
УСИЛЕНИЕ РОЛИ ГОСУДАРСТВА НА РОССИЙСКОМ ФОНДОВОМ РЫНКЕ В 2012 г.

Александр АБРАМОВ,

ведущий научный сотрудник Института прикладных экономических исследований Российской академии народного хозяйства и государственной службы при Президенте Российской Федерации; профессор кафедры фондового рынка и рынка инвестиций НИУ ВШЭ, канд. экон. наук. Окончил Московский финансовый институт (Финансовую академию).
Тел.: (985) 410-57-42, e-mail: ae_abramov@mail.ru

В период финансовой нестабильности в России государство взяло курс на существенное повышение своей роли не только как регулятора, но и как участника финансового рынка. В результате в 2012 г. на российском финансовом рынке удалось избежать провала в ликвидности, свойственного большинству крупных рынков капитала. В то же время наращивание государственного присутствия на финансовом рынке заставляет задуматься о рисках его провалов в данной сфере. В прошедшем году на внутреннем рынке не удалось справиться с проблемой привлечения частных инвесторов, в худшую сторону изменились правила игры в области пенсионных накоплений. Глобальные рейтинги указывают на скепсис инвесторов относительно эффективности российских финансовых институтов и регулирования деятельности бирж. Преодоление данных проблем, возможно, предполагает переосмысление процесса экспансии государства на внутреннем финансовом рынке.

Ключевые слова: российский фондовый рынок, роль государства на российском фондовом рынке, структура сделок на Московской бирже.

Во время финансового кризиса во многих странах государство взяло на себя функции устранения провалов рынка. Это выразилось в мерах по спасению финансовых институтов, имеющих системообразующий характер, различных формах политики количественного смягчения, трансформации частных долгов в долги государственные, переходе на новые стандарты регулирования, надзора и управления рисками.

Не осталась в стороне от указанных процессов и Россия. В 2012 г. на российском финансовом рынке было отмечено дальнейшее усиление роли государства. Это проявилось в принятии решений о создании мегарегулятора; расширении объема кредитных ресурсов, предоставляемых Банком России банковской системе, в первую очередь государственным банкам; увеличении доли государственных структур в объемах биржевой торговли акциями и облигациями; инициации государством разнообразных законодательных мер в области финансовых рынков; усилении роли Банка России в управлении Московской биржей.

В конце 2011 г. объединенная биржа стала организацией с контрольным пакетом акций, принадлежащим государственным структурам. В 2012 г. на долю Банка России, государственных банков и Российского фонда прямых инвестиций (РФПИ) приходилось 57,5% уставного капитала биржи.

Усиление государственного присутствия на финансовом рынке часто позволяет решать те проблемы, с которыми финансовые организации вряд ли справились бы в условиях совершенного рынка. Например, в 2012 г. Банк России резко увеличил объемы предоставляемых банкам кредитов через операции РЕПО, совершаемые на Московской бирже. В результате банкам в истекшем году удалось поддерживать высокие темпы роста кредитного портфеля, не прибегая к прежним рискованным методам фондирования, в том числе за счет стратегии carry trading¹. В частности, на фондовом рынке это позволило сгладить последствия глобальной тенденции падения объемов биржевых торгов акциями из-за бегства инвесторов от рискованных вложений. Например,

¹ Заимствования дешевых и краткосрочных валютных ресурсов за рубежом в целях их последующего размещения в рублевых финансовых активах.

в 2012 г. объемы торгов акциями на биржах США составляли лишь 54.5% от уровня 2007 г., аналогичный показатель для Лондонской биржи, биржи Euronext (Европа) и Немецкой биржи составил соответственно 21.3, 27.9 и 37.9%.

Ситуация по Московской бирже (ММВБ) весьма противоречива. Объем рыночных биржевых сделок с акциями в 2012 г. составил здесь лишь 44.7% от уровня 2007 г., в то время как объемы сделок с акциями по всем режимам торгов выросли относительно 2007 г. на 25.7%. Причиной того, что по общему объему торгов акциями Московской бирже в прошедшем году, в отличие от многих зарубежных бирж, удалось не опуститься ниже показателей 2007 г., по нашему мнению, является косвенная поддержка ликвидности данного рынка Банком России².

Тем не менее повышение роли государства на фондовом рынке, продолжавшееся в 2012 г., заставляет задуматься о пределах данной экспансии и о рисках, связанных с тем, что попытки устранения рыночных провалов могут привести к провалам государства. Одна из проблем заключается в том, что концентрация финансовых потоков на уровне государства, а также либеральная политика Банка России в сфере рефинансирования банковской системы

снижают стимулы у государственных ведомств и государственных банков к формированию системы внутренних частных сбережений.

В 2012 г. были приняты меры по сокращению отчислений в накопительную пенсионную систему в пользу распределительной ее части. В сфере частных пенсионных накоплений Россия пошла по аргентинскому пути, связанному с частыми изменениями правил игры на рынке пенсионных сбережений, усложнением работы частных пенсионных институтов и сокращением отчислений в накопительную составляющую пенсий³. В то же время до сих пор российские государственные ведомства так и не сумели предложить населению сколько-нибудь новые и привлекательные схемы добровольных пенсионных сбережений. В 2012 г., как и в предшествующие годы, не было введено ни одной существенной налоговой льготы, поощряющей население к долгосрочным сбережениям, хотя принятие данных мер предусматривалось Стратегией развития финансового рынка, утвержденной распоряжением Правительства РФ от 29 декабря 2008 г. № 2043-р.

Несмотря на крупные позитивные изменения в инфраструктуре российского фондового рынка, произошедшие в 2011–2012 гг., в том числе объединение фондовых бирж РТС и ММВБ, создание единой Московской фондо-

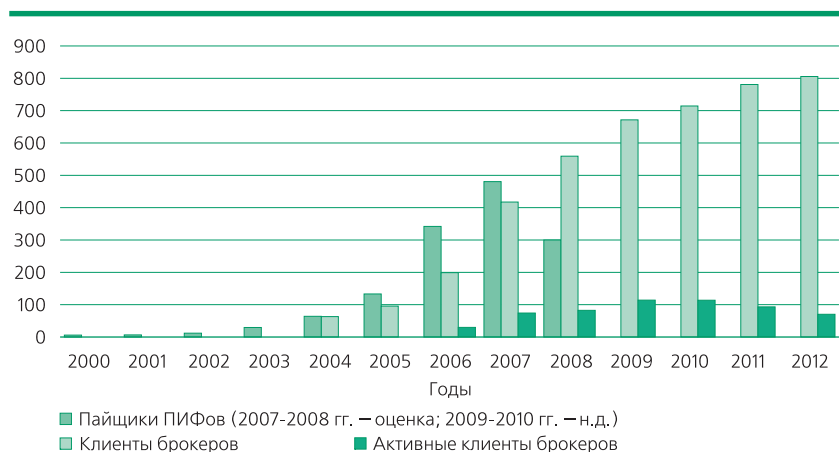
	2007 г.	2008 г.	2009 г.	2010 г.	2011 г.	2012 г.
США (NYSE и NASDAQ)	100	150.2	109.7	71.5	72.2	54.5
Китай (две биржи)	100	70.2	114.9	103.1	98.5	63.8
Япония (Токийская и Осакая биржи)	100	90.5	64.5	65.9	64.0	55.5
Великобритания	100	62.8	33.0	29.1	28.8	21.3
Euronext	100	78.2	35.1	35.8	37.8	27.9
Германия	100	92.3	38.3	41.8	52.3	37.9
Гонконг	100	177.4	162.5	174.2	169.2	120.6
Канада	100	107.6	75.3	83.0	92.4	82.5
Австралия	100	76.9	57.6	92.4	94.2	70.8
Россия (ММВБ):						
рыночные сделки	100	74.5	90.5	106.0	151.9	44.7
все режимы торгов	100	117.2	71.4	84.1	134.6	125.7
NASDAQ OMX Nordic Exchange	100	73.6	40.3	41.3	45.6	32.3

Источник: рассчитано по данным Всемирной Федерации бирж.

Динамика стоимости рыночных сделок с акциями на крупнейших фондовых биржах мира в 2007–2012 гг. (2007 г. = 100%)

² Как правило, Банк России весьма ограниченно совершает сделки РЕПО на биржевом рынке акций. Однако большой объем ликвидности, предоставляемый им через рынок РЕПО облигаций крупнейшим банкам, позволяет последним часть полученной избыточной ликвидности использовать для кредитования брокеров и клиентов на рынке РЕПО акций.

³ Подобный сценарий развития пенсионной системы в Аргентине закончился вынужденной национализацией частных пенсионных фондов. В результате Аргентина, имеющая почти столетний опыт реформирования пенсионной системы, в отличие от Бразилии и Чили в настоящее время откатилась на десятилетия назад в поиске эффективных решений проблем пенсионного обеспечения.



Источник: рассчитано автором по данным НЛУ и Московской биржи.

Динамика численности частных клиентов управляющих компаний и брокеров на Московской бирже, тыс. человек

вой биржи «ММВБ-РТС», принятие законодательства о центральном депозитарии, реализацию биржей стратегии перехода к клирингу и расчетам в стандарте T+n и иные перемены, к сожалению, биржа пока не решила проблему привлечения к совершаемым операциям широкого круга частных инвесторов. Более того, после объединения стала проявляться противоположная тенденция — сокращения численности частных инвесторов, совершающих сделки на Московской бирже, увеличения доли государственных банков и Банка России в объемах биржевой торговли акциями и облигациями, усиления влияния Банка России и государственных банков в структуре собственности объединенной биржи. Не произошло пока и качественных изменений в привлечении

Структура сделок с акциями на основном рынке Московской биржи, в %



Источник: рассчитано автором по данным Московской биржи.

глобальных иностранных инвесторов к торговой активности.

В результате третий год подряд на ММВБ и ныне на Московской бирже сокращается число активных частных клиентов брокеров, к которым относятся индивидуальные инвесторы, совершающие с акциями на бирже хотя бы одну сделку. Максимальное число активных клиентов брокеров — 114.1 тыс. человек — было зафиксировано в 2009 г. По нашим оценкам, по состоянию на 1 января 2013 г. оно снизилось до 70.3 тыс. человек. На бирже существенно замедлился рост числа зарегистрированных клиентов брокеров: в 2012 г. оно увеличилось на 24.7 тыс. человек по сравнению с 42.8 тыс. в 2010 г. и 66.5 тыс. в 2011 г.

В структуре биржевых сделок с акциями доля рыночных сделок снизилась с 62.4% в сентябре 2009 г. до 13.0% в декабре 2012 г. Доля сделок РЕПО, с помощью которых участники рынка привлекают ресурсы для маржинального кредитования своих клиентов, в 2012 г. выросла до 85.6%. Это означает, что основные обороты с акциями на Московской бирже приходятся на спекулятивные сделки, совершаемые с кредитным плечом, а роль классических частных инвесторов на данном рынке ограничена.

На приводимом здесь рисунке представлены результаты сделок с акциями на основном рынке Московской биржи государственных банков и связанных с ними структур⁴. На рисунке видно, что в период восстановления рынка после кризиса 2008 г. доля государственных банков и их дочерних структур в объеме биржевых торгов акциями снизилась, однако с февраля 2011 г. вновь стала расти, достигнув в декабре 2012 г. 32.1%. Это объясняется переходом инвестиционной компании «Тройка Диалог» под контроль Сбербанка России в сочетании с усилением торговой активности данной компании. Кроме того, в совершение сделок с акциями на бирже в 2012 г. активно включился Банк России — с апреля его доля в объеме торгов колебалась от 2 до 8%. Эта активность связана с кредитованием Банком России банков под залог акций на рынке РЕПО. Соответственно, доля частных структур в биржевых торгах акциями пока имеет тенденцию к снижению.

⁴ ВЭБ, ВТБ, ВТБ-Капитал, ВТБ-24, Газпромбанка, Сбербанка, КИТ-Финанс, Связь-банка, Банка Москвы, Транскредит-банка, а с 2011 г. — ИК «Тройка Диалог».

Кроме того, в последние годы меняется ситуация в пользу государственного сектора и на рынке облигаций, с помощью которого частные компании получают ресурсы для средне- и долгосрочных вложений. Вторичный рынок также поддерживается преимущественно государственными банками вместе с Банком России. Более того, андеррайтерами и инвестиционными консультантами при размещении корпоративных облигаций также выступают государственные инвестиционные банки: в 2007–2012 гг. государственные банки являлись андеррайтерами примерно от 40 до 60% выпусков корпоративных и региональных облигаций (по стоимости).

На наличие проблем, связанных с усилением государственного вмешательства в фондовый рынок России, указывают данные рейтинга глобальной конкурентоспособности Всемирного экономического форума. Обновленный рейтинг, опубликованный осенью 2012 г., зафиксировал ухудшение позиций России по ключевым индикаторам эффективности финансовой системы. По критериям уровня развития финансовой системы, надежности банков и эффективности регулирования фондовых бирж в 2012–2013 гг. Россия заняла



Источник: рассчитано автором по данным Московской биржи.

соответственно 130, 132 и 114-е места из 144 стран, участвовавших в рейтинге. При этом позиции России по показателям уровня развития финансовой системы и надежности банков ухудшились по сравнению с предшествующим годом.

Таким образом, модель усиления роли государства в регулировании и развитии российского финансового рынка пока не находит сторонников среди глобальных и внутренних инвесторов. ■

Доля частных и государственных брокеров в объемах торгов акциями на Московской бирже, в %

Доля государственных и частных финансовых организаций на рынке услуг организаторов внутренних облигационных займов в России

	Организаторы выпусков					
	корпоративных облигаций			региональных облигаций		
	Государственные финансовые организации	Частные финансовые организации	Всего	Государственные финансовые организации	Частные финансовые организации	Всего
2007 г.:						
млн. руб.	169 668	298 302	467 970	7551	45 481	53 032
доля, %	36.3	63.7	100.0	14.2	85.8	100.0
2008 г.:						
млн. руб.	219 892	249 900	469 792	42 227	29 716	71 943
доля, %	46.8	53.2	100.0	58.7	41.3	100.0
2009 г.:						
млн. руб.	620 044	373 978	994 022	133 325	22 511	155 836
доля, %	62.4	37.6	100.0	85.6	14.4	100.0
2010 г.:						
млн. руб.	393 743	461 292	855 035	86 613	28 288	114 901
доля, %	46.0	54.0	100.0	75.4	24.6	100.0
2011 г.:						
млн. руб.	620 698	374 146	994 844	7767	46 177	53 944
доля, %	62.4	37.6	100.0	14.4	85.6	100.0
2012 г.:						
млн. руб.	734 697	502 831	1237 528	61 925	57 637	119 562
доля, %	59.4	40.6	100.0	51.8	48.2	100.0

Источник: по данным рейтингов организаторов размещений облигаций www.cBonds.ru за 2007–2012 гг.