инвестиций, и в стране никогда не возникнет системы сбережений для граждан. Рост рисков неэффективности современной модели финансовой системы показан на рис. 2 на примере динамики золотовалютного резерва и внешних долгов бизнеса (см. рис. 1, потоки 2, 3 и 4).

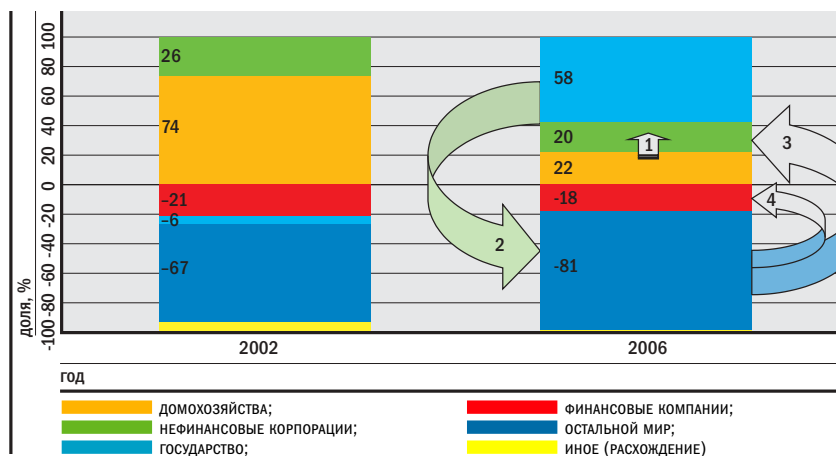
На рис. 2 хорошо заметно, что объем золотовалютных резервов (ЗВР), включая Стабилизационный фонд, примерно равен сумме внешних долгов компаний и банков. Это не случайно, поскольку ЗВР — это денежные средства, которые государство забрало у бизнеса, вынуждая его компенсировать потери путем более рискованных и дорогих внешних займов. Единственно разумным объяснением такой ситуации является то, что государство решило с помощью Стабилизационного фонда и бюджета перераспределить финансовые

потоки в пользу обрабатывающей промышленности и новых технологий. Однако в действительности лишь небольшая часть Стабилизационного фонда служит интересам межотраслевого перераспределения, основные активы золотовалютного резерва Банк России продолжает инвестировать на портфельной основе в качестве непрофильной деятельности.

Конечно, сложившийся механизм суверенно-долговых «ножниц» вряд ли можно считать оптимальным. Стратегия развития экономики и финансового рынка

дированной финансовой отчетности российских компаний. Уже много лет реформа бухгалтерского учета и отчетности в стране топчется на месте. Российские стандарты финансовой отчетности не предусматривают обязательное составление консолидированной финансовой отчетности, а использование МСФО, где существует данное требование, не является обязательным для большинства компаний. Более активную роль в этих процессах могли бы играть фондовые биржи, но уже несколько лет

Рисунок 1. КРЕДИТОРЫ И ДОЛЖНИКИ В ЭКОНОМИКЕ РОССИИ



Источник: Федеральная служба государственной статистики, Национальные счета России в 1999–2000 гг.
Примечание: Кредиторы (+), должники (-).

Уже много лет реформа бухгалтерского учета и отчетности в стране топчется на месте. Российские стандарты финансовой отчетности не предусматривают обязательное составление консолидированной финансовой отчетности, а использование МСФО, где существует данное требование, не является обязательным для большинства компаний.

должна предусматривать существенное перераспределение инвестиционных ресурсов от суверенных фондов в пользу бизнеса и долгосрочных накоплений домохозяйств.

КОНСОЛИДИРОВАННАЯ ФИНАНСОВАЯ ОТЧЕТНОСТЬ

Серьезные риски для инвесторов на РФР связаны с проблемой консоли-

правила листинга российских бирж предусматривают обязательность наличия МСФО лишь для компаний так называемых списков А1 и А2, т. е. лишь для нескольких десятков эмитентов из нескольких сотен компаний, чьи акции обращаются на биржах.

Возникающие при этом искажения информации о компаниях и отраслях, доходящей до инвесторов, наглядно видны при сопоставлении отраслевой структуры

³ При разработке стратегии развития МФЦ было бы полезно проанализировать современный опыт создания в России свободных экономических зон, о чем почему-то вспоминают все реже, и что совсем не упоминается в официальных документах, посвященных планам развития РФР.

капитализации РФР с аналогичной структурой ВВП. Данные об этом приведены на рис. 3.

Рассмотрим 2007 г. В структуре капитализации на долю топливной промышленности приходится 50,4%, а в ВВП — всего 10,4%. В то же время доля торговли в капитализации — 0,6%, а в ВВП — 20,6%. Компаний, занимающихся операциями с недвижимостью, в капитализации практически нет, но они дают 10,4% ВВП, что почти вдвое выше доли строительства в ВВП, составляющей 5,9%.

Примеры таких парадоксов можно привести и далее.

Диспропорции в статистике ВВП и капитализации по топливной промышленности и торговле объясняются тем, что, как неоднократно замечали эксперты Всемирного банка, центры прибыли компаний ТЭК находятся в сфере оптовой торговли, а не производства. Только вот есть ли уверенность у покупателей акций ТЭКа, что все показатели центров прибыли консолидируются в финансовой отчетности эмитентов?

О КОНКУРЕНТОСПОСОБНОСТИ РФР

В процессе разработки стратегии развития РФР необходимо уточнить понимание его конкурентоспособности. В концептуальных документах последних лет стратегия развития РФР, как правило, на 90% сводится к реформам инфраструктурных организаций — бирж, расчетных депозитариев и т. п. Не сбрасывая со счетов значимость подобных мер, отметим, что концентрироваться преимущественно на поддержке инфраструктуры — не совсем правильный подход. Инфраструктурные организации — это лишь верхушка айсберга, в основе которого лежат финансовые институты, работающие с бизнесом, домохозяйствами и нерезидентами. Если воспринимать капитализацию как мерило коммерческого успеха бизнеса, то через сравнение структуры российского и американского фондовых рынков можно наглядно увидеть проблемы РФР.

На рис. 4 показаны организации 4 сегментов финансового рынка США. Самый капитализированный сегмент — крупные универсальные банки — *Bank of America, JP Morgan, Citigroup, Well Fargo* и др. На графике они помечены зеленым цветом. Помимо того что они занимаются традиционным банковским бизнесом (кредиты, расчеты, депозиты и т. п.), в последние годы они все более активно работают в сегменте инвестиционно-банкинга и финансовых услуг для индивидуальных инвесторов. Второй по капитализации сегмент — крупные инвестиционные банки *Goldman Sachs, Morgan Stanley, Merrill Lynch* и др. (на графике обозначены голубым цветом). Третий по капитализации сегмент — дисконтные брокеры, обслуживающие миллионы индивидуальных инвесторов, — *Charley Schwab, TD Ameritrade, E*Trade, Options Xpress*. Лишь четвертое, частично третье место по капитализации с дисконтными брокерами делят крупнейшие американские (теперь глобальные) биржи — *NYSE Euronext, NYMEX, NASDAQ OMX Group*. Например, капитализация дисконтного брокера *Charley Schwab*, составляющая 25,4 млрд долл., в 1,6 раза выше капитализации крупнейшей по оборотам фондовой биржи мира — *NYSE Euronext*, чья капитализация равна 15,8 млрд долл.

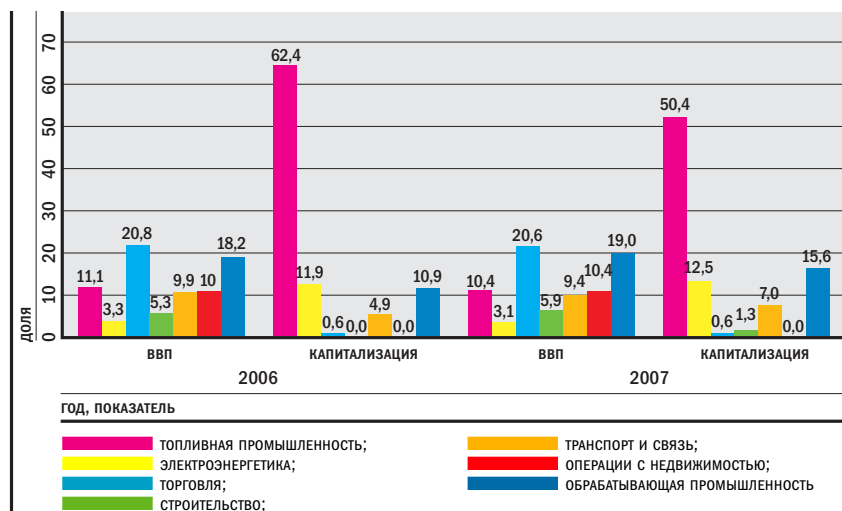
Данная статистика свидетельствует о том, что основой самого крупного рынка капиталов в мире являются внутренние финансовые институты, которые аккумулируют средства огромной массы американских и иностранных инвесторов, что позволяет переносить эту ликвидность на

Рисунок 2. РОСТ ДОЛГОВ ЧАСТНОГО СЕКТОРА И ФИНАНСОВОГО ИЗЛИШКА ГОСУДАРСТВА



Источник: Данные Банка России.

Рисунок 3. ДОЛЯ РАЗЛИЧНЫХ ОТРАСЛЕЙ В 2006 И 2007 ГГ.



Источник: Данные Росстата и НАУФОР.

Создание централизованной системы расчетов и клиринга паев ПИФов, которая должна прийти на смену действующей агентской схеме продаж паев, может быть не менее приоритетной задачей ФСФР России, чем МФЦ.

американские торговые площадки. Конкурентоспособность американского рынка — это не только и даже не столько эффективность NYSE и NASDAQ, а прежде всего конкурентоспособность банков, брокеров и управляющих компаний. По этой причине различные концептуальные документы, посвященные конкурентоспособности американского фондового рынка, как правило, в большей мере касаются различных финансовых институтов, а не бирж и депозитариев.

Посмотрим на аналогичный график капитализации российских финансовых компаний (рис. 5)

Как и в США, по капитализации на российском финансовом секторе доминируют банки — Сбербанк России, ВТБ, Альфа-банк, Банк Москвы и Россельхозбанк. Помимо банковских институтов, одним из лидеров капитализации выступает биржевой холдинг ЗАО «ММВБ», капитализация которого, по данным РБК, составляет 4,5 млрд долл. Высокая капитализация биржи — явление в целом позитивное, однако беспокойство вызывает тот факт, что этот показатель у большинства других финансовых организаций, создающих ликвидность на ММВБ, остается крайне низким. Один из крупнейших инвестиционных банков — холдинг «Тройка Диалог», по оценке РБК, имеет капитализацию 2,3 млрд долл. Многие брокерские компании в России вообще не имеют сколь-нибудь значащей капитализации.

Все это показывает наиболее уязвимое место конкурентоспособности РФР — относительно низкий уровень развития финансового посредничества, ориентированного на предоставление финансовых услуг различным категориям внутренних инвесторов. Концентрируя усилия государства на развитии инфраструктуры, мы пытаемся перевернуть айсберг с ног на голову, не думая об устойчивости данной конструкции. Именно на решение данной проблемы и должна быть нацелена стратегия развития российского фондового рынка.

В рамках краткой статьи вряд ли возможно системно изложить меры по развитию внутреннего финансового посредничества. Однако несколько приоритетов хотелось бы выделить.

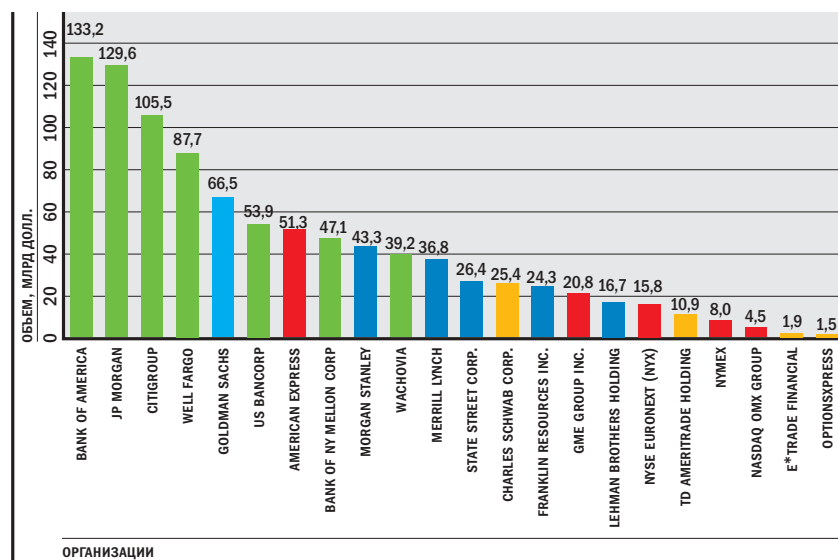
Первый — формирование действенной пенсионной системы. Международный опыт показывает, что бурный рост финансовых посредников, оказывающих услуги индивидуальным инвесторам, возможен лишь тогда, когда в банки, к брокерам и управляющим компаниям приходят пенсионные деньги среднего класса. В этом состоит суть феноменального роста китайского рынка, бурный подъем ин-

вестиционных банков, дисконтных брокеров и взаимных фондов в США в 1980-х и 1990-х гг.

Ситуацию с пенсионной реформой в России кратко можно охарактеризовать как создание у среднего класса ни на чем не основанных иллюзий о том, что государство заботится о его пенсионных перспективах. Задача обучения населения финансовой грамотности — избавить людей от подобных представлений и объяснить, что за 40 лет даже без помощи государства человек со средними по рос-

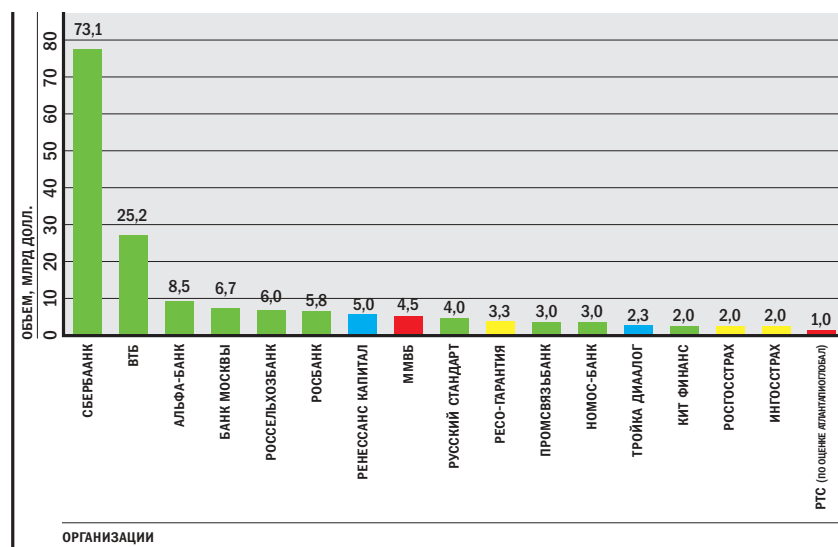
Конечно, государство могло бы помочь таким рачительным гражданам. Но только не тем, чтобы поручать чиновникам из Минфина и МЭРТ придумывать очередную пенсионную реформу. Огромным прорывом стало бы внедрение в России базовых принципов Плана 401 (к), который дал ясные пенсионные перспективы поколению бэйбибумеров в США и обеспечил конкурентоспособность американских финансовых организаций. Вот его краткие принципы:

Рисунок 4. КАПИТАЛИЗАЦИЯ ФИНАНСОВЫХ ОРГАНИЗАЦИЙ В США



Источник: Данные The Wall Street Journal.

Рисунок 5. КАПИТАЛИЗАЦИЯ ФИНАНСОВЫХ ОРГАНИЗАЦИЙ В РОССИИ (ПО ОЦЕНКЕ РБК)



Источник: Данные РБК и фондовых бирж.

сйским меркам доходами может стать долларовым миллионером. Для этого нужно только регулярно сберегать 10% своего годового дохода и инвестировать данные средства в индексные портфели со среднерыночной доходностью.

- открытие личных пенсионных счетов граждан;
- возможность перечисления на них индивидуальных накоплений — примерно 30 тыс. долл. в год, исключаемых из базы подоходного налога;

- стимулирование работодателей к перечислению примерно таких же взносов на счета работников, с небольшими льготами по налогу на прибыль;

- предоставление владельцам индивидуальных пенсионных счетов права самостоятельно инвестировать данные средства на фондовом рынке.

С точки зрения макроэкономики (возвращаясь к рис. 2) не следует активно изымать денежные средства из бизнеса, пополняя суверенные фонды, не справляющиеся со своими функциями по уп-

В России сеть продаж паев работает не так эффективно, как в США или в Китае. Уровень вознаграждения за управление многими открытыми ПИФами акций близок к 4% от СЧА. Примерно 2 из 4% — скрытая комиссия, которую в итоге платит за маркетинг паев в пользу третьих лиц ничего не подозревающий инвестор. Иными словами, это возмещение управляющими компаниями стоимости услуг агентов по продажам паев, помимо надбавок и скидок. По самым скромным расчетам, в 2007 г. по

упростить данные усилия. Для этого инфраструктурным организациям необходимо развивать интеграционные процессы с зарубежными торговыми системами таким образом, чтобы участники российских бирж получали бы коллективный доступ на фондовые рынки других стран. Именно по этому пути идут мировые финансовые центры.

Четвертый — вооружение российских финансовых посредников представлением перспективной модели развития бизнеса. Проблема в том, в его нынешнем виде бизнес небанковских брокеров и инвестиционных банков очень плохо капитализируется. Навязывание банковской модели бизнеса с сопутствующими продажами различных финансовых услуг, включая паи ПИФов, как показывает современный опыт многих крупнейших банков в Европе, далеко не оптимальный вариант для создания модели конкурентоспособного рынка финансовых услуг в России и экономии издержек индивидуальных инвесторов. Для того чтобы успешно развивать небанковские финансовые услуги на внутреннем рынке, необходимы эффективные решения по инфраструктуре продаж паев и иных финансовых инструментов, о которых мы уже говорили, а также развитие бизнеса инвестиционных консультантов, финансовых планировщиков и т. п. с фидуциарной ответственностью перед клиентами, организованного в виде самостоятельных компаний. Одним из примеров такой модели бизнеса в США считаются сети независимых консультантов, возникшие вокруг Schwab, Fedellity Investments, TD Ameritrade и других компаний.

ВЫВОД

Наше краткое исследование показывает, что, несмотря на всю значимость проблемы Международного финансового центра, она не должна стать единственной задачей, которую будут решать регуляторы и участники рынка.

В качестве технического пожелания к Докладу о мерах по совершенствованию регулирования и развития рынка ценных бумаг на 2008–2012 гг., возможно, было бы целесообразно выделить стратегию создания МФЦ в специальный документ, а доклад и последующие решения по его реализации сконцентрировать на более актуальных для РФР проблемах.

Впрочем, главное — не техника написания документа, а содержание, в котором тому, что не относится к теме МФЦ, тоже должно найтись заметное место. ■

Возможность привлечения в клиентские портфели ценных бумаг иностранных эмитентов для многих российских финансовых посредников является одной из важнейших проблем повышения их конкурентоспособности.

равлению данными средствами. С помощью пенсионных планов необходимо перенаправить эти средства домохозяйствам, которые в свою очередь будут инвестировать их на рыночных условиях в бизнес и финансовые институты. Только так может сложиться эффективная финансовая система, препятствующая «разбазариванию» финансовых ресурсов.

Второй — формирование эффективной отрасли коллективных инвестиций. Создание централизованной системы расчетов и клиринга паев ПИФов, которая должна прийти на смену действующей агентской схеме продаж паев, может быть не менее приоритетной задачей ФСФР России, чем МФЦ. Почему? Потому, что уровень средств, мобилизуемых на внутреннем рынке, может оказаться сопоставимым с эффектами МФЦ. За 2–3 последних года стоимость активов открытых взаимных фондов в Китае достигла 450 млрд долл. — это примерно 1/3 самого крупного в мире золотовалютного резерва (которым также обладает Китай). В России более чем за 12 лет развития индустрии открытых и интервальных ПИФов общая стоимость их чистых активов едва достигла 8 млрд долл. Феномен роста рыночных инвестиционных фондов в Китае — это эффективная работа 4 государственных банков как агентов продаж паев данных фондов, которые смогли привлечь объем ресурсов, многократно превышающий рынок всех международных IPO вместе взятых.

открытым и интервальным ПИФам ее размер составил около 50–70 млн долл. (без учета сумм надбавок и скидок). Не удивительно, что при падении доходности индексов до уровня 10–15% годовых, когда 2% от СЧА становятся заметной для инвесторов потерей их доходов, из ПИФов акций начинается «исход» инвесторов.

Рецепт решения данной проблемы, помимо банковской агентской сети, прост. В США 25 лет назад была создана централизованная система расчетов и клиринга по акциям взаимных фондов (*Fund/Serv NSCC*), которая резко повысила эффективность продаж данных инструментов населению. Единственная причина, которая мешает это сделать в России, — отсутствие внимания к данной проблеме со стороны ФСФР и инфраструктурных организаций.

Третий — эффективный выход на зарубежные рынки. Возможность привлечения в клиентские портфели ценных бумаг иностранных эмитентов для многих российских финансовых посредников является одной из важнейших проблем повышения их конкурентоспособности. Каждая организация пытается решать данные проблемы самостоятельно путем договоренностей с крупными зарубежными брокерами и инвестиционными банками или открывая свои дочерние компании в зарубежных финансовых центрах.

На государственном и инфраструктурном уровнях можно было бы существенно