

Финансовые конгломераты в России

Сегодня существует не менее 20 крупных конгломератов, созданных на базе коммерческих банков с российскими корнями, включающих в себя разного рода финансовые структуры (инвестиционные банки, управляющие, страховые, лизинговые компании, фонды и пр.).



Яков МИРКИН,
д.э.н., профессор,
завотделом
международных
рынков капитала
Института мировой
экономики
и международных
отношений РАН

Новая книга Якова Миркина «Финансовое будущее России: экстремумы, бумы, системные риски» посвящена отечественному финансовому рынку, функционирующему в условиях концентрированной собственности, повышенной роли государства, доминирования нерезидентов. Мы приводим выдержки из главы «Смешанная модель рынка: коммерческие и инвестиционные банки».

Коммерческие и инвестиционные банки: разница стратегий

Анализ торговых операций коммерческих банков показывает, что в январе 2010 года они формировали подавляющую часть оборотов на рынке облигаций (ФБ ММВБ): субъектов РФ — 87%, муниципальных — 70%, корпоративных — 76%. Среди ведущих операторов вторичного рынка федеральных государственных бумаг (Секция государственных ценных бумаг ЗАО «ММВБ») в 2009 году доля банков составляла 84% (по количеству)².

В среднем лишь 15% активов банков приходится на вложения в ценные бумаги, преобладающую роль в которых (70%) занимают долговые инструменты.

Банки доминируют в дилерских операциях, прежде всего на рынке облигаций, в депозитарной деятельности в секторе ценных бумаг (98% рыночной стоимости бумаг, принятых на хранение, без учета депозитариев — не совместителей).



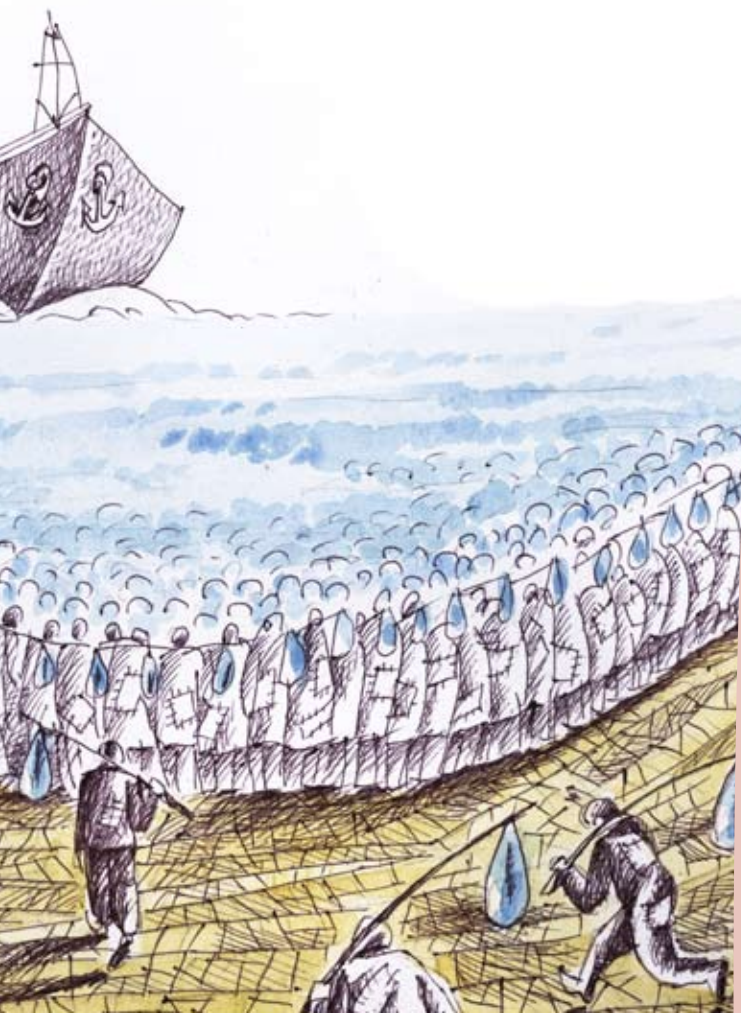
Консервативность торговых стратегий подчеркивается и предпочтением традиционных режимов торговли со 100%-ным предварительным депонированием, поставкой против платежа. По-прежнему ММВБ — в большей мере рынок коммерческих банков, РТС — инвестиционных.

Чем ближе к более рискованному рынку акций и, тем более, к срочному рынку, тем ниже доля коммерческих банков. На рынке деривативов FORTS доля последних в среднем — 12%.

Различия в природе коммерческих и инвестиционных банков проявились в их поведении в период последнего кризиса.

В период подъема рынка в докризисный период и сразу после кризиса инвестиционные банки ведут себя динамичнее коммерческих, быстрее наращивают обороты и услуги. В острые периоды кризиса инвестиционные банки быстрее уходят с рынка и быстрее сокращают обороты, опережая в этом коммерческие банки, ведущие себя более инерционно. Коммерческие банки, в свою очередь, медленнее наращивают обороты с ценными бумагами и деривативами в благоприятный для роста рынка период. И наоборот, устойчивее поддерживают ликвидность финансового рынка в кризисные периоды.

Схожие тенденции наблюдались на рынке корпоративного контроля и, в слабой форме, в секторе деривативов (FORTS). Значительный рост активности коммер-



ческих банков на рынке корпоративного контроля в кризис (с 28 до 50–70% от общего объема сделок) был обусловлен участием финансово устойчивых банков в санировании банковской системы с использованием ресурсов АСВ. Повышение доли коммерческих банков в структуре оборотов FORTS связывают с использованием рынка фьючерсов в данный период как субститута рынка акций (схожие значения с рынком акций с позиции волатильности, но меньшие риски в силу диверсификации корпоративных рисков отдельных эмитентов при торговле фьючерсами на индекс).

На рынке ценных бумаг коммерческие банки предпочитают оптовые операции, зарабатывая на денежных потоках. Продуктовые линии, связанные с услугами, менее прибыльные и более трудоемкие, скорее отдадут инвестиционным банкам. Брокеры-дилеры доминируют в обслуживании массовой розницы — спекулятивных инвесторов на рынках акций и деривативов. В брокерских операциях их доля составляет 85% (III квартал 2009 года). Коммерческие банки неохотно выступают посредниками и консультантами на рынке корпоративного контроля, требующем исключительной трудоемкости. Их доля в среднем составляет 20–30% (2009 год).

Инвестиционные банки, не имея доступа к депозитам, МБК и рефинансированию Банка России,

Анализ торговых операций коммерческих банков

В результате эволюции институциональной структуры финансового рынка России коммерческие банки на российском рынке превратились в более крупные, «тяжеловесные» институты, реализующие — в силу своей природы — более консервативные стратегии¹.

Анализ поведения коммерческих банков на современном этапе проводится по широкому спектру направлений, охватывающих секторы финансового рынка: (1) акций, (2) облигаций, (3) производных финансовых продуктов, (4) коллективных инвестиций, (5) валютных и денежный рынки.

Исходную базу для исследования составили актуальные по состоянию на март 2010 года статистические базы данных (за последние пять–семь лет). Это базы данных по итогам торгов и составу участников российских фондовых бирж, статистика ЦБ РФ и Минфина России, базы данных ФСФР по количеству выданных лицензий профучастников.

ВЫВОД ПО РЫНКУ АКЦИЙ. В операциях на организованном рынке акций, как на ФБ ММВБ, так и на ФБ РТС банки демонстрируют реализацию более консервативной стратегии, чем небанковские участники (меньшую склонность к риску). На ММВБ это проявляется в более медленном наращивании оборотов в период устойчивого роста рынка и в медленном их снижении в условиях падения рынка. Такое поведение свойственно участникам биржевого рынка, обладающим большим запасом ликвидности и торгующим преимущественно за свой счет, а не на основе средств клиентов, привлеченных в рамках брокерской деятельности.

ВЫВОД ПО РЫНКУ ОБЛИГАЦИЙ. В отличие от рынка акций в секторе облигаций роль банков менялась менее значительно и была менее чувствительна к динамике финансового кризиса. Укрепление позиций банков на рынке облигационных заимствований объясняется теми же причинами, что и на рынке акций: открытием доступа к дополнительному государственному источникам ликвидности, использованием облигаций в качестве залога для получения заемных средств от Банка России и на межбанковском рынке.

ВЫВОД ПО РЫНКУ ПРОИЗВОДНЫХ ФИНАНСОВЫХ ПРОДУКТОВ. Банки

играют подчиненную роль в торгах производными инструментами на базе акций и индексов и отличаются незначительной вовлеченностью в торговлю такими инструментами (30% от числа участников торгов на сегменте RTS FORTS являются банками, но на них приходится в среднем около 12% оборотов). Данная доля имеет тенденцию к повышению в кризисные периоды в связи с уходом с рынка других участников, обладающих меньшей способностью вести операции при нарастании волатильности. Тем не менее банки занимают лидирующие позиции на рынках процентных, валютных и товарных производных, как на ММВБ, так и на РТС, что подчеркивает большой консерватизм их торговых стратегий, мотивацию к хеджированию рисков.

ВЫВОД ПО ВАЛЮТНОМУ РЫНКУ. Коммерческие банки являются основными операторами валютного рынка, сопоставимого по торговым оборотам с ВВП России.

Большая часть рынка сосредоточена на внебиржевом сегменте, активность которого возрастает в стабильные для рынка периоды и снижается в периоды существенного ухудшения банковской ликвидности.

На биржевом рынке активность торговых операций, напротив, увеличивается с ростом нестабильности валютных курсов и в период девальвации рубля. В посткризисный период (2009 год) намечалась тенденция более активного роста доли валютных свопов как на биржевом, так и на внебиржевом рынке, а также доли валютных инструментов, выраженных в евро. На биржевом рынке растет доля спот-сделок с расчетами «завтра». Вместе с тем долларové инструменты по-прежнему составляют основу валютного рынка (более 90%).

ДЕНЕЖНЫЙ РЫНОК. В докризисных условиях наблюдается высокая доля межбанковских операций на денежном рынке, поскольку ликвидность банковской системы поддерживается за счет сделок без участия Банка России. В условиях финансового кризиса на денежном рынке из-за дефицита ликвидности, роста ставок межбанковского рынка и усиления их волатильности доля межбанковских операций падает и возрастает доля операций Банка России (вследствие активного использования инструментов рефинансирования и снижения нормативов резервирования).

Смешанная модель российского рынка стала одним из его краеугольных камней для обеспечения устойчивости к кризисным ситуациям.

активнее коммерческих банков и их управляющих компаний в индустрии инвестиционных фондов, используя их как субституты банковских источников активов и дешевой ликвидности. На начало 2010 года 52% стоимости чистых активов (СЧА) открытых ПИФов, 59% СЧА интервальных ПИФов, 92% СЧА закрытых ПИФов³, 57% СЧА пенсионных накоплений, 85% СЧА пенсионных резервов негосударственных пенсионных фондов приходились на инвестиционные банки и их управляющие компании.

Эволюция на финансовом рынке

Ярко выраженной является эволюция российских коммерческих и инвестиционных банков в сторону создания финансовых конгломератов (на основе либо кредитной организации как ядра, либо инвестиционного банка как центра финансового конгломерата).

Условием успешного существования коммерческих и инвестиционных банков на российском финансовом рынке является жесткая специализация (минимум издержек при максимуме доходов в своей нише) или максимальная диверсификация для получения выгод из всех продуктовых, клиентских, функциональных ниш рынка (экономика издержек на масштабах производства и общей инфраструктуре).

Российские банки традиционно (1990–2000-е годы) существовали как конгломерат бизнесов, часть которых была вынесена на уровень отдельных дочерних или зависимых компаний, специализирована, выведена в отдельный проект, переведена в офшорную зону и т.п. Даже небольшие брокерско-дилерские компании работали как группа из пяти–восьми юридических лиц, с обязательным присутствием в офшорах.

По мере развития российского рынка финансовые конгломераты стали возникать как результат осознанной стратегии владельцев бизнеса, ориентированных, в частности, на рост капитализации на основе создания сетей, урегулирование конфликтов интересов с менеджерами, использование налоговых преимуществ и пр. При этом возникала существенная «экономика» на регулятивных издержках.

По состоянию на середину 2010 года существовало не менее 20 крупнейших конгломератов, основанных на коммерческих банках с российскими корнями, включающих все виды финансовых структур (инвестиционные банки, управляющие, страховые, лизинговые компании, семейства всех видов фондов, делоперы, финансовые консультанты и т.п.).

Не менее 10 значимых финансовых конгломератов со схожей структурой имеют в качестве базовой основы (ядра) инвестиционные банки российского происхождения.

Таким образом, смешанная модель российского рынка стала одним из краеугольных камней в обеспечении его большей устойчивости к кризисным ситуациям (наш рынок — один из самых волатильных в мире), в предупреждении деструктивных явлений, разрушающих его способность быть более устойчивым при бегстве капиталов нерезидентов (особую роль в этом играют коммерческие банки).

С другой стороны, в период подъема глобальных финансовых рынков на первый план выходят инвестиционные банки, обеспечивая быстрое расширение рынка, его предрасположенность к инновациям и высоким рискам, неизбежным в развивающихся экономиках. В этом качестве коммерческие и инвестиционные банки дополняют друг друга, повышают возможности финансового рынка по устойчивому и динамичному развитию.

Полезное равновесие

Сегодня в России с равными правами присутствуют коммерческие и инвестиционные банки, демонстрируя большую устойчивость в условиях глобализации финансов, при доминировании нерезидентов, в моменты системных кризисов. Коммерческие банки «подстраховывают» ситуацию своей ликвидностью и инерционностью при негативном развитии событий, а инвестиционные активно развивают рынок и его инструменты в периоды благоприятной рыночной конъюнктуры, используя инновации, опережая в этой фазе кредитные организации.

Инвестиционные банки в полной мере охватили динамично развивающиеся, рискованные сектора экономики. В 2000-е годы они обеспечили вывод на рынок облигаций и (отчасти) акций компаний второго–четвертого эшелона, сетей, высокотехнологичных бизнесов, быстрорастущих компаний, small/mid caps и т.п., приняли все риски, связанные с ними. Для рынка оказались очень значимы как коммерческие, так и инвестиционные банки. В среднем они разделили фондовый рынок примерно поровну.

Российская финансовая история показывает, что требуется повышенное внимание и предельная аккуратность при переносе в отечественные условия теоретических взглядов, возникших в другое время и в чужой практике. В этой связи можно ожидать огромной осторожности от финансовых властей в росте регулятивной нагрузки на российский финансовый рынок в 2010–2011 годах, в применении к нему всего объема норм, относящихся к посткризисным финансовым реформам в развитых странах. ●

¹ С учетом того, что на крайне волатильном, экстремальном по рискам финансовом рынке России о консервативных стратегиях нужно говорить с высокой долей условности.

² Анализ сегментации финансового рынка, динамики поведения отдельных групп участников в 2007–2010 годах — по данным ММВБ, РТС, Банка России, НФА, Национального рейтингового агентства, ПАРТАД, НЛУ, порталов Cbonds, Investfunds, журнала «Слияния и поглощения».

³ Анализ доли инвестиционных банков и их управляющих компаний в сегменте ПИФов проводился на основе анализа 20–30 крупнейших по СЧА фондов управляющих компаний, на которые приходилось 80–90% активов соответствующих фондов.

В КРИЗИС КОММЕРЧЕСКИЕ БАНКИ ПОДДЕРЖИВАЮТ ЛИКВИДНОСТЬ РЫНКА

Кризис и сегментация финансового рынка

ДОЛЯ ОБОРОТОВ НА РЫНКЕ, %	РЫНОК АКЦИЙ ФБ ММВБ			РЫНОК ОБЛИГАЦИЙ ФБ ММВБ		
	ДО КРИЗИСА	ПИК КРИЗИСА	ПОСТ- КРИЗИС	ДО КРИЗИСА	ПИК КРИЗИСА	ПОСТ- КРИЗИС
	08.2005– 06.2008	07– 12.2008	01.2009– 01.2010	08.2005– 06.2008	07– 12.2008	01.2009– 01.2010
Коммерческие банки	37	48	38	64	74	82
Инвестиционные банки	63	52	62	36	26	18
Итого	100	100	100	100	100	100