

**Институт экономической политики  
имени Е.Т. Гайдара**

*Научные труды № 172Р*

**Александр Абрамов**

**Российский финансовый рынок:  
факторы развития и барьеры роста**

**Издательство  
Института Гайдара  
Москва / 2017**

УДК 336.76(470+571)  
ББК 65.264(2Рос)

A16 **Абрамов, Александр Евгеньевич.**

**Российский финансовый рынок: факторы развития и барьеры роста /** Александр Абрамов. Научный редактор д.э.н., проф. Радыгин А.Д. – М.: Изд-во Ин-та Гайдара, 2017. – 202 с.: ил. – (Научные труды / Ин-т экономической политики им. Е.Т. Гайдара; № 172Р). – ISBN 978-5-93255-508-8.

В работе исследованы закономерности в развитии российского финансового рынка после кризиса 2008 г. Показано, что наряду с позитивными явлениями, такими как создание современной инфраструктуры финансового рынка и финансовая стабилизация в 2015–2016 гг., наблюдаются такие тенденции, как ухудшение количественных характеристик внутреннего фондового рынка, его отставание от внешних конкурентов, снижение роли данного рынка в экономике. В качестве ключевых причин, сдерживающих рост финансового рынка, в исследовании рассматриваются проблемы дефицита привлекательных инструментов внутренних сбережений, избыточная административная нагрузка на бизнес, ограничения внутренней конкуренции, отсутствие стратегии развития финансового рынка, увязанной с приоритетами экономической политики.

**Alexander Abramov**

**The Russian financial market: drivers of development and constrains to growth**

The paper studies the patterns in the development of the Russian financial market after the crisis of 2008. It's shown that along with positive phenomena, such as the creation of a modern financial market infrastructure and financial stabilization in 2015-2016, there are tendencies of deterioration of quantitative characteristics of the domestic stock market, it's lagging behind external competitors, and a decline in the role of this market in the economy. As the key reasons restraining the growth of the financial market, the study addresses the problems of the scarcity of attractive instruments of domestic savings, excessive administrative burden on the business, restrictions on internal competition, the lack of a strategy for developing the financial market, linked to the priorities of economic policy.

*JEL Classification:* E44, G2, G23, G24, G28, O16

УДК 336.76(470+571)  
ББК 65.264(2Рос)

**ISBN 978-5-93255-508-8**

**© Институт Гайдара, 2017**

# Содержание

Введение.....	7
<b>1. Инвестиционная привлекательность и динамика внутреннего рынка акций.....</b>	<b>11</b>
1.1. Доходность и риски инвестирования .....	11
1.2. Восстановление финансового рынка после кризиса 2008 г. .	17
1.3. Послекризисные темпы восстановления фондового рынка различных стран мира.....	21
<b>2. Конкурентоспособность российского фондового рынка и состояние внутренней конкуренции .....</b>	<b>26</b>
2.1. Показатели внешней конкурентоспособности российского рынка.....	26
2.2. Инвестиционный климат и фондовый рынок.....	35
2.3. Конкуренция с зарубежными фондовыми рынками .....	39
2.4. Фондовые рынки и ликвидность.....	41
2.5. Фондовые рынки и капитализация .....	47
2.6. Оценка состояния конкуренции .....	49
на внутреннем финансовом рынке .....	49
<b>3. Публичные размещения и вторичный рынок финансовых инструментов .....</b>	<b>58</b>
3.1. Рынок акций российских эмитентов .....	58
3.1.1. Крупнейшие эмитенты на рынке акций.....	58
3.1.2. Сегменты внутреннего рынка акций .....	62
3.1.3. Ключевые участники биржевого рынка акций .....	69
3.1.4. Роль рынка акций в российской экономике .....	75
3.2. Рынок облигаций российских эмитентов.....	78
3.2.1. Инвестиционная привлекательность облигаций .....	78
3.2.2. Тенденции и проблемы на рынке негосударственных облигаций .....	84
3.2.3. Тенденции и проблемы на рынке государственных ценных бумаг .....	111
3.3. Тенденции и проблемы развития срочного рынка .....	123
3.4. Формирование и трудности рынка инвестиционных паев ПИФов .....	127

<b>4. Роль финансовых посредников и биржевой инфраструктуры в развитии фондового рынка</b> .....	129
4.1. Деятельность небанковских финансовых организаций.....	129
4.2. Тенденции и проблемы развития биржевой инфраструктуры .....	138
4.2.1. <i>Достижения и ограничения в деятельности Московской биржи</i> .....	138
4.2.2. <i>Основные показатели деятельности центрального депозитария и клирингового центра</i> .....	148
<b>5. Инвесторы на российском финансовом рынке</b> .....	151
5.1. Достижения и сложности в развитии коллективных инвестиций и пенсионных сбережений.....	151
5.2. Привлечение средств частных инвесторов .....	159
5.3. Деятельность банков на финансовом рынке.....	166
5.4. Конкуренция за привлечение средств иностранных инвесторов .....	169
<b>6. Риски российского финансового рынка на среднесрочную перспективу</b> .....	174
6.1. Риски девальвации рубля и их влияние на внутренние сбережения .....	174
6.2. Зависимость стабильности рынка от цен на нефть .....	176
6.3. Carry trading и ее риски.....	177
6.4. Зависимость фондовых индексов от краткосрочного иностранного капитала .....	178
6.5. Диспропорции между денежным и фондовым рынками.....	178
6.6. Вытеснение внутренних участников рынка из структуры собственности инфраструктурных организаций .....	179
6.7. Рост роли государства как участника финансового рынка..	180
6.8. Избыточность административного бремени.....	180
6.9. Влияние внешних санкций на российский финансовый рынок .....	181
6.10. Риски высокой внешней задолженности.....	183
<b>Заключение</b> .....	184
<b>Список литературы</b> .....	196



## Обозначения и сокращения

- БОФЗ – бескупонные облигации федерального займа  
ВДР – валютно-денежный рынок (на Московской бирже)  
ВФБ – Всемирная федерация бирж  
ГКО – государственные краткосрочные бескупонные облигации  
ГСО – государственные сберегательные облигации  
ГО – государственные облигации  
ДКК – закрытое акционерное общество «Депозитарно-клиринговая компания», бывший расчетный депозитарий фондовой биржи НП «РТС», ликвидировано в 2015 г.  
ИБГ – интегрированные бизнес-группы  
ИИС – индивидуальные инвестиционные счета  
ИПК – индивидуальный пенсионный капитал  
КГК – контролируемые государством компании  
КО – корпоративные облигации  
НДЦ – некоммерческое партнерство «Национальный депозитарный центр», до создания НРД – расчетный депозитарий ММВБ  
НРД – небанковская кредитная организация «Акционерное общество «Национальный расчетный депозитарий (центральный депозитарий на российском финансовом рынке)»  
НПФ – негосударственный пенсионный фонд  
ОиИПИФы – открытые и интервальные паевые инвестиционные фонды  
ОПИФ – открытый паевой инвестиционный фонд  
ОФЗ – облигации федеральных займов  
ОФЗ-АД – облигации федерального займа с амортизацией долга  
ОФЗ-ИН – облигации федерального займа с номиналом, индексируемым по уровню инфляции в Российской Федерации  
ОФЗ-ПД – облигации федерального займа с постоянным купонным доходом  
ОФЗ-ПК – облигации федерального займа с переменным купонным доходом, привязанным к ставке РУОНИА  
ПИФ – паевой инвестиционный фонд  
ПУРЦБ – профессиональный участник рынка ценных бумаг  
РГК ВЭФ – рейтинг глобальной конкурентоспособности Всемирного экономического форума  
РИИ – рынок инноваций и инвестиций – специальная секция Московской биржи  
РО – региональные облигации

РПС – режим переговоров сделок на Московской бирже

СРО – саморегулируемая организация

СЧА – стоимость чистых активов

КЦ – клиринговый центр – центральный контрагент при расчетах по сделкам на Московской бирже

CDS – кредитный дефолтный своп

CDS Russia 5Y – кредитный дефолтный своп на суверенные облигации РФ со сроком обращения 5 лет

DJIA – Dow Jones Industrial Average, индекс промышленных акций Доу – Джонса (США)

ЕМЕА – группа стран, включающая Европу, Ближний Восток и Африку

EPFR – аналитический ресурс Emerging Portfolio Fund Research

ETFs – биржевые инвестиционные фонды

GFCl – индекс глобальных финансовых центров компании Z/YEN Group Limited

GFDD – база данных Всемирного банка Global Financial Development Database

GIB-subs – дочерние брокерские структуры крупных иностранных банков

HFTs – высокочастотная торговля

HHI – индекс Херфиндаля – Хиршмана

IPO – первичное публичное размещение акций

IPO-SPO – первичное и вторичные публичные размещения акций

P/BV Ratio – финансовый мультипликатор «цена / балансовая стоимость в расчете на акцию»

P/E Ratio – финансовый мультипликатор «цена / чистая прибыль на акцию»

Russia-EMEA-Equity – иностранные фонды, специализирующиеся на инвестициях в акции российских эмитентов

WDI – база данных The World Development Indicators Всемирного банка

## Введение

Российскому финансовому рынку исполнилось четверть века. За это время он стал одним из крупнейших развивающихся рынков в мире, обладающим современной биржевой инфраструктурой. Вместе с тем данный рынок принес российскому обществу как минимум три крупнейших финансовых потрясения: в 1998, 2008 гг. и в конце 2014 г. Воспоминания о крахе ГКО и финансовых пирамидах 1990-х оставили свой след в памяти населения и в современной истории России.

С серьезными вызовами российский финансовый рынок столкнулся в 2007–2016 гг. Снизилась его роль в глобальной капитализации акций и показателях биржевых торгов, уменьшились объемы средств, привлекаемых компаниями в виде IPO, обороты сделок слияния-поглощения. Относительный (к ВВП) уровень развития активов пенсионных и инвестиционных фондов, страховых организаций в России является одним из самых низких в мире. Согласно данным Росстата, близким к нулю остается вклад публичных размещений акций и корпоративных облигаций в источники финансирования основных средств. Без лишнего шума отложена задача построения в Москве международного финансового центра, что отчасти связано с секторальными санкциями, но в большей мере обусловлено внутренними проблемами менеджмента крупных проектов развития.

Отчасти трудности роста вызваны глобальными явлениями, такими как переориентация после 2008 г. потоков иностранных инвестиций от развивающихся экономик в пользу развитых фондовых рынков, торможение экономического роста в развивающихся странах, высокая волатильность и снижающаяся ликвидность финансовых рынков. Однако в большей мере проблемы российского финансового рынка связаны с внутренними факторами, такими как геополитические риски, структурные диспропорции экономики, неблагоприятный инвестиционный климат, рост влияния государства в экономике, низкий уровень конкуренции на внутреннем рынке, частые изменения правил формирования пенсионных накоплений, отсутствие реальной стратегии развития финансового рынка, патернализм и низкий уровень финансовой грамотности населения.

Многие из указанных тенденций и факторов анализируются в нашем исследовании. Его цель – показать основные тенденции в работе российского финансового рынка за последние 10–15 лет, драйверы его роста и препятствия, ограничивающие его развитие.

Для достижения указанной цели решались следующие задачи:

- проведен сравнительный анализ инвестиционной привлекательности финансовых инструментов российского и зарубежных фондовых рынков;
- оценена внешняя конкурентоспособность российского финансового рынка;
- проанализировано состояние внутренней конкуренции на рынке;
- по рынкам акций и облигаций исследованы проблемы листинга, ликвидности и сегментации биржевого рынка, влияния на него внутренних и внешних событий, выявлены основные группы инвесторов, оценен вклад рынка акций и корпоративных облигаций в экономику;
- рассмотрены вопросы эффективности деятельности финансовых посредников и биржевой инфраструктуры;
- проанализирована деятельность на финансовом рынке наиболее значимых групп инвесторов;
- систематизированы ключевые риски внутреннего финансового рынка.

Исследование опирается на обширные эмпирические данные, которые получены в результате обработки информации, раскрываемой Московской биржей, Росстатом, Банком России, информационно-аналитическими системами Блумберг, Cbonds, EPFR, Евромонитор, Investfunds.ru, НЛТУ, WDI и GFDD Всемирного банка, Всемирным экономическим форумом, Всемирной федерацией бирж и многими другими организациями.

В первой части рассмотрены характеристики внутреннего рынка акций в сравнении с восемью крупными развитыми и развивающимися рынками с точки зрения доходности-риска и ряда фундаментальных характеристик (мультипликаторы P/E и P/BV). Здесь же в сопоставлении с другими крупнейшими финансовыми кризисами проанализированы темпы восстановления индексов ММББ и РТС после кризиса 2008 г. Во втором разделе обобщены характеристики конкурентоспособности внутреннего финансового рынка и Московской биржи относительно финансовых рынков других стран. В третьем разделе отдельно по акциям, негосударственным и федеральным облигациям исследуются проблемы листинга, структуры эмитентов, состояние первичного и вторичного рынков, их сегментация, состав участников биржевых сделок. В четвертом разделе анализируется деятельность финансовых посредников и инфраструктурных организаций. В пятой части рассмотрены проблемы, возникающие в деятельности основных категорий инвесторов на российском фондовом рынке. В шестом разделе на основе проведенного анализа выделены наиболее существенные риски внутреннего финансового рынка. Наконец, в заключении

сформулированы основные выводы и предложения по итогам проведенного исследования.

Несмотря на текущую стабильность финансовой системы, на долгосрочном временном горизонте российский рынок акций остается одним из наиболее рискованных для инвесторов. Низкий спрос на акции российских компаний выражается в устойчиво низких мультипликаторах P/E и P/BV у внутренних фондовых индексов. На долгосрочных временных горизонтах с точки зрения доходности и риска более высокие результаты на внутреннем рынке демонстрируют портфели облигаций по сравнению с портфелями акций или смешанными активами.

По показателям глубины рынков акций и облигаций рынок российских эмитентов уступает не только показателям развитых стран, но и среднему показателю по семи развивающимся рынкам – конкурентам. Данная закономерность остается неизменной уже более 10 лет.

Причинами высокой волатильности, хронической недооценки и относительно низкого уровня развития внутреннего финансового рынка является слабость, даже на фоне развивающихся стран, внутренних институциональных инвесторов и ограниченный спрос на ценные бумаги российских эмитентов со стороны нерезидентов. Формированию внутренних институциональных инвесторов препятствуют нестабильные правила игры, проблемы внутренней конкуренции и регулирования, растущие административные издержки. Участию иностранных инвесторов мешают неблагоприятный инвестиционный климат, нестабильность макроэкономических параметров российской экономики, санкции и геополитическое противостояние, отсутствие экономической стратегии страны на перспективу.

При стагнации роста внутренних институциональных инвесторов и ограниченного интереса к негосударственным ценным бумагам со стороны нерезидентов, начиная с 2011 г. поддержка спроса на облигации российских эмитентов обеспечивалась за счет краткосрочных денежных средств, предоставляемых Банком России в форме сделок РЕПО. С 2016 г. рефинансирование банков стало менее прозрачным, оно осуществляется путем формирования денежных средств на банковских счетах бюджетополучателей в конечном счете из бюджета. Все это ведет к опережающему росту сделок РЕПО и практически к исчезновению сегмента рыночных сделок и режима переговорных сделок (РПС). Рынок облигаций все больше становится неликвидным и с непрозрачным ценообразованием, что ограничивает спрос на данные облигации со стороны инвесторов и вынуждает эмитентов оплачивать повышенную премию за ликвидность выпуска.

Серьезным препятствием для развития внутреннего рынка является проблема ограниченной конкуренции. На фондовый рынок прекратился приход новых эмитентов акций, число лицензий, выдаваемых за год профессиональным участникам рынка, снизилось до нескольких единиц. К проблемам конкуренции можно отнести и то, что после биржевой реформы 2011 г. частные организации – внутренние участники рынка, обеспечивающие на фондовом рынке более половины биржевых оборотов, были фактически вытеснены из числа акционеров Московской биржи, занимающей монопольное положение на рынке. Это существенно сдерживает влияние данных организаций на формирование стратегии развития биржи и ее текущих приоритетов, что ограничивает конкуренцию и возможность реализации данными участниками инновационной ренты.

Конечно, это не полный перечень выявленных проблем, но и они показывают, что внутренний финансовый рынок сталкивается с массой барьеров для развития, устранение которых позволило бы более полно реализоваться его потенциалу.

Настоящее исследование во многом опиралось на данные и расчеты, полученные в процессе подготовки научно-исследовательских работ государственного задания РАНХиГС в 2015–2017 гг. по тематике, посвященной фондовому рынку, институциональным инвесторам, эффективности деятельности компаний с государственным участием. Автор выражает глубокую признательность д.э.н. профессору А.Д. Радыгину за ценные замечания и редактирование этой работы.

# 1. Инвестиционная привлекательность и динамика внутреннего рынка акций

## 1.1. Доходность и риски инвестирования

В 2016 г. российский рынок акций стал рекордсменом по доходности среди всех фондовых рынков мира. За год индекс РТС вырос на 52,3%, а индекс ММВБ – на 26,8% (рис. 1). Более быстрый рост индекса РТС обусловлен укреплением рубля в 2016 г., поскольку он отражает цены акций российских компаний в долларах. Другими драйверами роста российских фондовых индексов стали повышение цен на нефть, приток денежных средств нерезидентов на фоне укрепляющегося рубля и стабильно высокой ключевой ставки, ожидания инвесторами восстановления экономического роста.

Российский рынок акций вновь показал, что он относится к рынкам с повышенной волатильностью, которые либо становятся лидерами по

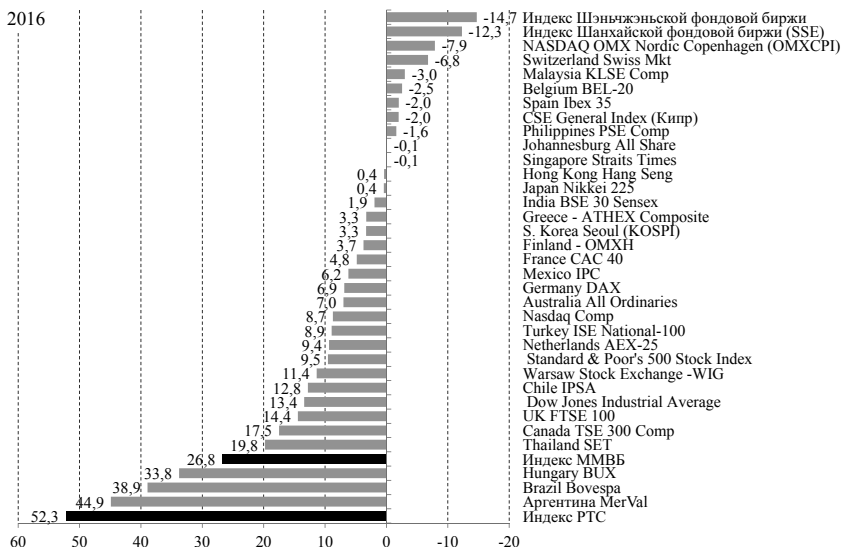
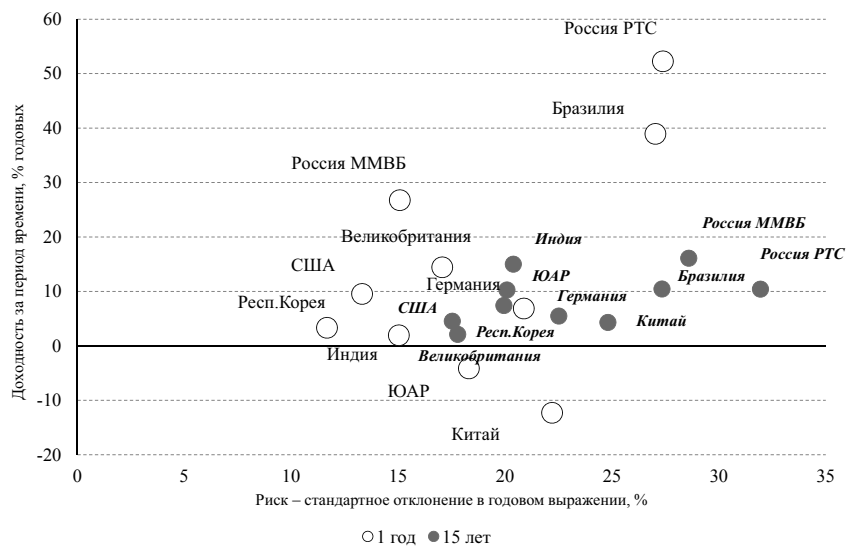


Рис. 1. Доходность фондовых индексов на крупнейших биржах мира в 2016 г., % годовых

Источник: расчеты автора по данным Factiva и The Wall Street Journal.

доходности, либо возглавляют списки аутсайдеров. Например, в 2016 г. наихудшую доходность среди рассматриваемой группы стран в размере -14,7% годовых продемонстрировал индекс Шэньчжэньской фондовой биржи (Китай), который в 2015 г. вырос на 63,2%, став абсолютным лидером по доходности среди всех других рынков.

Более полную характеристику инвестиционной привлекательности рынка дает рассмотрение его доходности с учетом параметров риска на разных временных горизонтах инвестирования. На *рис. 2* и в *табл. 1* российские индексы РТС и ММВБ сравниваются с индексами других крупных фондовых рынков (США, Великобритании, Германии, Республики Корея, Китая, Индии, Бразилии и ЮАР) по доходности и рискам<sup>1</sup>. В 2016 г. с доходностью 52,3% и стандартным отклонением 27,3% индекс РТС из всех 10 рассмотренных индикаторов показал наивысший результат как



*Рис. 2.* Сравнительный анализ фондовых индексов ряда стран на основании критериев доходности и риска, исчисленных в годовом выражении за 2016 г. и за период 2002–2016 гг.

*Источник:* расчеты автора по данным Блумберг.

<sup>1</sup> В данном случае фондовые индексы были выражены в национальных валютах и без корректировки на уровень инфляции. В отличие от индекса ММВБ индекс РТС, как мы уже отмечали, рассчитывается в долларах, поэтому он более точно отражает параметры доходности и риска российского рынка в сравнении с другими странами.



Таблица 1

**Среднегеометрические доходности и риск ряда фондовых индексов  
за разные периоды по состоянию на 31.12.2016 г.**

	1 год	3 года	5 лет	10 лет	15 лет
<b>Доходность, % годовых</b>					
S&P 500 (США)	9,5	6,6	12,2	4,7	4,6
Vovespa (Бразилия)	38,9	5,4	1,2	3,1	10,4
FTSE 100 (Великобритания)	14,4	1,9	5,1	1,4	2,1
DAX (Германия)	6,9	6,3	14,2	5,7	5,5
Индекс Шанхайской фондовой биржи	-12,3	13,6	7,1	1,5	4,3
Индекс ММВБ	26,8	14,1	9,7	2,8	16,1
Индекс РТС	52,3	-7,2	-3,6	-5,0	10,4
KOSPI (Республика Корея)	3,3	0,2	2,1	3,5	7,4
BSE 30 Sensex (Индия)	1,9	7,9	11,5	6,8	15,0
Johannesburg TOP 40 (ЮАР)	-4,1	1,9	9,0	6,9	10,3
<b>Риск-стандартное отклонение в годовом исчислении, %</b>					
S&P 500 (США)	13,3	13,6	12,9	18,9	17,5
Vovespa (Бразилия)	27,0	25,0	23,5	27,3	27,3
FTSE 100 (Великобритания)	17,1	15,3	14,3	18,8	17,8
DAX (Германия)	20,9	20,6	19,1	22,4	22,5
Индекс Шанхайской фондовой биржи	22,2	26,1	22,8	26,5	24,8
Индекс ММВБ	15,1	19,5	18,8	27,5	28,6
Индекс РТС	27,4	34,0	29,0	33,6	31,9
KOSPI (Республика Корея)	11,7	11,5	12,7	18,6	19,9
BSE 30 Sensex (Индия)	15,0	14,2	15,0	20,4	20,4
Johannesburg TOP 40 (ЮАР)	18,3	17,1	16,0	20,6	20,1
<b>Коэффициент «доходность/риск»</b>					
S&P 500 (США)	0,72	0,49	0,94	0,25	0,26
Vovespa (Бразилия)	1,44	0,21	0,05	0,11	0,38
FTSE 100 (Великобритания)	0,85	0,12	0,36	0,07	0,12
DAX (Германия)	0,33	0,31	0,75	0,25	0,24
Индекс Шанхайской фондовой биржи	-0,55	0,52	0,31	0,06	0,17
Индекс ММВБ	1,78	0,72	0,52	0,10	0,56
Индекс РТС	1,91	-0,21	-0,12	-0,15	0,33
KOSPI (Республика Корея)	0,28	0,02	0,17	0,19	0,37
BSE 30 Sensex (Индия)	0,13	0,56	0,77	0,33	0,74
Johannesburg TOP 40 (ЮАР)	-0,23	0,11	0,57	0,33	0,51

*Источник:* расчеты автора по данным Блумберг.

по доходности, так и по уровню риска. Удлинение временного горизонта инвестирования с 1 до 15 лет для выбранных 10 финансовых инструментов в нашем случае привело к закономерным общим эффектам для диверсифицированных портфелей: к сокращению дисперсии доходностей портфелей и позитивной доходности всех портфелей в выборке наряду с сохранением дисперсии стандартных отклонений данных портфелей при росте их среднего значения риска [1]. При этом на 15-летнем периоде в

2002–2016 гг. с доходностью 10,4% годовых индекс РТС характеризовался самым высоким показателем стандартного отклонения по сравнению с другими рассматриваемыми фондовыми индексами в размере 31,9% в расчете за год. За тот же период времени в годовом исчислении доходность индекса ММВБ составила 16,1%, показатель стандартного отклонения – 28,6%, т.е. по уровню риска рублевый индекс ММВБ уступил только индексу РТС.

Таким образом, относительно высокая доходность, демонстрируемая индексами РТС и ММВБ на разных временных горизонтах, является компенсацией за повышенные риски инвестирования в российские акции. В свою очередь, более высокая на фоне других развитых и развивающихся стран волатильность российских фондовых индексов связана с нестабильностью экономического роста, его зависимостью от внешней конъюнктуры, с рисками девальвации рубля, слабыми характеристиками инвестиционного климата, низким уровнем развития внутренних институциональных инвесторов и высоким влиянием на цены акций денежных потоков спекулятивных иностранных инвесторов. Более подробно на данных аспектах российского фондового рынка мы остановимся ниже.

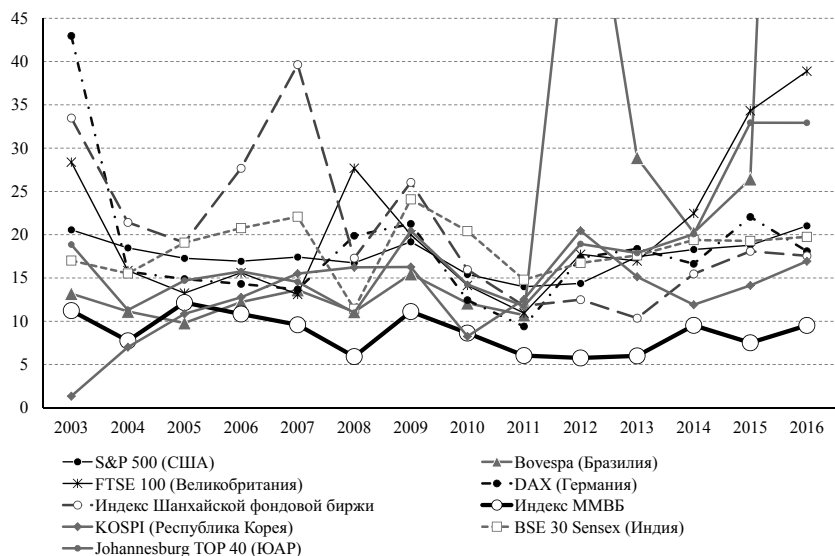


Рис. 3. Динамика коэффициента «цена / чистая прибыль на акцию» (P/E Ratio) по ряду стран в 2003–2016 гг.

Источник: расчеты автора по данным Блумберг.

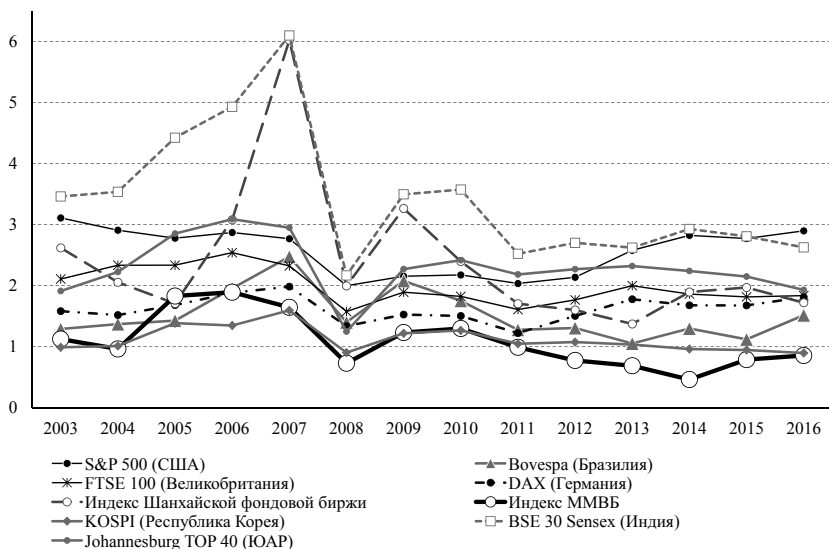


Рис. 4. Динамика коэффициента «цена / балансовая стоимость на акцию» (P/BV Ratio) по ряду стран в 2003–2016 гг.

Источник: расчеты автора по данным Блумберг.

Высокая премия за перечисленные выше риски, к которым в последние годы добавилась также геополитическая неопределенность, приводит к занижению инвесторами справедливой стоимости акций российских компаний, в результате чего в течение многих лет данные акции торгуются на вторичном рынке при очень низких значениях фундаментальных характеристик компаний (см. рис. 3, 4 и табл. 2). Как показано на рис. 3, несмотря на то что в 2016 г. мультипликатор «цена / чистая прибыль в расчете на акцию» (P/E Ratio) по группе компаний из индекса ММВБ по сравнению с предшествующим годом вырос с 7,5 до 9,5, его значение было самым низким по сравнению с аналогичными показателями фондовых индексов США, Великобритании, Германии, Бразилии, Республики Корея, Китая, Индии и ЮАР. Аналогичным образом среднее значение мультипликатора P/E индекса ММВБ за период 2003–2016 гг. в размере 8,7 было также самым низким из всех стран в рассматриваемой выборке.

Как показано на рис. 4, при росте мультипликатора «цена / балансовая стоимость в расчете на акцию» (P/BV Ratio) индекса ММВБ в 2016 г. с 0,8 до 0,9 относительно 2015 г. его значение также было самым низким по сравнению с аналогичными показателями фондовых индексов восьми

Таблица 2  
Динамика коэффициентов «цена / чистая прибыль на акцию» и «цена / балансовая стоимость на акцию» по ряду стран в 2003–2016 гг.

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Среднее за 2003–2016
<b>Коэффициент «цена / чистая прибыль на акцию» (P/E Ratio)</b>															
S&P 500 (США)	20,6	18,5	17,3	16,9	17,4	19,7	19,2	15,4	14,0	14,4	17,4	18,3	18,8	21,0	17,6
Voicesra (Бразилия)	13,2	11,1	9,8	12,2	13,6	11,1	15,5	12,1	10,7	69,9	28,9	20,2	26,4	177,0	30,8
FTSE 100	28,4	15,9	13,3	15,6	13,1	27,7	20,0	14,1	10,9	17,7	17,0	22,5	34,3	38,9	20,7
DAX (Германия)	43,0	15,7	14,9	14,3	13,7	19,9	21,2	12,4	9,4	17,3	18,4	16,6	22,0	18,1	18,4
Индекс Шанхайской фондовой биржи	33,5	21,4	19,1	27,7	39,6	17,3	26,0	16,0	11,8	12,5	10,4	15,5	18,1	17,6	20,5
Индекс ММВБ	11,2	7,7	12,2	10,8	9,6	5,9	11,1	8,6	6,0	5,8	6,0	9,5	7,5	9,5	8,7
KOSPI (Республика Корея)	1,3	7,0	10,9	12,8	15,5	16,2	16,3	8,3	12,5	20,5	15,1	11,9	14,1	16,9	12,8
BSE 30 Sensex (Индия)	17,0	15,5	19,1	20,8	22,1	11,4	24,1	20,4	14,8	16,7	17,6	19,4	19,3	19,7	18,4
Johannesburg TOP 40 (ЮАР)	18,9	11,3	14,7	15,8	14,5	11,0	20,4	14,2	11,7	18,9	17,9	20,1	32,9	32,9	18,2
<b>Коэффициент «цена / балансовая стоимость на акцию» (P/BV Ratio)</b>															
S&P 500 (США)	3,1	2,9	2,8	2,9	2,8	2,0	2,2	2,2	2,0	2,1	2,6	2,8	2,8	2,9	2,6
Voicesra (Бразилия)	1,3	1,4	1,4	2,0	2,5	1,4	2,1	1,8	1,3	1,3	1,1	1,3	1,1	1,5	1,5
FTSE 100	2,1	2,3	2,3	2,5	2,3	1,6	1,9	1,8	1,6	1,8	2,0	1,9	1,8	1,8	2,0
DAX (Германия)	1,6	1,5	1,7	1,9	2,0	1,3	1,5	1,5	1,2	1,5	1,8	1,7	1,7	1,8	1,6
Индекс Шанхайской фондовой биржи	2,6	2,1	1,7	3,1	6,0	2,0	3,3	2,4	1,7	1,6	1,4	1,9	2,0	1,7	2,4
Индекс ММВБ	1,1	1,0	1,8	1,9	1,9	0,7	1,2	1,3	1,0	0,8	0,7	0,5	0,8	0,9	1,1
KOSPI (Республика Корея)	1,0	1,0	1,4	1,3	1,6	0,9	1,2	1,3	1,0	1,1	1,0	1,0	0,9	0,9	1,1
BSE 30 Sensex (Индия)	3,5	3,5	4,4	4,9	6,1	2,2	3,5	3,6	2,5	2,7	2,6	2,9	2,8	2,6	3,4
Johannesburg TOP 40 (ЮАР)	1,9	2,2	2,9	3,1	2,9	1,2	2,3	2,4	2,2	2,3	2,3	2,2	2,1	1,9	2,3

Источник: расчеты автора по данным Блумберг.

рассматриваемых стран. При этом среднее значение мультипликатора P/BV индекса ММВБ за период 2003–2016 гг. в размере 1,1 было также самым низким из всех стран в выборке.

Как видно из *табл. 2*, весь рассматриваемый период наблюдения по большинству развивающихся рынков (Бразилия, Индия, Китай, Россия и ЮАР) значения мультипликатора P/BV до настоящего времени так и не достигли своих показателей, зафиксированных до кризиса в 2007 г. На фоне данных рынков Россия выделяется лишь более низким значением данного финансового коэффициента. Это объясняется тем, что после кризиса произошел разворот в потоках глобальных портфельных инвестиций. До кризиса в развитых странах наблюдалась ситуация «избытка сбережений», когда дешевые кредиты для домохозяйств и бизнеса стимулировали ускоренный рост потребления, а аккумулируемые ими сбережения перемещались в крупные развивающиеся страны. После кризиса 2008 г. данная тенденция перестала работать, что привело к стагнации или даже оттоку портфельных инвестиций из развивающихся стран в пользу развитых рынков.

## 1.2. Восстановление финансового рынка после кризиса 2008 г.

В 2016 г. рынок акций продолжал восстановление после спада в 2008 г. В этом смысле наиболее знаменательным событием года стало восстановление индекса ММВБ до его предкризисного уровня, зафиксированного в мае 2008 г. (*табл. 3*). В 1997–1998 гг. после падения на 73,0% индекс ММВБ восстановился всего за 8 месяцев, в то время как после спада в 2008 г. на 68,2% его восстановление заняло целых 92 месяца, т.е. в 11,5 раза дольше, что было связано с более медленными темпами восстановления нефтяных цен и меньшими масштабами девальвации рубля. Восстановление индекса РТС – как эквивалента стоимости вложения в акции российских эмитентов в валюте – до предкризисного пика затягивается. При падении данного индекса в 1997–1998 гг. на 91,3% его восстановление до предкризисного пика произошло за 58 месяцев. По состоянию на февраль 2017 г. после спада индекса РТС в 2008 г. на 78,2% его текущее значение остается менее 50% от предкризисного пика уже в течение 97 месяцев. Вероятнее всего, полное восстановление индекса РТС до исторического максимума потребует не только конъюнктурного роста цен на нефть, но и структурных изменений в российской экономике и прихода на фондовый рынок долгосрочных инвестиционных ресурсов.

Таблица 3

**Финансовые кризисы 1997–1998 гг. и 2008–2009 гг. в России  
и последующее восстановление рынка (по состоянию на 7 марта 2017 г.)**

	Кризис 1997–1998 гг.	Кризис 2008–2009 гг.
1. Падение от пика		
1.1. Глубина, %		
Индекс РТС	-91,3	-78,2
Индекс ММВБ	-73,0	-68,2
1.2. Продолжительность, мес.		
Индекс РТС	14	8
Индекс ММВБ	13	6
2. Восстановление, мес.		
Индекс РТС	58	97*
Индекс ММВБ	8	92

\* На февраль 2017 г. за 97 месяцев после спада текущее значение индекса РТС составило менее 50% от докризисного пика.

*Источник:* расчеты автора по данным Московской биржи.

На рис. 5, 6 показано влияние фактора девальвации рубля на динамику российских фондовых индексов после двух последних финансовых кризисов. Быстрому восстановлению рублевого индекса ММВБ после 1998 г. помогла 5-кратная девальвация рубля (рис. 5). Индекс РТС восстанавливался в течение 5 лет лишь вслед за восстановлением нефтяных цен (рис. 7) и нескольких лет устойчивого экономического роста (рис. 8). Полное восстановление российского фондового рынка произошло только ко второй половине 2003 г., однако на тот момент времени оно совпало с присвоением России инвестиционных суверенных рейтингов агентством Moody's 8 октября 2003 г., Fitch 17 ноября 2004 г. и S&P 31 января 2005 г. Получение доступа российскими эмитентами к дешевым иностранным займам наряду с ростом нефтяных цен в середине 2000-х годов обеспечило бурный рост российского рынка акций и корпоративных облигаций.

После кризиса 2008 г. даже для восстановления рублевого индекса ММВБ потребовалось более 7,5 года (рис. 6). Способствовавшая восстановлению девальвация рубля в отличие от событий 1998 г. была не столь значительной, причем резкое падение курса рубля пришлось на лето 2014 г. За период с мая 2008 г. по февраль 2017 г. курс рубля обесценился в 2,4 раза. Что касается валютного индекса РТС, то и сегодня, спустя 8 лет после своего падения, он достиг лишь 44,7% от предкризисного уровня. В соответствии с траекторией изменения цен на нефть марки Brent по-

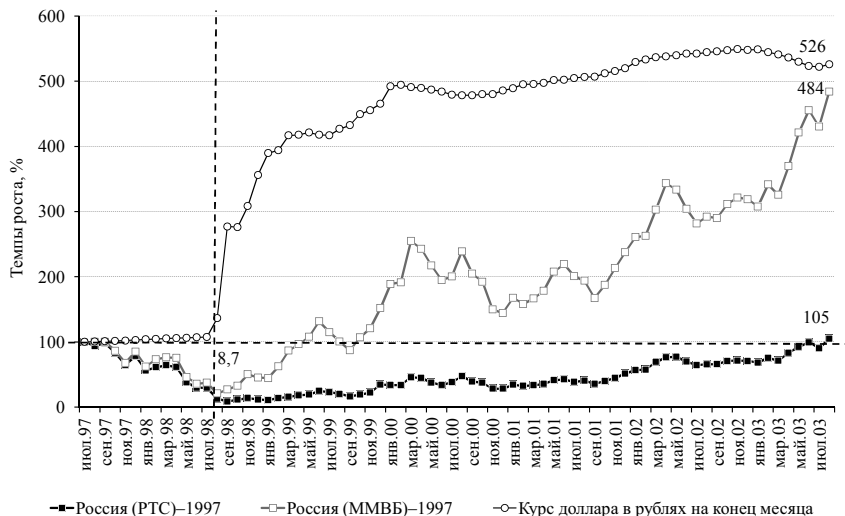


Рис. 5. Темпы роста курса доллара, индекса РТС и индекса ММВБ в 1997–2003 г. (июль 1997 г. = 100%)

Источник: расчеты автора по данным Московской биржи и Банка России.

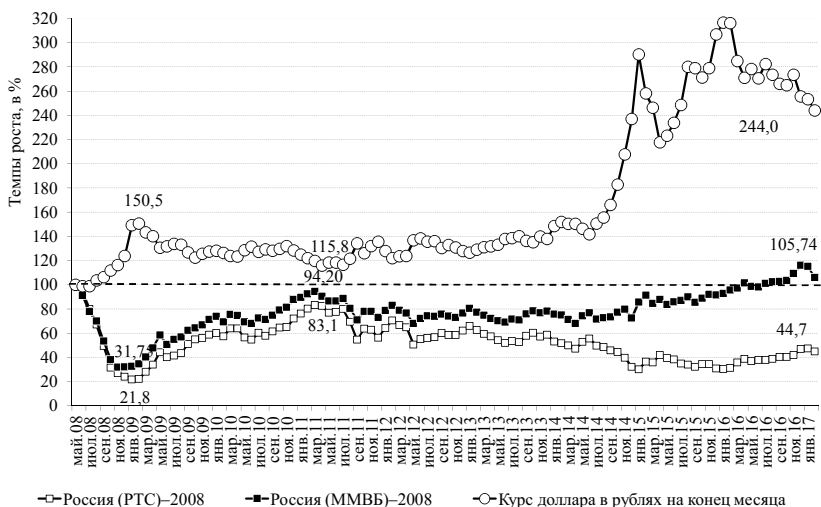


Рис. 6. Темпы роста курса доллара, индексов РТС и ММВБ с мая 2008 г. по февраль 2017 г. (май 2008 г. = 100%)

Источник: расчеты автора по данным Банка России и Московской биржи.

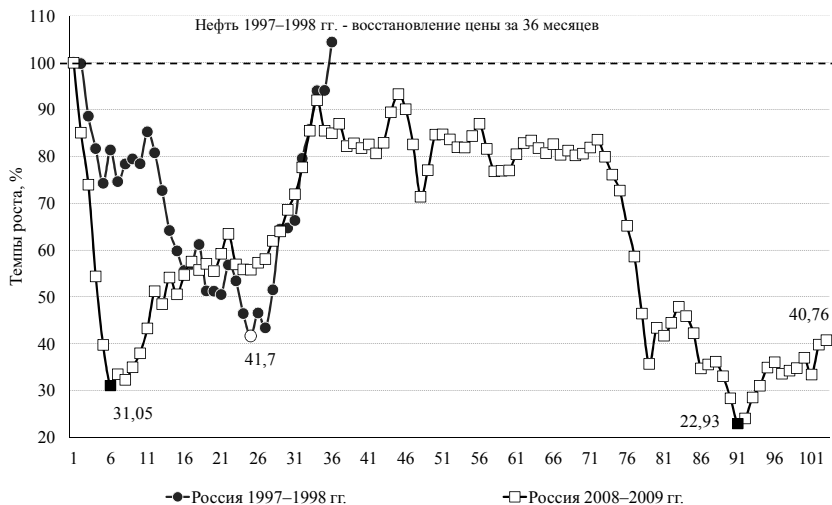


Рис. 7. Темпы роста цен на нефть марки Brent во время финансовых кризисов в России (пик цены = 100%) на февраль 2017 г.

Источник: расчеты автора по данным IFS МВФ и Международного энергетического агентства.

сле кризиса 2008 г. (рис. 7) медленное восстановление индекса РТС осуществляется в форме W-образной кривой, более характерной для среднесрочных мировых кризисов. Дальнейшие перспективы восстановления индекса РТС пока являются неопределенными. Исходя из логики восстановления фондового рынка после кризиса 1998 г., для этого необходимы, как минимум, возвращение нефтяных цен к предкризисному уровню с их последующим повышением, что вряд ли возможно в ближайшие годы<sup>1</sup>, а также устойчивый рост российской экономики на протяжении нескольких лет, который пока представляется проблематичным.

Пока же (по состоянию на март 2017 г.) за 102 месяца (8,5 года), прошедших после достижения ценой нефти марки Brent 133,90 долл./барр. в июле 2008 г., ее цена остается на уровне лишь 40,7% от этого максимума (рис. 7). Это означает, что текущий спад экономики и финансового рынка носит в большей мере не циклический, а структурный характер.

<sup>1</sup> В ближайшие годы цены на нефть будут сохраняться на умеренном уровне, демонстрируя, по словам ректора РАНХиГС В. Мау, «новую нефтяную реальность» [2]. Согласно оценкам Всемирного банка (2017), средние цены на нефть в постоянных долларах 2010 г. вырастут с 45,7 долл. за баррель в 2016 г. до 66,0 долл. в 2030 г., т.е. всего на 44,4% за 15-летний период [3].



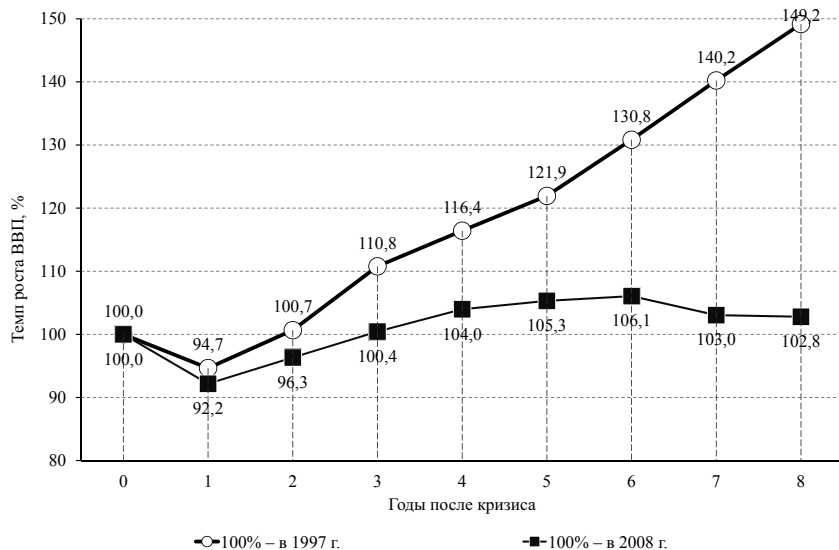


Рис. 8. Темпы роста ВВП России после 1998 г. и после 2008 г., %  
 Источник: расчеты автора по данным Росстата.

Соответственно, дальнейшее восстановление индекса РТС возможно лишь при проведении успешных структурных реформ в российской экономике.

Пока же в отличие от кризиса 1997–1998 гг., когда быстрое восстановление цен на нефть вместе с эффектом девальвации рубля вызвали следующий ускоренный рост российской экономики, низкие цены на нефть и отсутствие активных структурных реформ привели к стагнации или медленному росту экономики. Как показано на рис. 8, прирост ВВП за период 2008–2016 гг. составил всего 2,8%, в то время как за те же 8 лет, прошедшие после 1997 г., прирост российской экономики достиг 49,2%.

### 1.3. Послекризисные темпы восстановления фондового рынка различных стран мира

На фоне прежних краткосрочных финансовых кризисов в мире (в США в 1987, 2000 и 2007 гг., в Мексике в 1994 г., в Индонезии и Бразилии в 1997 г.), продолжавшихся 5–6 лет, спад и постепенное восстановление индекса РТС, длящиеся 105 месяцев (8,7 года), уже стали рекордным (рис. 9).

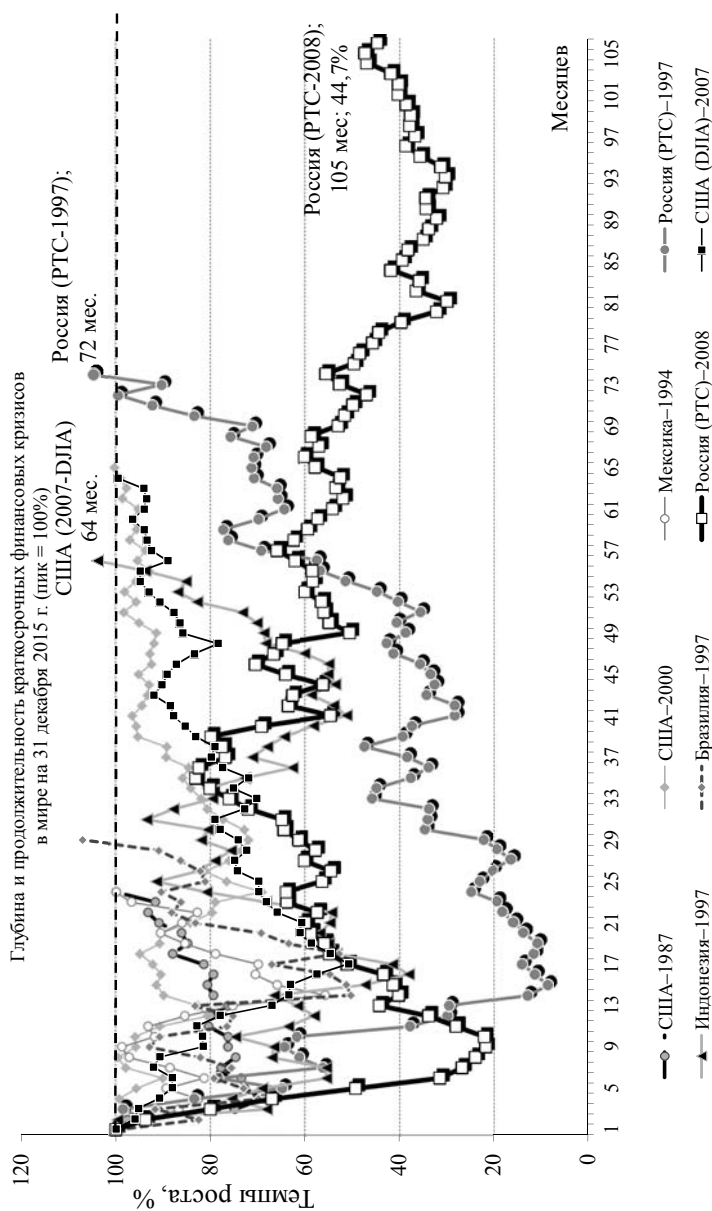


Рис. 9. Глубина и продолжительность краткосрочных финансовых кризисов в мире на февраль 2017 г. (пик = 100%)  
 Источник: расчеты автора по данным Московской биржи, ресурсов Factiva и [www.finance.yahoo.com](http://www.finance.yahoo.com)

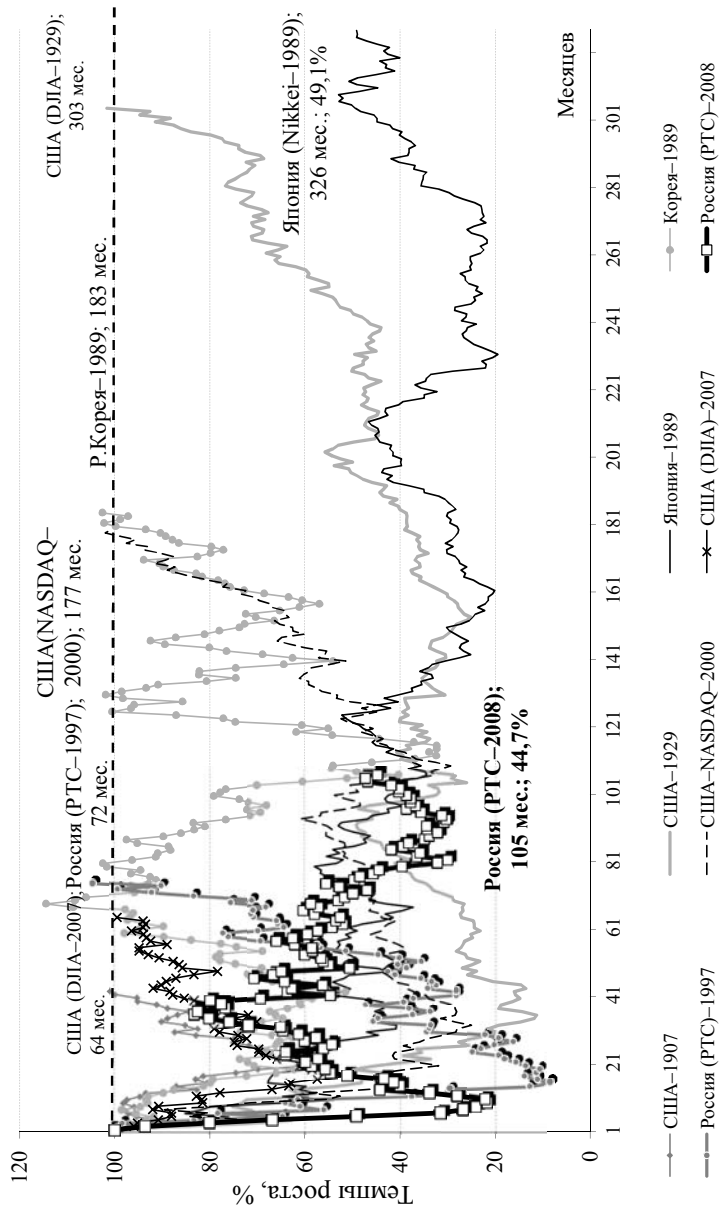


Рис. 10. Глубина и продолжительность долгосрочных финансовых кризисов в мире по состоянию на февраль 2017 г. (пик = 100%)

Источник: расчеты автора по данным Московской биржи, ресурсов Factiva и [www.finance.yahoo.com](http://www.finance.yahoo.com)

Данный кризис в России наряду с некоторыми другими развивающимися странами приобрел черты среднесрочного.

W-образная траектория восстановления индекса характерна для стран, где финансовые кризисы были связаны со структурными диспропорциями в экономике, такими как кризис в Южной Корее в 1989 г. и в США на рынке акций инновационных компаний в 2000 г. (рис. 10). Данные кризисы длились соответственно 183 и 177 месяцев. Однако в настоящее время значения обоих упомянутых фондовых индексов находятся выше их максимальных докризисных уровней. Как показано на графике, текущая траектория индекса РТС, который за 105 месяцев спада достиг 44,7% от максимального значения до кризиса 2008 г., во многом повторяет траекторию восстановления индексов KOSPI и NASDAQ.

Самыми долгосрочными кризисами в истории фондового рынка являются спад американского рынка акций, порожденный Великой депрессией 1929–1933 гг., а также кризис акций японских компаний начиная с 1989 г. Восстановление фондового индекса Доу – Джонс индустриал эвередж (ДИА) в США после Великой депрессии продолжалось 303 месяца, или 25,3 года. В 2015 г. данный антирекорд был побит японским индексом NIKKEI-225, который по состоянию на февраль 2017 г. не может восстановиться в течение 326 месяцев, или немногим более 27 лет. Его значение в феврале 2017 г. составляло лишь 49,1% от максимального ежемесячного значения пика 1989 г.

Проблема медленного восстановления фондового рынка, помимо России, характерна для двух других стран – членов БРИКС, а именно для Китая и Бразилии (рис. 11). После падения в июне 2008 г. по состоянию на февраль 2017 г. бразильский фондовый индекс *Vovessa* в течение 105 месяцев достиг 91,8% предкризисного пика, т.е. вплотную подошел к полному восстановлению, которое, вероятно, произойдет в 2017 г. Наоборот, после спада 2008 г. индекс Шанхайской фондовой биржи (Китай) за 112 месяцев достиг лишь 54,4%. В России тенденции восстановления рублевого индекса ММВБ и валютного индекса РТС разошлись: по истечении 98-месячного периода времени индекс ММВБ полностью восстановился, а индекс РТС за 105 месяцев достиг значения лишь 44,7% предкризисного пика. Из всех стран БРИКС более оперативно восстановились рынки акций в Индии и ЮАР. Индексы Йоханнесбургской фондовой биржи (JTOP) и индийского фондового рынка (BSE Sensex) сумели выйти на уровень предкризисных пиков соответственно за 44 и 70 месяцев. В 2016 г. к списку восстановившихся фондовых индексов стран БРИКС добавился российский фондовый индекс ММВБ.

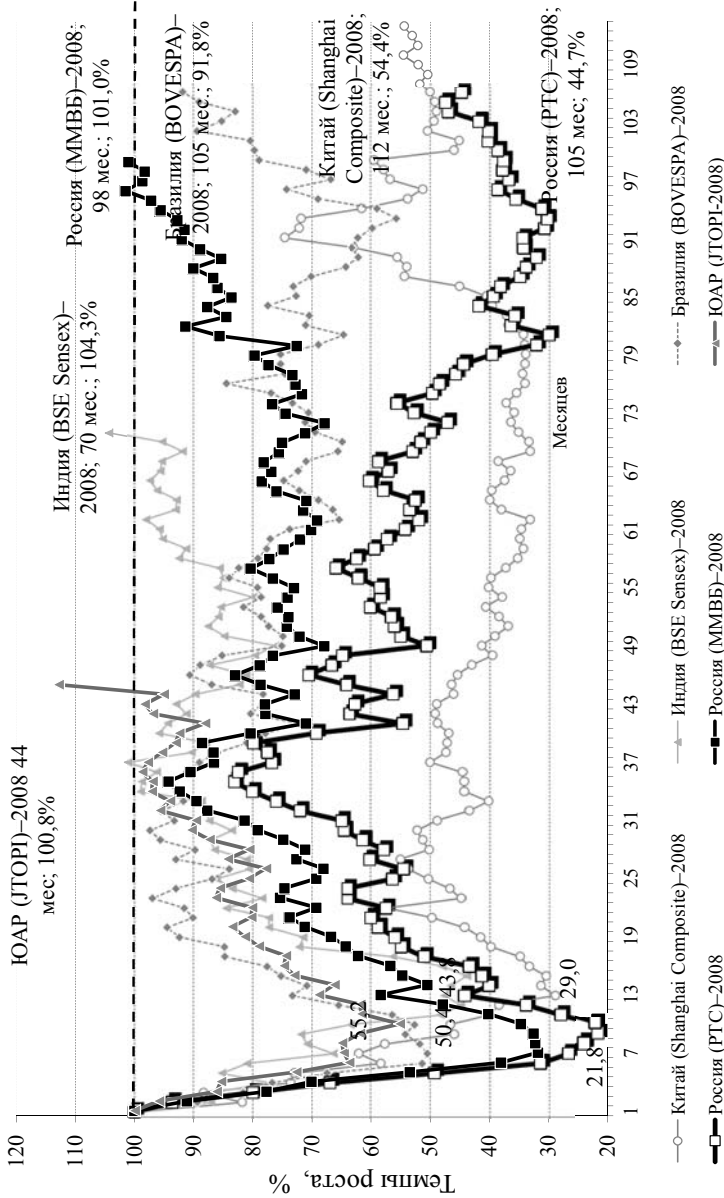


Рис. 11. Глубина и продолжительность финансового кризиса 2008 г. в странах БРИКС на февраль 2017 г. (пик 2008 г. = 100%)

Источник: расчеты автора по данным Московской биржи, ресурсов Factiva и [www.finance.yahoo.com](http://www.finance.yahoo.com)

## 2. Конкурентоспособность российского фондового рынка и состояние внутренней конкуренции

### 2.1. Показатели внешней конкурентоспособности российского рынка

Согласно определению Я.М. Миркина [4], конкурентоспособность национального финансового сектора представляет его способность в сравнении с другими странами привлекать и перераспределять внешние и внутренние денежные ресурсы на цели развития с минимальными издержками и рисками, формировать центры концентрации ликвидности и финансового посредничества, являющиеся каналами экономического влияния, экспортировать финансовые услуги и продукты, обеспечивать использование национальной валюты в международном финансовом обороте.

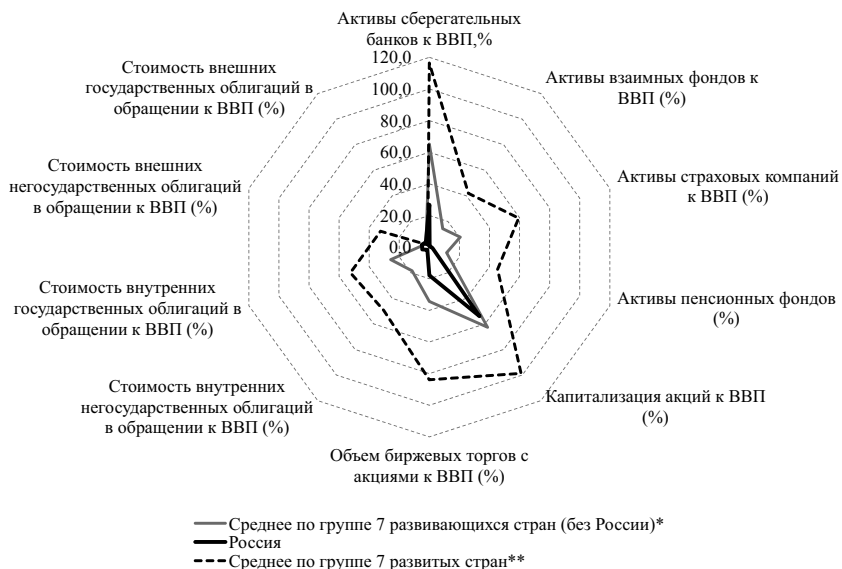
Для оценки конкурентоспособности российского финансового рынка на *рис. 12* и *13* он сравнивается по 10 критериям со средними показателями групп из семи крупных развитых и развивающихся рынков. Данные за 2005 и 2014 гг. взяты из последнего обзора Всемирного банка «Global Financial Development Database (GFDD)» за июнь 2016 г. Первые четыре показателя (активы сберегательных банков, пенсионных фондов, страховщиков и взаимных фондов в долях ВВП) характеризуют внутренний инвестиционный потенциал финансовых рынков. Следующие два показателя – доля капитализации и объемов торгов акциями к ВВП – показывают относительный уровень развития локальных рынков акций. Наконец, последние четыре показателя характеризуют уровень развития в странах облигационного рынка. Два из них показывают относительный размер стоимости внутренних облигаций, находящихся в обращении, – соответственно государственных и негосударственных. Другие два показателя измеряют относительный размер стоимости государственных и негосударственных облигаций, выпущенных на внешних рынках.

При рассмотрении указанных характеристик финансовых рынков необходимо иметь в виду, что чем больше финансовая глубина, тем более развитой является экономика, т.е. тем лучше она способна финансировать инновации, устойчивый рост [5].

На основании данных *рис. 12*, *13* и количественных характеристик в *табл. 4* можно выделить следующие важные тенденции в развитии финансовых рынков крупнейших стран:

- по всем рассматриваемым 10 показателям, за исключением относительных размеров внешнего государственного долга, характеристики развитых рынков существенно превышают показатели развивающихся рынков;
- наиболее крупным финансовым институтом на рынках развитых и развивающихся стран по критерию доли активов в ВВП в течение 10 последних лет остаются сберегательные банки, хотя отрыв между ними и институциональными инвесторами (пенсионными и взаимными фондами, страховщиками) за это время стал значительно меньше;
- в среднем на развитых и развивающихся рынках размер рынка акций, характеризуемый показателем доли капитализации компаний в ВВП, существенно превышает относительный размер внутреннего рынка негосударственных облигаций;
- за рассматриваемое 10-летие относительные размеры капитализации компаний и биржевых торгов их акциями на развитых рынках практически не изменились, а на развивающихся рынках они существенно выросли;
- как для развитых, так и для развивающихся стран внутренний облигационный рынок имеет большее значение по сравнению с внешними заимствованиями, относительные размеры капитализации государственных и негосударственных облигаций на внутреннем рынке существенно превышают аналогичные характеристики внешних рынков;
- за прошедшие 10 лет на внутренних облигационных рынках наиболее динамично росла стоимость государственных облигаций в развитых странах, а также стоимость государственных и негосударственных облигаций в развивающихся странах;
- на внешних облигационных рынках наиболее значимым является относительный размер стоимости негосударственных заимствований компаний из развитых стран, при этом за 10 лет данный показатель демонстрировал динамичный рост как в развитых, так и в развивающихся странах;
- на внешних облигационных рынках наблюдалась полная стагнация государственного долга как развитых, так и развивающихся стран, в данном случае государственные заимствования осуществлялись преимущественно на внутренних долговых рынках.

Характеризуя показатели относительного уровня развития российского финансового рынка по сравнению со средними индикаторами рассматриваемых развитых и развивающихся рынков, можно выделить следующие особенности.



\* Бразилия, Китай, Индия, Республика Корея, Мексика, Польша и ЮАР.

\*\* Австралия, Канада, Франция, Германия, Япония, Великобритания и США.

Рис. 12. Показатели уровня развития и глубины финансового рынка России и разных групп стран в 2005 г.

Источник: расчеты автора на основании данных Global Financial Development Database (GFDD) за июнь 2016 г.

За редким исключением, практически все 10 относительных показателей уровня развития финансового рынка в России существенно ниже средних показателей не только по развитым, но и по развивающимся рынкам как в 2005 г., так и в 2014 г. (табл. 4). На фоне всех 10 показателей на российском рынке выделяются лишь два индикатора: относительный размер активов сберегательных банков и капитализация компаний. За 10 лет размеры активов сбербанков в России выросли с 26,7% ВВП до 59,2% ВВП, однако отставание от средних показателей развивающихся и развитых стран сохранялось: в 2014 г. данные показатели там равнялись соответственно 91,2 и 124,7% ВВП. Размер капитализации российских компаний за тот же период времени снизился с 54,0 до 27,8% ВВП. Аналогичный показатель в 2014 г. составил 81,3% в развивающихся и 97,0% в развитых странах.

Наибольший провал показателей развития российского финансового рынка наблюдается в части характеристик активов внутренних





\* Бразилия, Китай, Индия, Республика Корея, Мексика, Польша и ЮАР.

\*\* Австралия, Канада, Франция, Германия, Япония, Великобритания и США.

Рис. 13. Показатели уровня развития и глубины финансового рынка России и разных групп стран в 2014 г.

Источник: расчеты автора на основании данных Global Financial Development Database (GFDD) за июнь 2016 г.

институциональных инвесторов. Несмотря на рост за 10-летие относительных размеров активов страховщиков с 0,9% ВВП в 2005 г. до 2,0% ВВП в 2014 г. и активов пенсионных фондов с 2,1% ВВП до 5,1% ВВП, их размеры существенно уступали средним показателям по группам других стран. В 2014 г. активы страховых организаций к ВВП составляли в среднем по развивающимся странам 27,8%, а по развитым – 68,0%; средние показатели относительного размера пенсионных фондов по данным группам стран достигали соответственно 19,0 и 64,5%. Еще хуже соотношение показателей по коллективным инвестициям: в 2014 г. активы взаимных фондов (открытых и интервальных паевых инвестиционных фондов) в России составляли всего 0,1% ВВП при 19,7% ВВП в среднем по развивающимся рынкам и 62,7% ВВП – по развитым странам. Низкий уровень развития институциональных инвесторов является одним из главных факторов слабого уровня развития российского финансового рынка.

Российский рынок демонстрировал низкие и ухудшающиеся год от года характеристики ликвидности биржевого рынка акций. В 2014 г. объем торгов акциями на биржах в России сократился до 9,6% ВВП по сравнению с 17,9% ВВП в 2005 г. В том же 2014 г. средний объем биржевых торгов акциями составлял на рассматриваемых развивающихся рынках 48,2% ВВП, на развитых рынках – 84,1% ВВП; при этом по сравнению с уровнем 2005 г. данные индикаторы выросли по обеим группам стран. Значение индикатора ликвидности биржевого рынка акций, помимо всего прочего, характеризует то, насколько результативно биржи выполняют одну из своих важнейших задач, а именно перераспределение капитала от менее эффективных в пользу более эффективных компаний, содействие появлению новых компаний-лидеров.

Россия продолжает существенно отставать от конкурентов по уровню развития внутреннего облигационного рынка. В 2014 г. стоимость государственных облигаций в обращении составляла здесь 5,9% ВВП, государственных ценных бумаг – 3,6% ВВП. Аналогичные показатели для развивающихся стран составляли соответственно 22,9 и 28,9% ВВП, а по развитым странам – 46,3 и 75,8%.

Единственным показателем, по которому Россия превосходила средний уровень по группе 7 развивающихся рынков, была стоимость негосударственных облигаций, находящихся в обращении на внешних рынках. В 2014 г. данный индикатор по России составлял 10,8% ВВП, в то время как по развивающимся странам он был равен 7,5% ВВП, по развитым странам – 42,7% ВВП.

Таким образом, основными недостатками российского финансового рынка на фоне средних показателей крупных развитых и развивающихся стран является низкий уровень развития рынков акций и облигаций, во многом обусловленный слабостью внутренних институциональных инвесторов – пенсионных фондов, страховых организаций и коллективных инвестиций (паевых инвестиционных фондов).

На *рис. 14* и в *табл. 5, 6* анализируется конкурентоспособность Московской биржи по сравнению с другими биржами разных стран на основе данных Всемирной федерации бирж. В 2016 г. Московская биржа показала следующие результаты: 27-е место из 82 бирж по объему рыночных сделок с акциями на бирже; 39-е место из 81 биржи по числу компаний в листинге акций; 22-е место из 81 биржи по капитализации листинговых компаний; 14-е место из 68 бирж по объему всех биржевых сделок с облигациями (т.е. аукционных и переговорных); 9-е место из 52 бирж по объему только рыночных сделок с облигациями; 16-е место

Таблица 4  
Показатели уровня развития и глубины финансового рынка России и разных групп стран  
в 2005 и 2014 гг., % ВВП

	2005 г.										2014 г.									
	Активы сберегательных банков	Активы взаимных фондов	Активы страховых компаний	Активы пенсионных фондов	Капитализация акций	Объем биржевых торгов с акциями	Стоимость внутренних лимитов в обращении	Стоимость внутренних облигаций в обращении	Стоимость внешних лимитов в обращении	Стоимость внешних облигаций в обращении	Стоимость внутренних лимитов в обращении	Стоимость внутренних облигаций в обращении	Стоимость внешних лимитов в обращении	Стоимость внешних облигаций в обращении	Стоимость внутренних лимитов в обращении	Стоимость внутренних облигаций в обращении	Стоимость внешних лимитов в обращении	Стоимость внешних облигаций в обращении		
Среднее по группе 7 развивающихся стран (без России)	65,1	14,4	20,5	11,5	62,6	34,4	18,5	25,7	4,0	3,5										
Среднее по группе 7 развитых стран	116,4	42,0	59,4	45,4	98,7	83,9	49,3	52,5	32,4	1,7										
Россия	26,7	0,3	0,9	2,1	54,0	17,9	2,1	4,7	5,0	3,8										
Среднее по группе 7 развивающихся стран (без России)	91,2	19,7	27,8	19,0	81,3	48,2	22,9	28,9	7,5	3,2										
Среднее по группе 7 развитых стран	124,7	62,7	68,0	64,5	97,0	84,1	46,3	75,8	42,7	1,5										
Россия	59,2	0,1	2,0	5,1	27,8	9,6	5,9	3,6	10,8	1,7										

Источник: расчеты автора на основании данных Global Financial Development Database (GFDD) за июнь 2016 г.  
URL: <http://www.worldbank.org/en/publication/gfdr/data/global-financial-development-database>

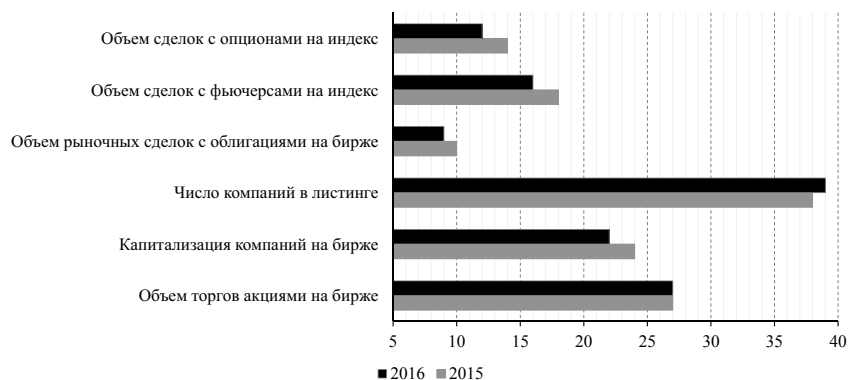


Рис. 14. Место Московской биржи в списке бирж – членов Всемирной федерации бирж по соответствующему направлению деятельности в 2015–2016 гг.

Источник: расчеты автора по данным Всемирной федерации бирж.

из 33 бирж по объему фьючерсных сделок на фондовые индексы и 12-е место из 33 бирж по объему сделок с опционами на фондовые индексы. Если учесть, что по оценкам рейтинга глобальной конкурентоспособности Всемирного экономического форума, несмотря на текущий экономический спад и санкции, Россия занимало 6-е место из 138 стран в мире по размеру внутреннего потребительского рынка, то можно говорить о явном несоответствии масштабов внутреннего финансового рынка России масштабам ее экономики.

Данные табл. 5 и 6 показывают, что по рассматриваемым критериям конкурентоспособности бирж мировыми лидерами нередко становятся организаторы торговли из развивающихся стран: например, Шанхайская фондовая биржа – по объему торгов акциями в 2015 г., Бомбейская фондовая биржа (BSE) – по количеству акций в листинге в 2015–2016 гг., Корейская биржа (KRX) – по объему рыночных (аукционных) сделок с облигациями и объему сделок с опционами на фондовые индексы в 2015–2016 гг., Китайская биржа финансовых фьючерсов (CFFEX) в 2015 г. – по объему фьючерсных сделок с фондовыми индексами. На этом фоне низкий уровень конкурентоспособности Московской биржи обусловлен не только слабым развитием институциональных инвесторов, но и отсутствием заметных результатов в проекте создания международного финансового центра в Москве, предусматривавшего привлечение нерезидентов на внутренний финансовый рынок страны.

Таблица 5

**Место Московской биржи в списке бирж – членов Всемирной  
федерации бирж в сегменте биржевой торговли акциями  
в 2015–2016 гг.**

	2015	2016
<b>1. Объем рыночных сделок с акциями на биржах</b>		
Размер выборки	81	82
Биржа – лидер рейтинга	Shanghai Stock Exchange	NYSE
Место Московской биржи	27	27
Объем сделок на Московской бирже:		
в млрд долл.	140,9	128,9
в % от объемов торгов на бирже – лидере рейтинга	0,7	0,7
<b>2. Листинг акций на биржах</b>		
Размер выборки	83	81
Биржа – лидер рейтинга	BSE India Limited	BSE India Limited
Место Московской биржи	38	39
Компании (резидентов и нерезидентов) в листинге на Московской бирже:		
Количество	254	245
в % от количества на бирже – лидере рейтинга	4,4	4,2
<b>3. Капитализация эмитентов акций на биржах</b>		
Размер выборки	80	81
Биржа – лидер рейтинга	NYSE	NYSE
Место Московской биржи	24	22
Капитализация акций компаний на Московской бирже:		
млрд долл.	393,2	635,9
в % от капитализации на бирже – лидере рейтинга	2,2	3,2

*Источник:* расчеты автора по данным Всемирной федерации бирж.

Таблица 6

**Место Московской биржи в списке бирж – членов Всемирной  
федерации бирж в сегменте биржевой торговли облигациями  
и деривативами в 2015–2016 гг.**

	2015	2016
<b>1. Объем рыночных и переговорных сделок с облигациями на биржах</b>		
Размер выборки	66	68
Биржа – лидер рейтинга	BME Spanish Exchanges	BME Spanish Exchanges
Место Московской биржи	14	14

Таблица 6, окончание

	2015	2016
<b>Объем сделок на Московской бирже:</b>		
в млрд долл.	138,8	146,3
в % от объемов торгов на бирже – лидере рейтинга	1,9	2,1
<b>2. Объем рыночных сделок с облигациями на биржах</b>		
Размер выборки	57	52
Биржа – лидер рейтинга	Korea Exchange	Korea Exchange
Место Московской биржи	10	9
Объем сделок на Московской бирже:		
в млрд долл.	41,0	49,4
в % от объемов торгов на бирже – лидере рейтинга	2,6	1,7
<b>3. Объем рыночных сделок с фьючерсами на фондовые индексы на биржах</b>		
Размер выборки	38	33
Биржа – лидер рейтинга	China Financial Futures Exchange	CME Group
Место Московской биржи	18	16
Объем сделок на Московской бирже:		
в млрд долл.	327,9	395,2
в % от объемов торгов на бирже – лидере рейтинга	0,5	0,6
<b>4. Объем рыночных сделок с опционами на фондовые индексы на биржах</b>		
Размер выборки	38	33
Биржа – лидер рейтинга	Korea Exchange	Korea Exchange
Место Московской биржи	14	12
Объем сделок на Московской бирже:		
в млрд долл.	32,4	52,5
в % от объемов торгов на бирже – лидере рейтинга	0,04	0,1

*Источник:* расчеты автора по данным Всемирной федерации бирж.

Если строго придерживаться приведенного определения конкурентоспособности внутреннего финансового рынка, представленные данные дают все же ограниченное представление о ней. В большей мере характеристики емкости российского рынка и рейтингов Московской биржи отражают стоимость и параметры операций с ценными бумагами национальных эмитентов, в организации торгов которыми биржа играет ключевую роль. Вместе с тем необходимо еще раз отметить отсутствие какого-либо прогресса в создании международного финансового центра, предполагающего оказание финансовых услуг эмитентам, финансовым посредникам и инвесторам из других стран, не привязанным к ценным бумагам национальных эмитентов.

## 2.2. Инвестиционный климат и фондовый рынок

В соответствии с задачами, поставленными в Указе Президента Российской Федерации от 7 мая 2012 г. № 596 «О долгосрочной государственной экономической политике», России удалось добиться существенного прогресса в рейтинге глобальной конкурентоспособности Всемирного экономического форума (РГК ВЭФ). Ее место в рейтинге поднялось с 67-го в 2013 г. до 43-го в 2016 г. (рис. 15). Из стран – членов БРИКС Россия поднялась выше по рейтингу, чем Бразилия и ЮАР.

Однако на фоне общих успехов в рейтинге глобальной конкурентоспособности в качестве инвестиционного климата, предопределяющего меру привлекательности рынка стран для инвесторов, заметных улучшений в последние годы не наблюдалось. Более того, по ряду направлений происходили ухудшения.

В годовых обзорах Института Гайдара в разделе, посвященном российскому финансовому рынку, нами были выделены несколько критериев оценки инвестиционного климата в России, которые в середине 2000-х годов

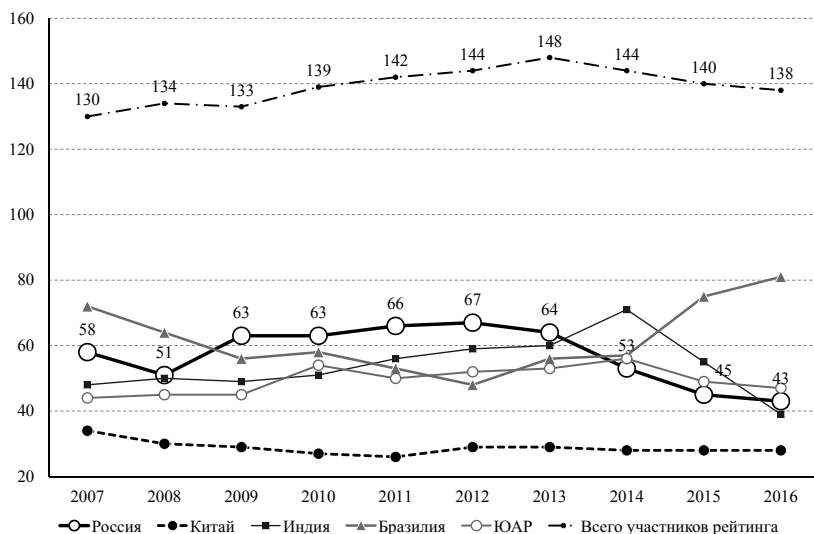


Рис. 15. Общий индекс конкурентоспособности стран БРИКС в соответствии с рейтингами глобальной конкурентоспособности Всемирного экономического форума в 2007–2016 гг.

Источник: расчеты автора по данным The Global Competitiveness Report, публикуемого The World Economic Forum за ряд лет.

препятствовали инвестициям в акции и облигации российских эмитентов со стороны консервативных американских инвесторов [6]. Это было сделано на примере одного из крупнейших американских пенсионных фондов Calpers, который до 2006 г. раскрывал публично перечень тех критериев и показателей, на основании которых он принимал решения об инвестировании активов в тот или иной развивающийся рынок. Данный перечень включает: независимость правосудия, применение международных стандартов аудита и учета, уровень защиты прав миноритарных инвесторов, использование внутреннего фондового рынка для финансирования экономики, надежность банков и эффективность регулирования фондовых бирж. В табл. 7 и на рис. 16 анализируется динамика указанных шести характеристик инвестиционного климата стран – членов БРИКС по РГК ВЭФ за 10-летний период времени с 2007 по 2016 г.

Таблица 7

**Наиболее проблемные направления в сфере инвестиционного климата в России согласно рейтингу глобальной конкурентоспособности Всемирного экономического форума**

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
<b>Независимость правосудия</b>										
Россия	106	109	116	115	123	122	119	109	108	95
Китай	82	69	62	62	63	66	57	60	67	56
Индия	26	43	37	41	51	45	40	50	64	54
Бразилия	89	68	78	76	71	71	65	76	92	79
ЮАР	23	30	38	44	35	27	22	24	24	16
<b>Правоприменение стандартов аудита и учета</b>										
Россия	95	108	119	116	120	123	107	106	102	103
Китай	102	86	72	61	61	72	80	82	80	68
Индия	27	30	27	45	51	44	52	102	95	64
Бразилия	63	60	70	64	49	42	31	41	70	72
ЮАР	6	4	2	1	1	1	1	1	1	1
<b>Защита прав миноритарных акционеров</b>										
Россия	125	128	127	132	135	140	132	118	116	116
Китай	114	94	71	66	60	68	75	67	71	48
Индия	27	33	36	55	62	52	52	76	69	37
Бразилия	46	42	59	64	49	37	26	35	78	94
ЮАР	13	13	9	6	3	2	1	2	3	1
<b>Финансирование экономики с помощью местного рынка</b>										
Россия	81	87	96	107	98	100	90	86	88	95
Китай	82	80	66	52	46	46	38	34	44	40
Индия	13	8	3	10	15	19	18	39	45	31
Бразилия	61	56	44	45	33	40	48	55	75	83
ЮАР	4	4	4	7	4	3	2	3	1	1



Таблица 7, окончание

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
<b>Надежность банков</b>										
Россия	108	107	123	129	129	132	124	118	115	121
Китай	128	108	66	60	64	71	72	63	78	79
Индия	46	51	25	25	32	38	49	101	100	75
Бразилия	36	24	10	14	16	14	12	13	27	38
ЮАР	16	15	6	6	2	2	3	6	8	2
<b>Эффективность регулирования деятельности бирж</b>										
Россия	103	110	113	118	116	114	102	91	97	113
Китай	111	109	91	61	53	58	63	58	52	57
Индия	30	25	11	15	26	28	27	62	69	58
Бразилия	41	28	10	5	9	8	7	17	36	54
ЮАР	5	5	2	1	1	1	1	1	2	3

Источник: расчеты автора по данным The Global Competitiveness Report, публикуемого The World Economic Forum за ряд лет.

Как показано на рис. 16, по всем 6 характеристикам инвестиционного климата в 2007–2016 гг. Россия занимала значительно худшие места по сравнению с Бразилией, Индией, Китаем и ЮАР. В 2016 г. самое низкое 121-е место из 138 стран было получено по критерию надежности банков, а самое высокое – 95-е – по критериям оценки независимости правосудия и доступности ресурсов внутреннего фондового рынка для финансирования экономики. При этом из 6 показателей инвестиционного климата в России лишь по одному – независимость правосудия – в 2016 г. оценка улучшилась, а по другому показателю – защита прав миноритарных инвесторов – осталась без изменений. По остальным четырем характеристикам инвестиционного климата наблюдался регресс оценок. Наибольшее ухудшение пришлось на оценку эффективности регулирования бирж, где за год Россия скатилась с 97-го на 113-е место.

Таким образом, на основе сравнительных оценок РГК ВЭФ стран – членов БРИКС за 2007–2016 гг. можно сделать вывод, что в отличие от позитивных изменений в сводном рейтинге глобальной конкурентоспособности по наиболее проблемным зонам качества инвестиционного климата в России в 2016 г. наблюдалось, скорее, ухудшение ситуации по большинству из рассматриваемых характеристик. Кроме того, если по совокупным оценкам рейтинга в последние годы Россия поднялась на более высокие места по сравнению с Бразилией и ЮАР и вплотную подошла к Индии, то по ключевым характеристикам инвестиционного климата России пока не удается опередить ни одну из стран-конкурентов из БРИКС.

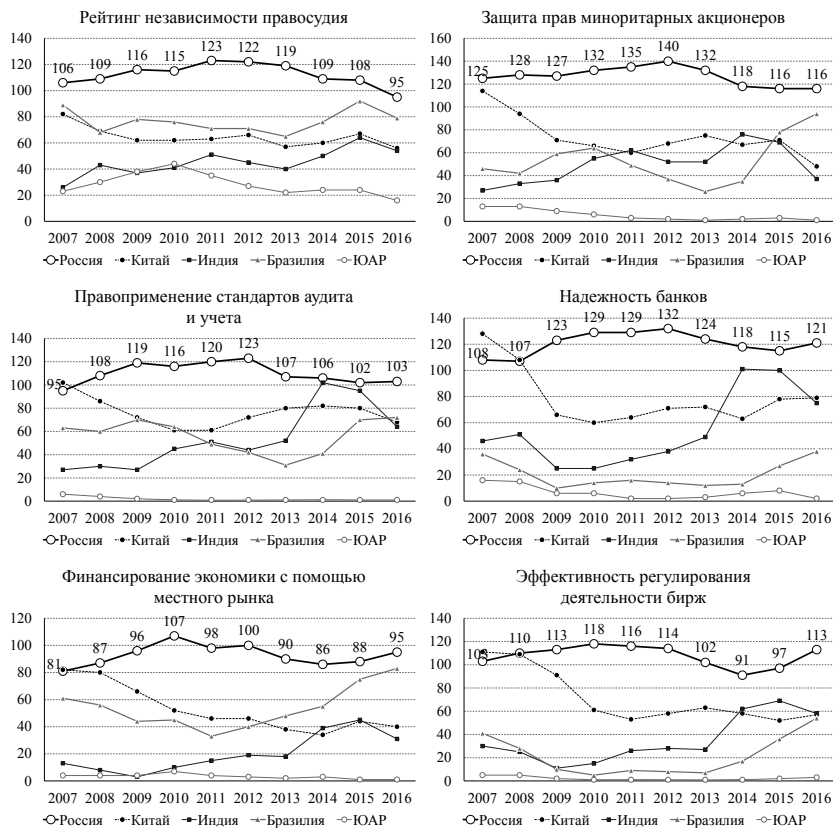


Рис. 16. Положение стран БРИКС в рейтинге глобальной конкурентоспособности Всемирного экономического форума по ряду критериев, существенных для принятия решений консервативными портфельными инвесторами

Источник: расчеты автора по данным The Global Competitiveness Report, публикуемого The World Economic Forum за ряд лет.

### 2.3. Конкуренция с зарубежными фондовыми рынками

В академических исследованиях нередко отмечается, что, когда акции компаний из развивающихся фондовых рынков наряду с их листингом на национальной бирже включаются в листинг одной из глобальных фондовых бирж, это оказывает позитивное влияние на качество корпоративного управления и эффективность деятельности компаний-эмитентов [7; 8]. Однако после кризиса 2008 г. в мире, скорее, наблюдается тенденция делистинга акций компаний из развивающихся стран с крупнейших международных торговых площадок в пользу национальных бирж, чем рост их кросс-листинга, что отчасти связано с динамичным ростом внутреннего инвестиционного потенциала крупных развивающихся стран<sup>1</sup>.

Наоборот, ряд исследователей полагают, что фактор кросс-листинга компаний из развивающихся стран может оказывать негативное влияние на результаты их деятельности. Например, Бусаба и др. на примере китайских акционерных обществ показали, что те компании, которые проводят публичные размещения акций на национальном рынке после листинга на биржах развитых стран, характеризуются более слабыми результатами в части эффективности деятельности, выплат акционерам и показателя Q-Tobin по сравнению с аналогичными эмитентами, не проходившими кросс-листинга. Это объясняется желанием данных компаний извлечь «премию за престиж» за счет размещения их акций на внутреннем рынке по завышенной стоимости [10].

Более того, многие развивающиеся страны с разным успехом вступили на путь создания у себя международных финансовых центров, предполагающих конкуренцию за кросс-листинг финансовых инструментов компаний из других стран.

России пока не удается реализовать успешную стратегию создания международного финансового центра в Москве и Санкт-Петербурге, что наглядно показывает индекс глобальных финансовых центров (GFCI) компании Z/YEN Group Limited. Как справедливо отмечает Ю.А. Данилов, Москва и Санкт-Петербург остаются внизу рейтинга GFCI в течение

---

<sup>1</sup> В марте 2017 г. Группа компаний ПИК объявила о намерении провести делистинг своих депозитарных расписок на Лондонской фондовой бирже в целях консолидации торговли акциями на Московской бирже [9]. Еще ранее ряд компаний провели делистинг акций на Лондонской фондовой бирже в пользу листинга на Московской бирже: «Уралкалий» – в конце 2015 г., компания IG Seismic Services и «Полос золота» – в 2016 г. Одним из мотивов данных решений является то, что для них листинг в России является обязательным условием включения в список эмитентов индекса MSCI, от чего во многом зависит спрос на данные акции со стороны крупных иностранных инвесторов.

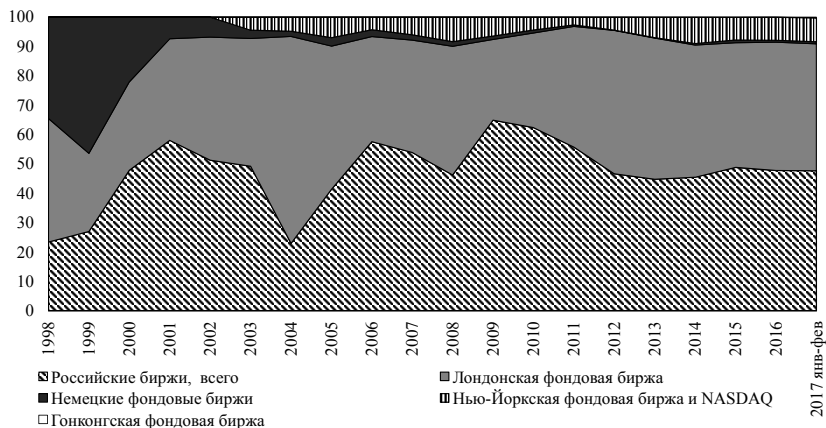


Рис. 17. Удельный вес бирж в объемах торгов долевыми инструментами российских АО с 1998 г. по февраль 2017 г.<sup>1</sup>, %  
 Источник: расчеты автора по данным бирж.

всего периода расчета этого рейтинга [11]. Однако в конкуренции с глобальными биржами за листинг акций крупнейших российских эмитентов Московской бирже удастся удерживать ведущие позиции как главного центра ценообразования и расчетов по указанным финансовым инструментам.

Как показано на рис. 17, в последние несколько лет Московской бирже удастся в целом удерживать лидирующие позиции центра организации торговли долевыми инструментами (акциями и депозитарными расписками) российских эмитентов. После объединения российских бирж в конце 2011 г. доля Московской биржи в общем объеме торгов долевыми инструментами выросла с 41,2% в 2012 г. до 47,8% в 2016 г. Напротив, доля основного конкурента российских бирж – Лондонской фондовой биржи – за тот же период сократилась с 48,8 до 43,7%, а остальные зарубежные бирж – с 10,0 до 8,5%.

Серьезной проблемой, характерной для торгов долевыми инструментами российских компаний на разных торговых площадках в мире, является резкое сокращение за последние годы объемов рыночных сделок, что способствует росту премии за риск ликвидности, которую требуют инвесторы данных компаний. Как показано на рис. 18, совокупные объемы рыночных

<sup>1</sup> Из всех режимов торгов акциями на Московской бирже в расчет включены данные только по рыночным сделкам на аукционном рынке.

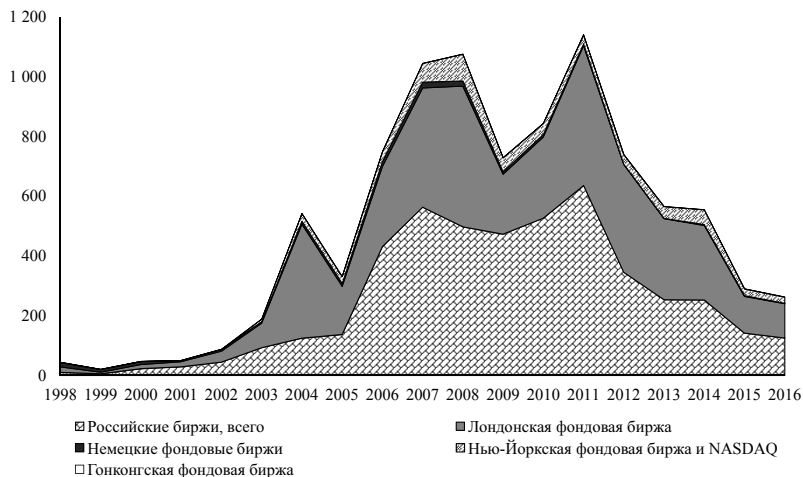


Рис. 18. Объемы торгов долевыми ценными бумагами российских АО на разных биржах с 1998 г. по февраль 2017 г., млрд долл.<sup>1</sup>

Источник: расчеты автора по данным бирж.

сделок с указанными долевыми ценными бумагами на всех биржах уменьшились с 1,1 трлн долл. в 2011 г. до 0,3 трлн долл. в 2016 г., в том числе на российских биржах – с 0,6 трлн до 0,2 трлн долл.

## 2.4. Фондовые рынки и ликвидность

Как показывают данные рис. 19 и табл. 8, на многих крупнейших биржах мира в 2016 г. стоимость биржевых рыночных сделок с акциями сократилась. Например, на Немецкой бирже – на 16,0%, на бирже Euronext – на 14,9, на Лондонской фондовой бирже – на 13,8, на Швейцарской бирже – на 13,0, на NASDAQ (США) – на 11,5, на BATS Global Markets (США) – на 11,0, на NASDAQ Nordic Exchanges – на 5,9, на Сингапурской бирже – на 3,2, на NYSE – на 0,9, на канадской TMX Group – на 0,7%. Наибольшее снижение продемонстрировали Казахская, Шанхайская и Шэньчжэньская биржи, где уменьшение объема торгов акциями в 2016 г. достигло соответственно 80,5, 64,9 и 40,8%. Именно эти три биржи в

<sup>1</sup> Из всех режимов торгов акциями на Московской бирже в расчет включены данные только по рыночным сделкам на аукционном рынке

предшествующем году были лидерами роста объемов биржевых торгов акциями.

В 2016 г. на Московской бирже также произошло сокращение объема биржевых сделок с акциями. Снижение данного индикатора составило 8,6%, что примерно соответствует среднему уровню среди рассматриваемых бирж.

Феномену сокращения ликвидности биржевых рынков акций нет общепризнанного объяснения. В качестве причин часто называют чрезмерное ужесточение регулирования по отношению к крупнейшим маркетмейкерам<sup>1</sup>, рост недоверия к биржевым рынкам из-за негативного влияния высокочастотной торговли (HFTs), усиление сегментации рынков акций в развитых странах из-за опережающего роста альтернативных биржевых систем [15] и др.

Однако, вероятно, есть и более глубинные причины данных тенденций с ликвидностью рынка акций. Они связаны со снижением под воздействием новых норм регулирования и мягкой денежно-кредитной политики центральных банков склонности к рискам как крупных инвесторов (инвестиционных банков, пенсионных фондов и взаимных фондов), так и самих эмитентов ценных бумаг. Наблюдаемые, например, у американских взаимных фондов резкое замедление скорости обращения ценных бумаг в портфелях<sup>2</sup> и переориентация денежных потоков инвесторов из активно управляемых в индексные фонды<sup>3</sup> свидетельствуют о том, что традиционные стратегии инвестирования, такие как отбор акций (сток-пикинг), маркет-тайминг<sup>4</sup>, секториальное инвестирование<sup>5</sup>, перестали приносить

---

<sup>1</sup> Об этом, например, говорили управляющие крупнейшими биржевыми фондами (ETFs) в США в интервью в *Waigon's* [12]. О влиянии посткризисного регулирования на склонность участников рынка к риску и на ликвидность различных финансовых инструментов см., например, [13]. О негативном влиянии на ликвидность ограничений деятельности маркетмейкеров см., например, [14].

<sup>2</sup> По данным *Investment Company Institute (ICI)*, в 2015 г. средний показатель оборачиваемости портфеля взаимного фонда в США составлял лишь 44% при среднем показателе за период 1980–2015 гг. в размере 60% [16].

<sup>3</sup> Например, по данным *Morningstar*, в США отток средств инвесторов из активно управляемых взаимных фондов составил 230,5 млрд долл. в 2015 г. и 340,1 млрд долл. в 2016 г. В то же время чистый приток средств во взаимные фонды с пассивными стратегиями инвестирования достиг 418,5 млрд долл. в 2015 г. и 504,8 млрд долл. в 2016 г. [17].

<sup>4</sup> Инвестиционная стратегия, подразумевающая вход инвестора на рынок при спадах делового цикла, когда акции большинства компаний недооценены, и их выход из данных акций перед очередным спадом в момент переоцененности данных акций. Обычно факт недооценки и переоценки стоимости компаний определяется путем сравнения текущих финансовых мультипликаторов компаний с их средними значениями за долгосрочный исторический период времени.

<sup>5</sup> Ротация отраслевых или страновых субпортфелей ценных бумаг внутри совокупного портфеля инвестора.

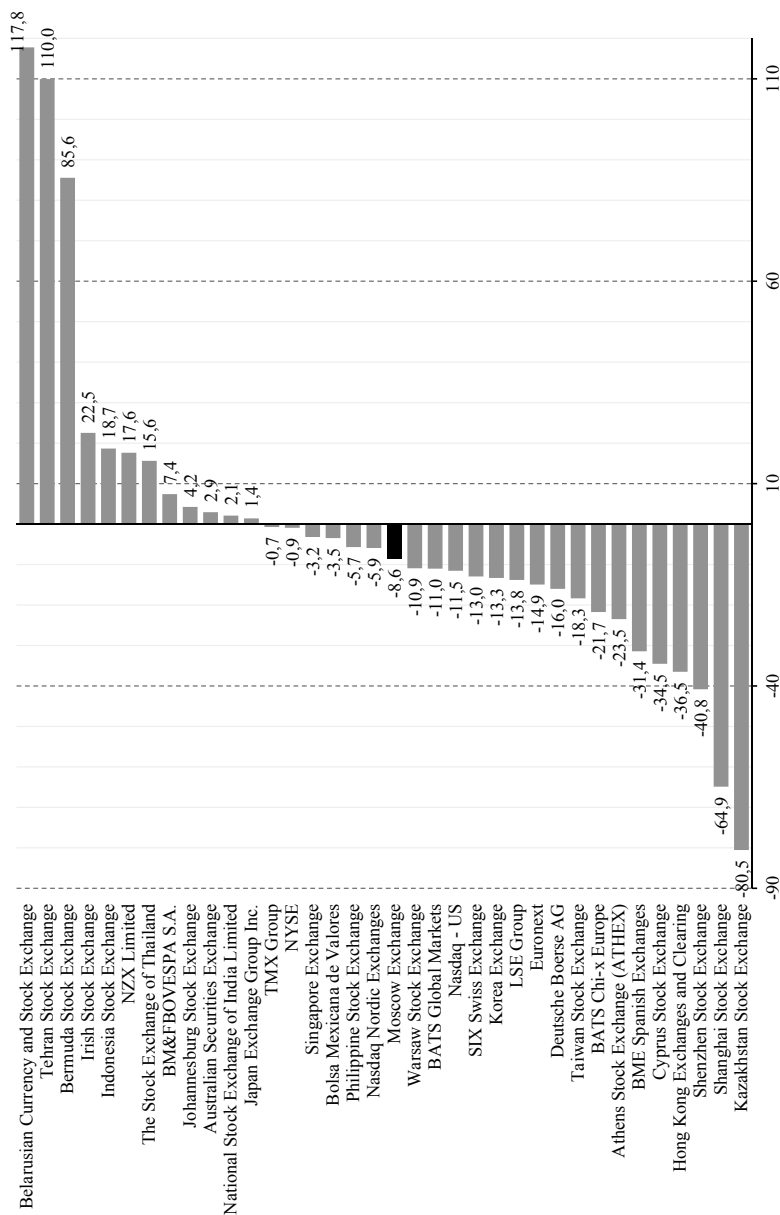


Рис. 19. Изменение объемов рыночных биржевых торгов с акциями, рассчитанных в долларах, в 2016 г., %  
 Источник: расчеты автора по данным Всемирной Федерации бирж.

дополнительную доходность по сравнению с пассивными портфелями. Все это не могло не отразиться на сокращении объемов биржевых торгов акциями. Данные процессы ведут к опасным последствиям в виде концентрации денежной ликвидности на наиболее капитализированных компаниях, представленных в индексах, а также к ослаблению способности фондового рынка к эффективному перераспределению финансовых ресурсов от менее эффективных в пользу более эффективных компаний.

Оценка ликвидности рынка акций на крупнейших биржах мира за более длительный период приводится в *табл. 8*. Из всех рассматриваемых бирж лишь две биржи Китая, несмотря на резкое снижение объемов торгов в 2016 г., сумели существенно – в 3,1 раза – превысить объемы торгов в 2007 г. В динамике ликвидности рынка акций на биржах просматривается интересная закономерность: после кризиса 2008 г. данный показатель быстро восстанавливался до 2011 г., а с 2012 г. эта тенденция сменилась падением показателя вплоть до 2016 г. Вероятно, это связано с кризисом ликвидности, обострившимся в 2012 г. из-за проблем в зоне евро, с недостатком капиталов у крупнейших европейских банков, с завершением второго этапа количественного смягчения в США и со вступлением там в силу требований Закона Фрэнк – Додда 2010 г., в котором были ограничены рискованные операции банков и повышены требования к капитализации американских банков<sup>1</sup>.

Динамика объемов рыночных сделок с акциями на Московской бирже в 2007–2016 гг. во многом следовала закономерностям, характерным для других бирж мира. После кризисного спада в 2008–2009 гг. данный биржевой показатель достиг в 2011 г. 95,2%, однако за период 2012–2016 гг. он снизился до рекордного среди всех рассматриваемых бирж уровня – 23,6% от его размера в 2007 г. Обострение проблем с ликвидностью фондовых рынков в мире в России было усилено девальвацией рубля, геополитическими рисками 2014–2016 гг., а также недостатками в сфере регулирования рынка, сдерживающими развитие внутренних институциональных инвесторов (например, замораживание пенсионных накоплений в 2014–2016 гг.). В условиях дефицита длинных ресурсов на внутреннем рынке акций его участники переклонились на механизмы финансирования сделок за счет заемных средств, что привело к опережающему росту сегмента сделок РЕПО с акциями на Московской бирже. В результате общий объем фондового и денежного рынков акций на бирже сократился значительно меньше по сравнению с сегментом рыночных (аукционных) сделок, составив в 2016 г. 82,8% от показателя 2007 г.

<sup>1</sup> Подробнее об этом см., например, в отчетах МВФ [18; 19].



Таблица 8  
**Динамика стоимости рыночных сделок с акциями на крупнейших фондовых биржах в 2007–2016 гг.**  
**(2007 г. = 100%)<sup>1</sup>**

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
США (NYSE и NASDAQ)	100	120,1	72,6	71,0	71,7	54,2	54,3	65,5	69,9	66,2
Китай (две биржи)	100	63,0	128,9	132,8	106,9	81,8	124,9	198,0	674,2	314,4
Япония (Токийская и Осакая биржи)	100	87,3	61,2	63,2	66,3	57,5	103,9	86,8	88,3	89,6
Великобритания	100	89,0	62,9	63,5	65,7	50,8	51,7	64,1	60,2	52,9
Euronext	100	84,7	42,7	44,5	47,1	34,8	36,7	43,1	45,8	39,0
Германия	100	95,5	45,1	48,4	52,3	37,9	39,7	43,7	46,3	38,9
Гонконг	100	77,3	70,1	74,1	71,5	54,7	65,5	75,3	105,2	66,8
Канада	100	105,3	75,5	83,0	93,5	82,3	83,2	85,4	71,9	71,3
Австралия	100	77,5	57,9	77,1	86,8	67,9	63,9	58,6	58,0	59,7
Россия (ММВБ – рыночные сделки)	100	89,0	77,3	75,5	95,2	55,8	44,0	46,0	25,8	23,6
Россия (ММВБ – все режимы торгов)*	100	116,5	74,7	92,4	142,5	127,5	123,6	119,2	69,7	82,8
NASDAQ OMX Nordic Exchange	100	84,5	48,8	52,6	58,0	41,1	43,8	50,6	52,9	49,8
Всего по членам Всемирной федерации бирж (WFE)	100	103,1	77,7	83,2	89,0	69,8	77,2	87,5	90,7	95,7

\* Рыночные и переговорные сделки, РЕПО, классический рынок и Standart.

Источник: расчеты автора по данным Всемирной федерации бирж и Московской биржи.

<sup>1</sup> Включая сделки с ценными бумагами иностранных эмитентов на соответствующих биржах.

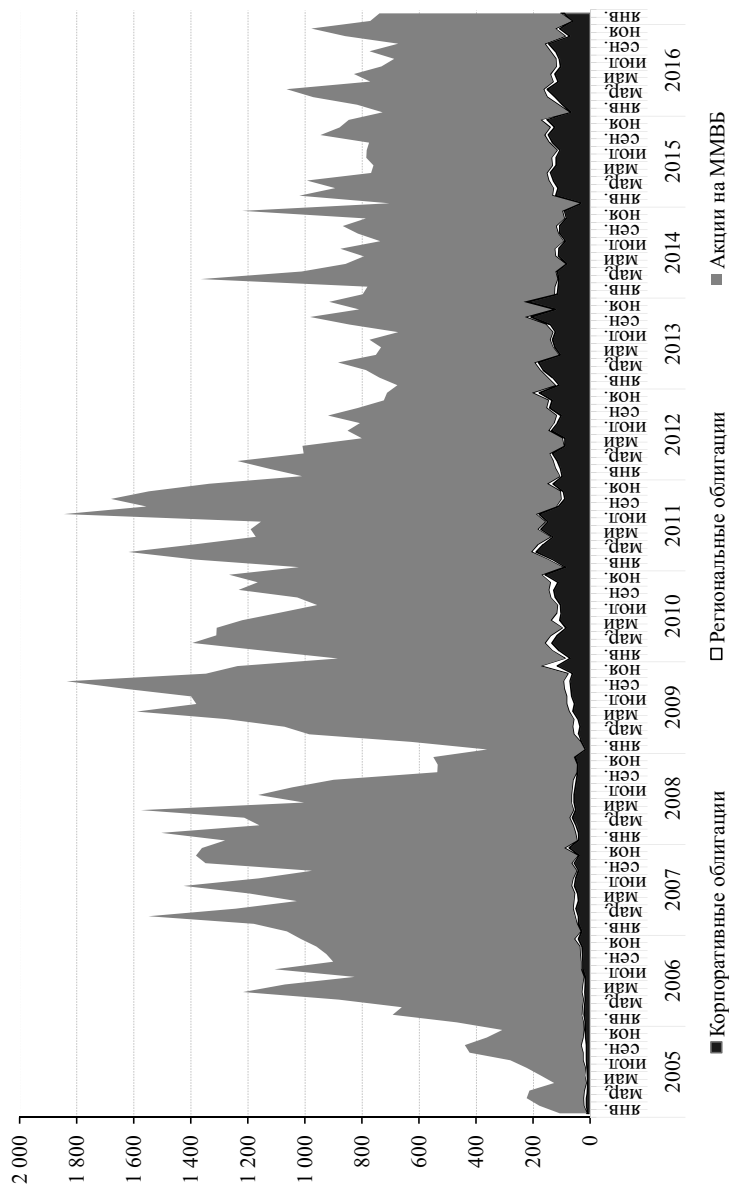


Рис. 20. Ежемесячные объемы рыночных сделок с акциями, корпоративными и региональными облигациями на Московской бирже с января 2005 г. по февраль 2017 г., млрд руб.

Источник: расчеты автора по данным Московской биржи.

На *рис. 20* приводятся данные об изменениях объемов рыночных (аукционных) сделок на Московской бирже с акциями, корпоративными и региональными облигациями, из которых видно, что процесс восстановления ликвидности на рынке после кризиса 2008 г. был прерван во второй половине 2012 г., после чего до настоящего времени данный показатель практически не растет.

## 2.5. Фондовые рынки и капитализация

Тенденция сокращения ликвидности вторичного рынка акций на большинстве крупнейших бирж в мире в 2007–2016 гг. не сопровождалась спадом в размерах капитализации (*табл. 9*). Наоборот, в 2016 г. капитализация публичных компаний на американских биржах составила 139,1% от уровня показателя 2007 г., на Шанхайской бирже в Китае – 111,1, на Токийской фондовой бирже – 116,9, на Гонконгской бирже – 120,3, на Австралийской фондовой бирже – 101,4, на NASDAQ OMX Nordic Exchange – 101,4%. Лишь на основных европейских биржах из-за затянувшейся рецессии и проблем в банковском секторе капитализация компаний в 2016 г. оказалась меньше, чем в 2007 г., в том числе на Лондонской фондовой бирже – 90,9% от размера показателя 2007 г., на бирже Euronext – 82,7%, на Немецкой бирже – 82,3%. Это свидетельствует о том, что, несмотря на проблемы с ликвидностью рынка, инвесторы на биржах сохраняли оптимизм в отношении как фундаментальных показателей компаний, так и общих перспектив экономического роста.

Показатель капитализации российских компаний выбивался из общего фона. Несмотря на то что в 2016 г. данный показатель вырос до 635,9 млрд долл. по сравнению с 393,2 млрд долл. в 2015 г., или на 61,7%, размер капитализации публичных компаний относительно уровня 2007 г. составлял только 42,3%, что значительно ниже аналогичного индикатора на рассматриваемых крупнейших биржах в мире.

Таблица 9  
**Динамика капитализации компаний на крупнейших биржах мира в 2007–2016 гг. (2007 г. = 100%)**

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
США (NYSE и NASDAQ)	100	58,3	76,7	87,9	79,5	94,9	122,2	133,9	127,5	139,1
Китай (Shanghai SE)	100	38,6	73,2	73,5	63,8	68,9	67,6	106,4	123,1	111,1
Япония (Токійская биржа)	100	71,9	76,3	88,4	76,8	80,3	104,9	101,1	113,0	116,9
Великобритания	100	48,6	89,8	93,9	84,9	88,3	115,1	104,3	100,8	90,9
Euronext	100	49,8	68,0	69,4	57,9	67,1	84,9	78,6	78,3	82,7
Германия	100	52,8	61,4	67,9	56,3	70,6	92,0	82,6	81,5	82,3
Гонконг	100	50,1	86,8	102,1	85,1	106,7	116,8	121,8	120,0	120,3
Канада (TMX Group)	100	47,3	76,7	99,3	87,4	94,2	96,7	95,8	72,8	93,4
Австралия (Australian SE)	100	52,7	97,2	112,0	92,3	106,8	105,2	99,3	91,4	101,4
Россия*	100	26,4	57,3	91,7	72,9	71,8	69,3	34,4	26,2	42,3
NASDAQ OMX Nordic Exchange	100	45,3	65,8	83,9	67,8	80,1	102,1	96,3	102,0	101,4

\* Данные по капитализации российского рынка – S&P за 2007–2014 гг., с 2015 г. – Всемирного банка и Всемирной федерации бирж.  
 Источник: расчеты автора по данным Всемирного банка, Всемирной федерации бирж и S&P.

## 2.6. Оценка состояния конкуренции на внутреннем финансовом рынке

Несмотря на то что поддержание внутренней конкуренции является одной из ключевых функций финансового регулятора, эта сторона российского фондового рынка изучена слабо, а мониторинг данных проблем практически не проводится. В настоящее время не выработаны и единые критерии оценки состояния внутренней конкуренции на финансовом рынке. Для целей настоящего исследования за основу можно принять исследование Коатеса и Хаббарта [20] на примере коллективных инвестиций в США. Авторы приводят следующие критерии оценки внутренней конкурентоспособности данного сегмента фондового рынка: количество фондов и управляющих компаний и их динамика за длительный период времени, наличие низких барьеров для входа на рынок новых участников и разнообразных каналов дистрибуции финансовых продуктов, уровень издержек инвесторов, волатильности изменений рыночной доли фондов и управляющих компаний в суммарной стоимости клиентских активов.

По нашему мнению, одним из основных индикаторов состояния конкурентной среды на внутреннем финансовом рынке является появление новых участников рынка – со стороны как эмитентов, так и финансовых посредников. Приход новых публичных компаний на биржу показывает, насколько доступными являются финансовые ресурсы для компаний-новичков, с которыми во многом может быть связана структурная перестройка российской экономики. В *табл. 10* по данным крупнейших фондовых бирж из развивающихся рынков сравнивается количество новых компаний, включенных в листинги. Как видно из приведенных данных, по этому критерию с 4 новыми компаниями в 2015 г. и 3 – в 2016 г. Московская биржа существенно проигрывала всем своим конкурентам из развивающихся рынков. Например, только на Варшавской бирже в 2015 г. в листинг были включены 36 компаний, а в 2016 г. – 28 эмитентов. В отличие от других бирж – участников Всемирной федерации бирж Московская биржа не раскрывает данную статистику за более ранние годы; не удалось аналогичную статистику найти и на официальном сайте Московской биржи в Интернете.

Указанные результаты фондовой биржи в России во многом были обусловлены недостаточным спросом на ее услуги со стороны как крупнейших интегрированных бизнес-структур, так и малых и средних компаний. По оценкам ОЭСР [21], выход на рынок биржевых размещений акций малых и средних компаний может способствовать не только росту данных

компаний, привлечению в них новых инвестиций, но и развитию новых сегментов биржевой торговли. В качестве таких позитивных примеров можно привести AIM Лондонской фондовой биржи, Deutsche Borse's Entry Market, испанскую биржу Mercado Alternativo Bursatil, канадскую биржу TSX Venture, NewConnect Варшавской фондовой биржи, общеевропейскую торговую систему Alternext/Euronext, AltX в ЮАР, Morthers и JASDAQ в Японии, ChiNext и SME Board на Шэньчжэньской фондовой бирже в Китае, KOSDAQ и KONEX в Республике Корея, Growth Enterprise Market в Гонконге, Market for Alternative Investment в Таиланде, SME Exchange и NSE India Emerge на Бомбейской фондовой бирже в Индии.

Таблица 10

**Число новых компаний в листинге ряда фондовых бирж развивающихся стран в 2014–2016 гг.**

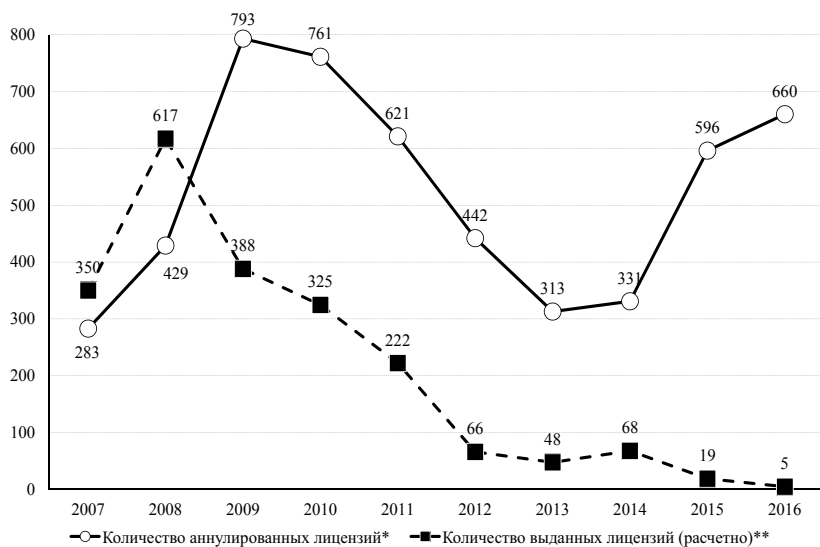
	2014	2015	2016
Московская биржа	Нет данных	4	3
Shanghai Stock Exchange	43	89	113
Shenzhen Stock Exchange	82	133	124
Korea Exchange	110	159	83
Singapore Exchange	32	15	18
BSE India Limited	44	57	70
National Stock Exchange of India Limited	8	25	49
Warsaw Stock Exchange	40	36	28

*Источник:* составлено автором по данным Всемирной федерации бирж.

В отличие от большинства перечисленных альтернативных биржевых рынков, на рынке инноваций и инвестиций (РИИ) Московской биржи особые условия листинга действуют лишь в отношении инновационных компаний, а не любых компаний малого и среднего бизнеса, что практически ограничивало работу российской биржи с указанным сегментом бизнеса<sup>1</sup>.

Другим важным показателем эффективности конкуренции на финансовом рынке является число участников того или иного вида профессиональной деятельности, ушедших и вновь появившихся на рынке в течение отчетного периода времени (*рис. 21*). Как видно на графике, в течение 2007–2016 гг. и до, и после появления мегарегулятора сам рынок достаточно эффективно решал проблему ухода с сокращающегося по ликвидности

<sup>1</sup> В конце декабря 2016 г. Московская биржа объявила о создании нового биржевого сектора для публичного обращения ценных бумаг средних и малых компаний.



\* Количество аннулированных лицензий рассчитано на основе данных «Реестра аннулированных лицензий профессиональных участников рынка ценных бумаг», опубликованного на сайте Банка России в Интернете по адресу: URL: [http://www.cbr.ru/finmarkets/?Prtd=sv\\_secu.r](http://www.cbr.ru/finmarkets/?Prtd=sv_secu.r).

\*\* Количество выданных лицензий рассчитано путем вычитания из общего количества лицензий на право осуществления профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг за отчетный год аналогичного показателя за предшествующий период, а также количества аннулированных лицензий за отчетный год.

*Рис. 21.* Оценка количества выданных и погашенных лицензий на осуществление профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг

*Источник:* расчеты автора по данным Банка России и ФСФР России за 2007–2012 гг.

финансового рынка избыточного числа его профессиональных участников. При этом еще задолго до создания мегарегулятора в 2009–2011 гг. количество аннулируемых лицензий существенно превышало цифры, достигнутые Банком России в 2015–2016 гг. То есть независимо от модели регулирования сам рынок результативно решает проблемы самоочистения от избыточного числа участников, хотя важной заслугой регулирующих органов является то, что в отличие от банковского сектора данные процессы на фондовом рынке происходят без массовых нарушений клиентов профессиональных участников рынка ценных бумаг.

Другое дело – стимулы выхода на рынок новых компаний, которые во многом зависят от ожиданий инвесторов по поводу роста рынка финансовых услуг, а также удобства бизнес-климата и регулирования для начала нового дела. В условиях отсутствия официальной сводной статистики

вновь выдаваемых лицензий в исторической перспективе наши расчеты носят оценочный характер, они могут не учитывать некоторых последствий, связанных с изменениями видов выдаваемых лицензий и их срочности. Однако даже с учетом данного обстоятельства они показывают серьезную проблему конкуренции на финансовом рынке в виде сведения практически к нулю числа новых игроков на финансовом рынке. По нашим оценкам, число вновь получаемых лицензий новыми участниками рынка сократилось с 617 в 2008 г. до 5 в 2016 г.<sup>1</sup>

По нашему мнению, сложности в создании новых финансовых компаний и видов деятельности на рынке в значительной мере обусловлены трудностями, которые испытывают участники рынка в реализации того, что Йозеф Шумпетер называл «предпринимательской прибылью», понимая под ней практически инновационную ренту, временно получаемую отдельными предпринимателями от комбинации бизнеса и внедрения нового блага в хозяйственный оборот [23]. По выражению Зингалеса и Раджана, свободные финансовые рынки можно назвать эликсиром, питающим процесс созидательного разрушения, который постоянно обновляет капиталистическую систему [8]. В этом смысле профессиональные участники рынка ценных бумаг в России в настоящее время больше озадачены проблемами удержания бизнеса в условиях усиливающегося административного бремени, чем созданием новых комбинаций бизнеса и новых благ. При этом получение «предпринимательской прибыли» каждым отдельным хозяйствующим субъектом затруднено из-за высоких правовых и административных барьеров. Реализация крупных новаций, как правило, требует сложных согласований с одним или несколькими регулирующими органами, внесения поправок в законодательство и правовые акты Банка России и иных ведомств. Наблюдаемое за последнее время повышение эффективности деятельности саморегулируемых организаций (СРО) лишь отчасти решает данную проблему, однако не снимает трудности индивидуальной конкуренции между участниками рынка за «предпринимательскую прибыль».

На *рис. 22* приводятся сведения о динамике индекса Херфиндаля – Хиршмана (ННН)<sup>2</sup> на рынке акций и облигаций Московской биржи с

<sup>1</sup> Наши оценки количества аннулированных и выданных лицензий за ряд лет несколько отличаются от аналогичных расчетов, приводимых НАУФОР, однако указанные альтернативные расчеты свидетельствуют о наличии аналогичной тенденции резкого сокращения числа вновь выдаваемых лицензий профессиональным участникам рынка ценных бумаг в течение 2008–2015 гг. [22].

<sup>2</sup> Индекс концентрации рынка Херфиндаля – Хиршмана (ННН) рассчитывается как сумма квадратов доли в объемах биржевых торгов каждого участника:  $ННН = (D1)^2 + (D2)^2 + \dots + (Dm)^2$ , где  $D_i$  – доля на рынке  $i$ -го участника, выраженная в процентах;  $i = 1, 2, \dots, m$ .



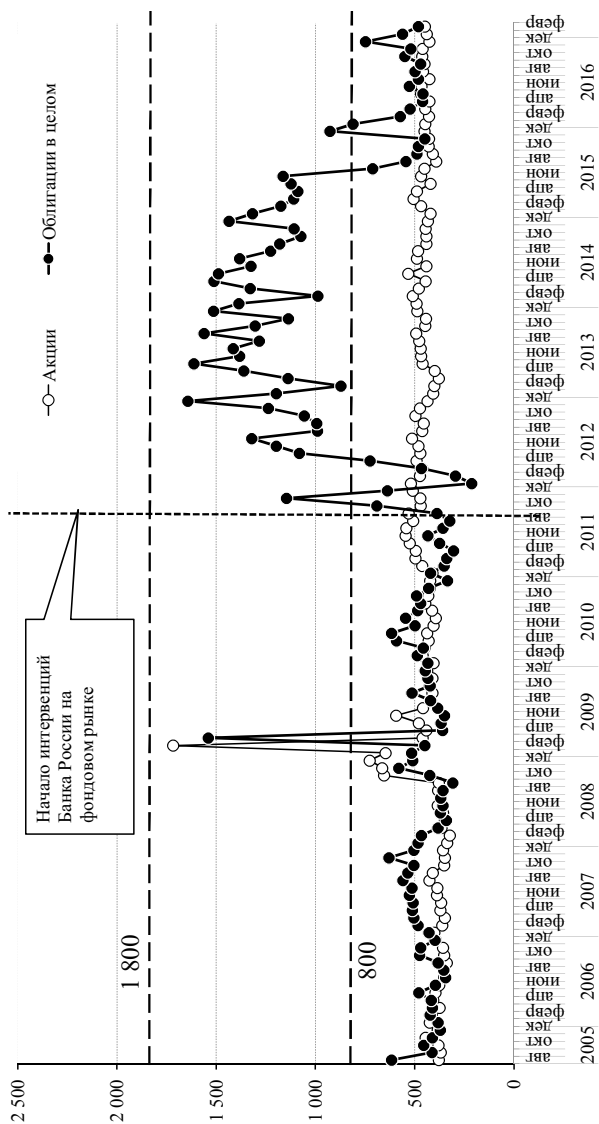


Рис. 22. Индекс Херфиндала – Хиршмана по объему биржевых торгов с акциями и облигациями на Московской бирже (все режимы торгов)<sup>1</sup>

Источник: расчеты автора по данным Московской биржи.

<sup>1</sup> Из-за прекращения с августа 2015 г. Московской биржей раскрытия информации о сделках конкретных участников рынка с корпоративными, региональными и государственными облигациями и переходом к раскрытию лишь агрегированной информации о сделках участников со всеми видами облигаций, а также того обстоятельства, что публикация информации о сделках с ОФЗ на бирже началась лишь с февраля 2012 г., при расчете ННИ по рынку облигаций был использован ряд допущений. До февраля 2012 г. ННИ по рынку облигаций рассчитывался по сделкам только с корпоративными и региональными облигациями, а с февраля 2012 г. он включает все виды облигаций.

января 2005 г. по февраль 2017 г. По оценкам ФАС, рынок является низкоконцентрированным при значении ННІ < 800, умеренно концентрированным при  $800 < \text{ННІ} < 1800$  и высококонцентрированным, если  $\text{ННІ} > 1800$ .

На протяжении всего периода наблюдений, за редким исключением во время кризиса 2008 г., когда Банк России был вынужден проводить сделки РЕПО, обеспеченные акциями, в том числе и в 2016 г., ННІ по сделкам на рынке акций Московской биржи стабильно находился на уровне около 500, т.е. данный сегмент рынка был низкоконцентрированным. Несколько иные тенденции действовали на рынке облигаций, где выделяются три разных периода поведения ННІ. С августа 2005 г. по август 2011 г. ННІ по рынку облигаций незначительно колебался вокруг уровня 500, демонстрируя показатели низкоконцентрированного рынка. С сентября 2011 г. до начала 2015 г., когда Банк России в больших объемах совершал операции РЕПО под залог облигаций, значения ННІ по данному сегменту биржевого рынка вышли в диапазон от 800 до 1800, что характерно для умеренно концентрированного рынка. По мере сокращения объемов рефинансирования банков с помощью сделок РЕПО с участием Банка России начиная с февраля-марта 2015 г. рынок облигаций вновь вернулся к состоянию низкоконцентрированного со значениями ННІ, близкими 500. Отдельные всплески значения ННІ за этот период приходились на декабрь 2015 г. и декабрь 2016 г. при размещении существенных объемов корпоративных облигаций ПАО НК «Роснефть».

На *рис. 23* приводятся показатели, характеризующие состояние конкуренции на рынке инвестиционных паев паевых инвестиционных фондов (ПИФов). За рассматриваемый период времени значения ННІ по рынку данного финансового инструмента в основном попадали в диапазон от 800 до 1800, что характерно для состояния умеренно концентрированного рынка. Иногда, особенно в 2005 г. и 2009–2010 гг., значения ННІ по рынку паев уходили в область высококонцентрированного рынка, в конце 2012 г. до начала 2015 г. значения индекса, наоборот, опускались до состояния слабо концентрированного рынка. Однако в 2016 г. ННІ снова ушел в зону высококонцентрированного рынка.

О слабом уровне конкуренции на рынках андеррайтинговых и консалтинговых услуг при размещении корпоративных и региональных облигаций свидетельствуют значения индекса Херфиндаля – Хиршмана (*рис. 24*). Начиная с 2009 г. рынок инвестиционно-банковских услуг по сделкам с корпоративными облигациями превратился из высококонцентрированного в умеренно концентрированный, когда ежемесячные значения ННІ попадают в диапазон от 800 до 1800. В 2016 г. в сегменте услуг по

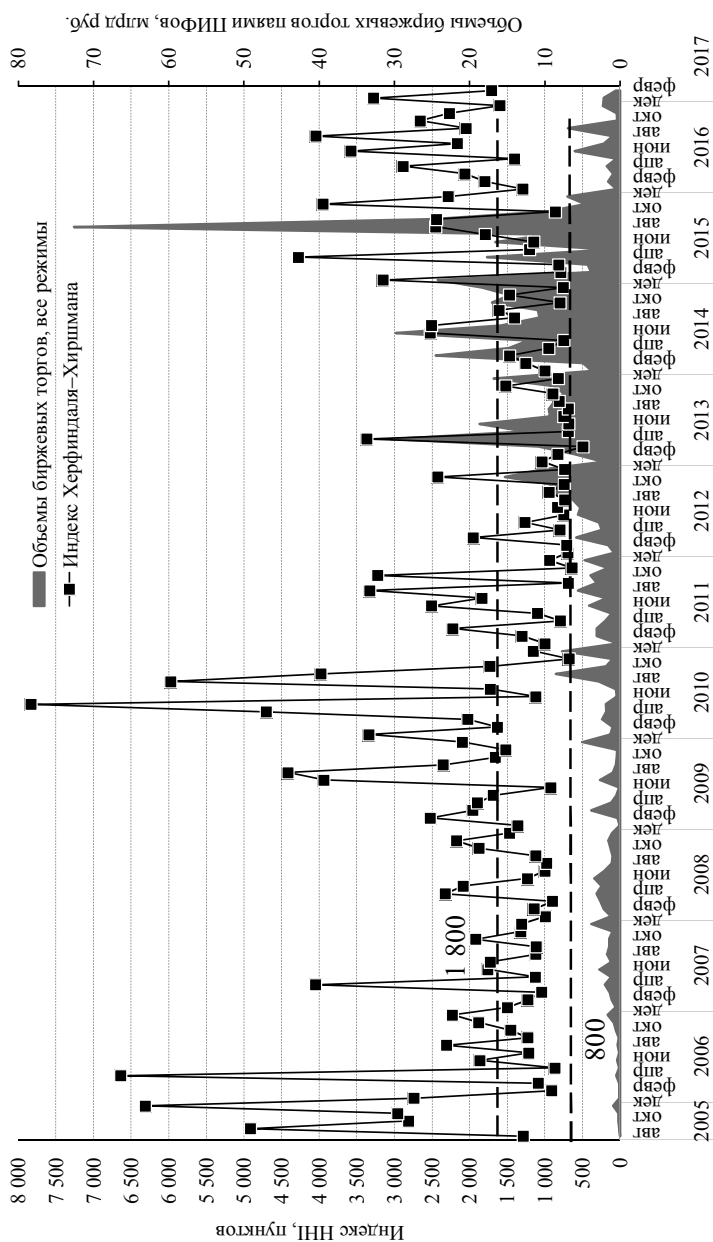


Рис. 23. Индекс Херфиндаля – Хиршмана по объему биржевых торгов с инвестиционными паями паевых инвестиционных фондов, а также объем сделок с данными финансовыми инструментами на Московской бирже с августа 2005 г. по февраль 2017 г.

Источник: расчеты автора по данным Московской биржи.

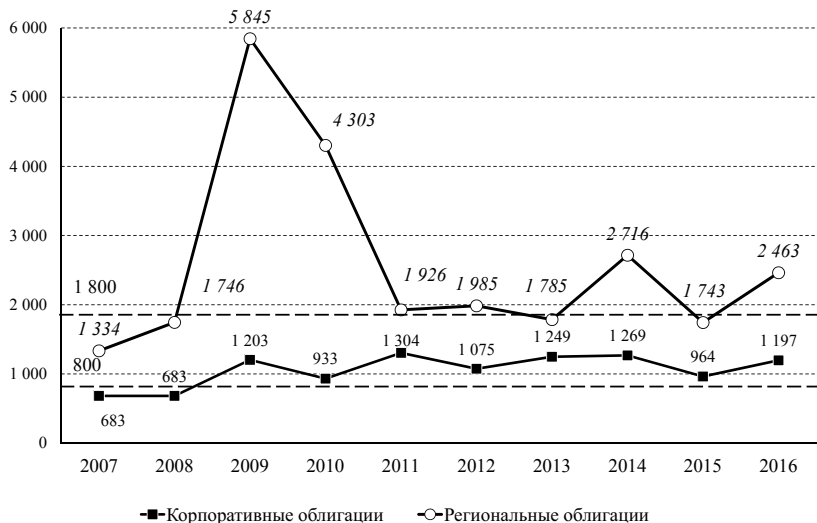


Рис. 24. Индекс Херфиндала – Хиршмана: услуги по организации выпусков рублевых корпоративных и региональных облигаций в 2007–2016 гг.

Источник: по данным рейтингов организаторов размещений облигаций [www.Cbonds.ru](http://www.Cbonds.ru) за 2007–2016 гг.

корпоративным облигациям ННИ был равен 1197. С 2011 г. рынок услуг по выпускам региональных облигаций балансирует между зонами умеренно концентрированного и высококонцентрированного рынков. В 2016 г. со значением ННИ 2463 он подпадал под определение высококонцентрированного рынка.

К сожалению, Московской биржей не раскрываются полные данные о количестве клиентов у всех участников торгов, что затрудняет расчет ННИ по показателям доли брокеров при обслуживании разных категорий клиентов. В данном случае можно согласиться с мнением Я.М. Миркина [4] о том, что рынок брокерских услуг в России является олигополистическим, где на каждом сегменте доминируют 5–10 основных игроков, а на 10 брокерско-дилерских компаний приходится 60–70% объема биржевых сделок. Как будет показано далее в разделе 4.1 (см. табл. 32) данной работы, в феврале 2017 г. 8 крупнейших брокерских компаний обслуживали 92,8% брокерских счетов частных лиц, 93,1% индивидуальных инвестиционных счетов и 75,7% активных брокерских счетов.

Уровень внутренней конкуренции на фондовом рынке во многом связан с моделью его регулирования. В работе экспертов Всемирного банка

Мелецки и Подпиера [24] на основе исследования моделей регулирования и надзора в 98 странах были сделаны выводы о том, что страны с более высоким уровнем развития небанковского финансового сектора, как правило, имеют менее интегрированные системы пруденциального надзора. В исследовании Абрамова, Радыгина и Черновой [25] на примере 50 стран за период 1999–2013 гг. были сделаны выводы о том, что показатели глубины финансового рынка и количества акций в биржевом листинге в расчете на 10 тыс. человек характеризуются значимой обратно пропорциональной зависимостью от степени интеграции как пруденциального надзора, так и финансового регулирования. На основе эконометрической модели исходя из параметров российской экономики и финансового рынка в статье был сделан вывод о предпочтительности для целей развития внутреннего финансового рынка менее интегрированных секторальных систем его регулирования и надзора.

Ряд авторов, которые высказывают обоснованные сомнения в эффективности применения модели мегарегулятора на российском финансовом рынке, тем не менее придерживаются иных взглядов относительно направления эволюции системы финансового регулирования. По мнению Данилова и Буклемешева [26], более эффективной для российского финансового рынка, в том числе с точки зрения внутренней конкуренции между его секторами и внешней конкурентоспособности, мог бы стать переход к модели регулирования Twin Peaks, предусматривающий выделение из нынешнего мегарегулятора независимой структуры, занимающейся разработкой стандартов профессиональной деятельности и защитой потребителей финансовых услуг.

## 3. Публичные размещения и вторичный рынок финансовых инструментов

### 3.1. Рынок акций российских эмитентов

#### 3.1.1. Крупнейшие эмитенты на рынке акций

Как было отмечено выше в комментариях к *табл. 5*, в 2016 г. по критерию количества компаний в листинге из 81 биржи, статистика по которым раскрывается Всемирной федерацией бирж, Московская биржа занимала лишь 39-е место. Расчеты относительного показателя – количества листинговых компаний в расчете на 1 млн человек, произведенные нами по данным за 2015 г. из информационной базы The World Development Indicators (WDI) Всемирного банка, показывают, что из 79 стран мира, по которым можно рассчитать данный индикатор, Россия занимала лишь 69-е место. В 2015 г. на 1 млн человек в России приходилось 1,7 компании в биржевом листинге, в среднем по всему миру данный показатель был равен 5,9 компании<sup>1</sup>.

На *рис. 25<sup>2</sup>* показано количество компаний в листинге бирж ММВБ и ее правопреемницы – Московской биржи за период 2006–2016 гг. Видно, что после объединения российских бирж РТС и ММВБ число листинговых компаний в 2012 г. достигло максимума – 293. После этого в 2013–2016 гг. происходило постоянное уменьшение числа компаний в листинге. В 2016 г. их было 245, или только 83,6% от показателя 2012 г. Основными причинами снижения количества компаний в листинге было превращение ранее публичных компаний в частные при их приобретении стратегическими инвесторами, не сопровождаемое приходом новых компаний на биржевой рынок инвестиционных ресурсов.

О неиспользованном потенциале биржи в привлечении новых компаний в листинг свидетельствует тот факт, что в 2016 г. из примерно 1140 акционерных обществ, в которых центральный депозитарий НРД держит счет номинального держателя<sup>3</sup>, акции только 246 компаний, или 21,6% от обслуживаемых в НРД, включены в листинг Московской биржи.

---

<sup>1</sup> Согласно данным Зингалеса и Раджана [27], в царской России в 1913 г. на 1 млн человек приходилось 2,02 компании в биржевом листинге, т.е. на 15% больше, чем в России образца 2017 г.

<sup>2</sup> За период 2006–2011 гг. приводятся данные по листингу ММВБ, за 2012–2016 гг. – по листингу ПАО «Московская биржа».

<sup>3</sup> Рассчитано нами на основании публичной базы данных НРД.

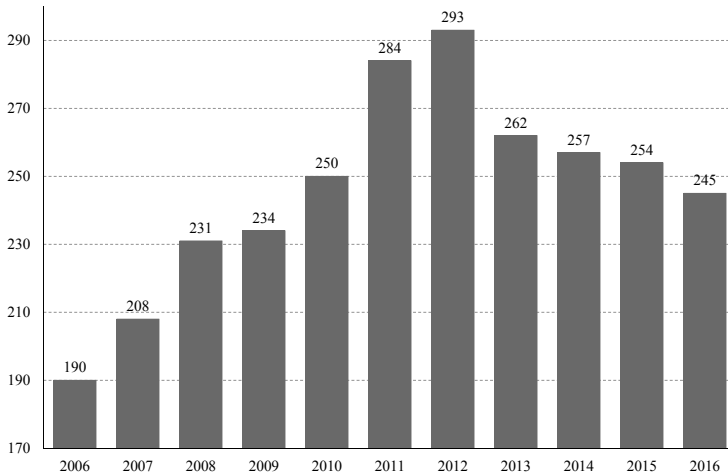


Рис. 25. Количество компаний в листинге Московской биржи в 2006–2016 гг.

Источник: расчеты автора по данным сборника НАУФОР «Российский фондовый рынок в 2015 г. События и факты» за 2006–2008 гг. и по данным Всемирной федерации бирж за 2009–2016 гг.

В 2015–2016 гг. Московской бирже не удалось преодолеть тенденцию сокращения числа национальных эмитентов акций, прошедших листинг. Решить данную проблему не помогли даже вступление в силу с 1 сентября 2014 г. поправок в ГК РФ и принятие поправок в Федеральный закон от 26 февраля 1995 г. «Об акционерных обществах» с введением новой статьи 7.1 в этот закон<sup>1</sup>, предполагающих, что для получения статуса публичного акционерного общества данные компании предварительно до внесения официальных документов с новым правовым статусом в единый государственный реестр юридических лиц обязаны заключать договор о с организатором торговли о листинге акций общества.

Очевидно, что масштаб российского реального сектора экономики не соответствует уровню развития внутреннего фондового рынка, что во многом проявляется в листинге Московской биржи. За исключением редких примеров, например, компании «АФК-Система», крупнейшие интегрированные бизнес-группы (ИБГ)<sup>2</sup>, управляющие активами российских производственных

<sup>1</sup> В соответствии с Федеральным законом от 29 июня 2015 г. № 210-ФЗ.

<sup>2</sup> По определению, приводимому Я.Ш. Паппэ [28], интегрированная бизнес-группа представляет собой совокупность предприятий и компаний, работающих в разных отраслях и секторах экономики (часто и в реальном, и в финансовом) и являющихся самостоятельными

компаний, присутствуют на внутреннем рынке ограниченно, преимущественно через дочерние структуры. Речь идет о таких влиятельных ИБГ, как ЗАО «ХК Интеррос», Onexin Holding Ltd., Группа «Нафта Москва», Volga Resource, Группа «Сумма», холдинг «Базовый элемент», АО «СУЭК», холдинг «Металлоинвест», Группа компаний «Ренова» и др.<sup>1</sup> Применительно к данным компаниям можно привести не только пример американского частного холдинга Berkshire Hathaway У. Баффетта или «АФК-Системы» в России, но и опыт выхода на фондовый рынок крупнейших южнокорейских чеболей после кризиса в этой стране 1989 г., который во многом произошел из-за непрозрачности деятельности данных структур и низкого качества корпоративного управления в них [30]. Листинг Московской биржи могли бы пополнить ряд государственных корпораций и их дочерние компании, которые в настоящее время активно используют внутренний фондовый рынок для размещения корпоративных облигаций<sup>2</sup>. Непубличными, как правило, являются брокерские и управляющие компании, осуществляющие деятельность на фондовом рынке, на бирже мало акций банков.

В *табл. 11* приведен перечень 20 самых крупных по капитализации эмитентов на Московской бирже в 2015 и 2016 гг. В 2015 г. на них приходилось 58,7% капитализации всех компаний на Московской бирже, а в 2016 г. – уже 76,4%. Важным событием 2016 г. явилась смена лидера по капитализации компаний на Московской бирже. ПАО «Газпром» с капитализацией в 3,6 трлн руб. занял лишь 3-е место, уступив лидерство ПАО НК «Роснефть» и ПАО «Сбербанк» с капитализацией соответственно 4,2 трлн и 3,7 трлн руб.

Согласно информации Московской биржи, в 2016 г. прошли IPO-SPO семи компаний, в ходе которых было привлечено 137,4 млрд руб. (2,1 млрд долл.) средств инвесторов. Это примерно в 1,5 раза больше, чем в 2015 г., когда было размещено акций на 93,3 млрд руб. (1,5 млрд долл.).

В конце 2016 г. Московская биржа завершила реформу листинга, начатую в 2014 г. Она предполагала, что при включении эмитентов в тот или иной уровень листинга в расчете будут приниматься показатель free-float их акций, предоставление отчетности по МСФО, соблюдение установленных

---

ными юридическими лицами, но в ряде важных моментов выступающих как единое целое вследствие наличия общей группы собственников (контролирующих или, по крайней мере, наиболее влиятельных) и высших менеджеров. Также, по мнению Паппэ, для отечественных ИБГ наиболее близкими аналогами являются южнокорейские чеболи.

<sup>1</sup> В марте 2017 г. стало известно, что промышленный холдинг Олега Дерипаски Ел+ начал подготовку к IPO своих акций на Лондонской и Гонконгской фондовых биржах [29].

<sup>2</sup> Проблема роли государственных компаний в капитализации акций российских эмитентов рассматривается в статье Абрамова, Радыгина, Черновой [31].



Таблица 11

## Крупнейшие по капитализации эмитенты на Московской бирже в 2015–2016 гг.

	Наименование эмитента	2015 г.		Наименование эмитента	2016 г.	
		Капитализация, млрд руб.	Удельный вес, %		Капитализация, млрд руб.	Удельный вес, %
1	ПАО «Газпром»	3 226	8,5	1 ПАО «НК «Роснефть»	4 240	11,2
2	ОАО «НК «Роснефть»	2 715	7,2	2 ПАО Сбербанк	3 710	9,8
3	ПАО «Сбербанк»	2 184	5,8	3 ПАО «Газпром»	3 635	9,6
4	ПАО «ЛУКОЙЛ»	2 001	5,3	4 ПАО «ЛУКОЙЛ»	2 916	7,7
5	ОАО «НОВАТЭК»	1 808	4,8	5 ОАО «НОВАТЭК»	2 379	6,3
6	ПАО «ГМК «Норильский никель»	1 452	3,8	6 ПАО «ГМК «Норильский никель»	1 589	4,2
7	ОАО «Сургутнефтегаз»	1 220	3,2	7 ОАО «Сургутнефтегаз»	1 105	2,9
8	ПАО «Магнит»	1 052	2,8	8 ПАО «Магнит»	1 031	2,7
9	Банк ВТБ (ПАО)	1 026	2,7	9 ПАО «Газпром нефть»	1 024	2,7
10	ПАО «Газпром нефть»	729	1,9	10 Банк ВТБ (ПАО)	960	2,5
11	ПАО «Газнефть» им. В.Д. Шашина	696	1,8	11 ПАО «Газнефть» им. В.Д. Шашина	917	2,4
12	ОАО «Полос Золото»	552	1,5	12 ПАО «Полос»	847	2,2
13	ПАО «Мегафон»	530	1,4	13 ПАО «Северсталь»	778	2,1
14	ПАО «Уралкалий»	523	1,4	14 АК «АЛРОСА» (ПАО)	712	1,9
15	ПАО «Северсталь»	512	1,4	15 ПАО «НЛМК»	686	1,8
16	ПАО «МТС»	436	1,2	16 ПАО АНК «Башнефть»	531	1,4
17	АК «АЛРОСА» (ПАО)	414	1,1	17 ПАО «МТС»	514	1,4
18	ОАО «НЛМК»	376	1,0	18 ПАО «Уралкалий»	485	1,3
19	ОАО «ФосАгро»	366	1,0	19 UNITED COMPANY RUSAL	398	1,1
20	ОАО «Сургутнефтегаз»	340	0,9	20 ПАО «Интер РАО»	397	1,1
	<b>Капитализация всех эмитентов на МБ</b>	<b>37 748</b>	<b>100,0</b>	<b>Капитализация всех эмитентов на МБ</b>	<b>37 748</b>	<b>100,0</b>
	<b>Капитализация Топ-20 эмитентов</b>	<b>22 157</b>	<b>58,7</b>	<b>Капитализация Топ-20 эмитентов</b>	<b>28 855</b>	<b>76,4</b>

Источник: расчеты автора по данным Московской биржи.

показателей доли независимых членов в составах совета директоров, наличие комитетов по внутреннему аудиту, вознаграждениям и кадрам. По итогам данной реформы в начале 2017 г. были снижены уровни рейтинга 21 эмитента и повышен до первого уровня листинг компании Россети.

Отдельно отметим произошедшее в 2015 г. заметное ухудшение прозрачности информации о количестве компаний и выпусков ценных бумаг в листинге, публикуемой биржей. До 2015 г. официальные сведения о числе эмитентов на бирже и их выпусках ценных бумаг раскрывались в квартальной отчетности ЗАО «ФБ ММВБ»<sup>1</sup>, которая являлась 100%-й дочерней структурой ПАО «Московская биржа» (в 2016 г. произошло объединение ПАО «Московская биржа» и ФБ ММВБ). Проблема в том, что начиная с 2015 г. на официальном сайте Московской биржи в Интернете стало трудно найти официальную информацию о количестве компаний и отдельных выпусков ценных бумаг в листинге биржи. Основным источником оперативной информации о количественных параметрах биржевого листинга является ресурс Всемирной федерации бирж, нежели сама Московская биржа.

### *3.1.2. Сегменты внутреннего рынка акций*

Объединение бирж РТС и ММВБ в конце 2011 г. позволило сконцентрировать на единой бирже сразу несколько рынков, имеющих отношение к сделкам с акциями: спот-рынок, рынок производных на фондовые индексы и отдельные выпуски акций и денежный рынок в виде сделок РЕПО под залог акций. Это открыло большой простор для опережающего роста сегмента срочного рынка (FORTS) в связи с привлечением новой ликвидности на этот сегмент рынка из биржевой инфраструктуры и расширением круга его участников. В результате в общем объеме сделок на финансовом рынке долевых инструментов доля срочного рынка выросла с 46,7% в 2010 г. до 64,2% в 2015 г. (*рис. 26 и табл. 12*). В 2016 г. – в январе-феврале 2017 г. рост доли срочного рынка прекратился, что в большей мере связано с высокой доходностью операций на спот-рынке акций в 2016 г. Опережающими темпами стал расти и денежный рынок акций (сделки РЕПО), подстегиваемый за счет расширения возможностей брокеров и их клиентов по заимствованию денежных средств под обеспечение акциями<sup>2</sup>,

<sup>1</sup> URL: <http://moex.com/a137>

<sup>2</sup> С помощью сделок РЕПО на рынке акций брокер или его клиент привлекает заемные денежные средства под обеспечение принадлежащих ему акций. Полученные средства используются для краткосрочного маржинального кредитования клиентов брокеров и других брокеров.

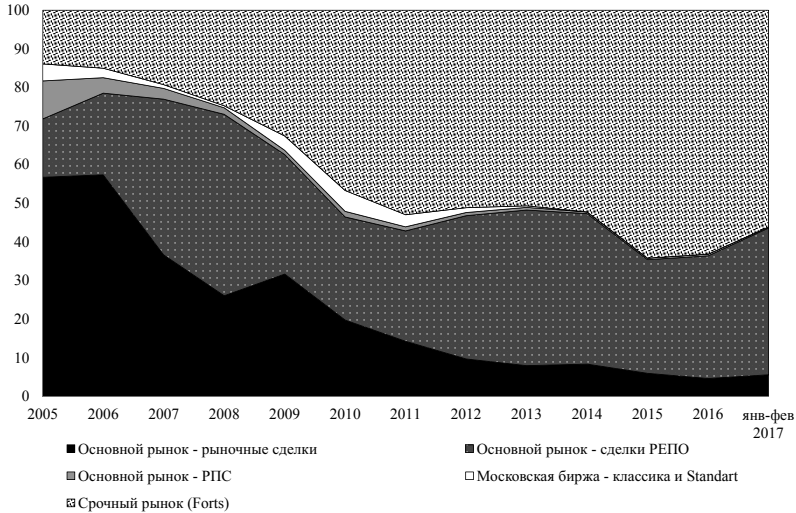


Рис. 26. Структура рынков акций и деривативов на Московской бирже с января 2005 г. по февраль 2017 г., %

Источник: расчеты автора по данным российских бирж.

а также включением после кризиса акций в список ценных бумаг, принимаемых в обеспечение сделок РЕПО, совершаемых Банком России. Доля сделок РЕПО выросла с 26,7% в 2010 г. до 29,4% в 2015 г. и продолжала расти до 38,0% по итогам первых двух месяцев 2017 г.

Таблица 12

Структура финансового рынка акций на Московской бирже с января 2005 г. по февраль 2017 г., %

	2005	2010	2015	2016	Январь–февраль 2017
Рыночные (аукционные) сделки	56,7	19,8	6,0	4,6	5,6
Сделки РЕПО	15,1	26,7	29,4	31,8	38,0
Режим переговорных сделок	9,8	1,5	0,4	0,4	0,3
Московская биржа – Classica* и Standart	4,4	5,4	0,0		
Срочный рынок (бывший Forts)	13,9	46,7	64,2	63,2	56,1
<b>Всего</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>

\* Торги в секции Classica официально прекращены биржей с 3 августа 2015 г.

Источник: расчеты автора по данным российских бирж.

На рис. 27, 28 и в табл. 13 показана структура биржевого рынка акций в разрезе рыночных (анонимных аукционных) сделок, переговорных сделок (РПС) и сделок РЕПО. Характерной тенденцией в развитии рынка акций, наблюдаемой с середины 2006 г. за некоторым перерывом во время кризиса 2008 г., является опережающий рост денежного рынка в виде сделок РЕПО с акциями. Доля данных сделок в общем объеме торгов акциями на бирже выросла с 18,5% в 2005 г. до 86,6% в январе-феврале 2017 г. (рис. 27).

Одновременно с этим происходит как абсолютное, так и относительное сокращение объемов торгов в сегменте рыночных сделок, совершаемых на бирже в режиме анонимного аукциона. Их относительный размер по отношению к общему объему сделок на бирже уменьшился с 69,5% в 2005 г. до 12,8% в январе-феврале 2017 г. (рис. 27). В абсолютном выражении объем рыночных сделок сократился с 15,1 трлн долл., достигнутых в 2011 г., до 8,4 трлн долл. в 2016 г., или на 44,3% (рис. 28). Это особенно тревожный факт, потому что именно в данном режиме торгов формируются рыночные цены акций российских эмитентов.

С помощью сделок РЕПО на рынке акций достигается увеличение краткосрочного денежного спроса на акции за счет заемных средств, который, как правило, удовлетворяется за счет сделок РЕПО с акциями по нерыночным ценам. Это позволяет брокерам и их клиентам получать дополнительные доходы в виде чистого процента за предоставление кредитных ресурсов. После кризиса 2008 г., когда ряд крупных участников биржевых торгов не сумели исполнить свои обязательства по сделкам РЕПО с акциями, основные расчеты в данном сегменте рынка стали производиться через центрального контрагента (клиринговый центр), что в определенной степени позволило к настоящему времени минимизировать кредитные риски по данным сделкам РЕПО.

Тем не менее опережающий рост рынка РЕПО акций вызывает опасения. Прежде всего, публично недоступной является информация о том, насколько надежно на данном сегменте управляются риски, особенно по тем сделкам, расчеты по которым осуществляются внутри брокерских компаний и банков. Ни регулятор, ни сами брокеры не раскрывают ответственности элементарных показателей, характеризующих масштаб операций РЕПО и риски участников данных сделок. У общественности нет информации ни о размере коэффициентов утилизации рыночных активов<sup>1</sup>

<sup>1</sup> Коэффициент утилизации рыночных активов равен отношению текущей стоимости ценных бумаг, использованных в качестве обеспечения операций РЕПО с контрагентами, к текущей стоимости ценных бумаг, имеющих у брокера или его клиентов в наличии.

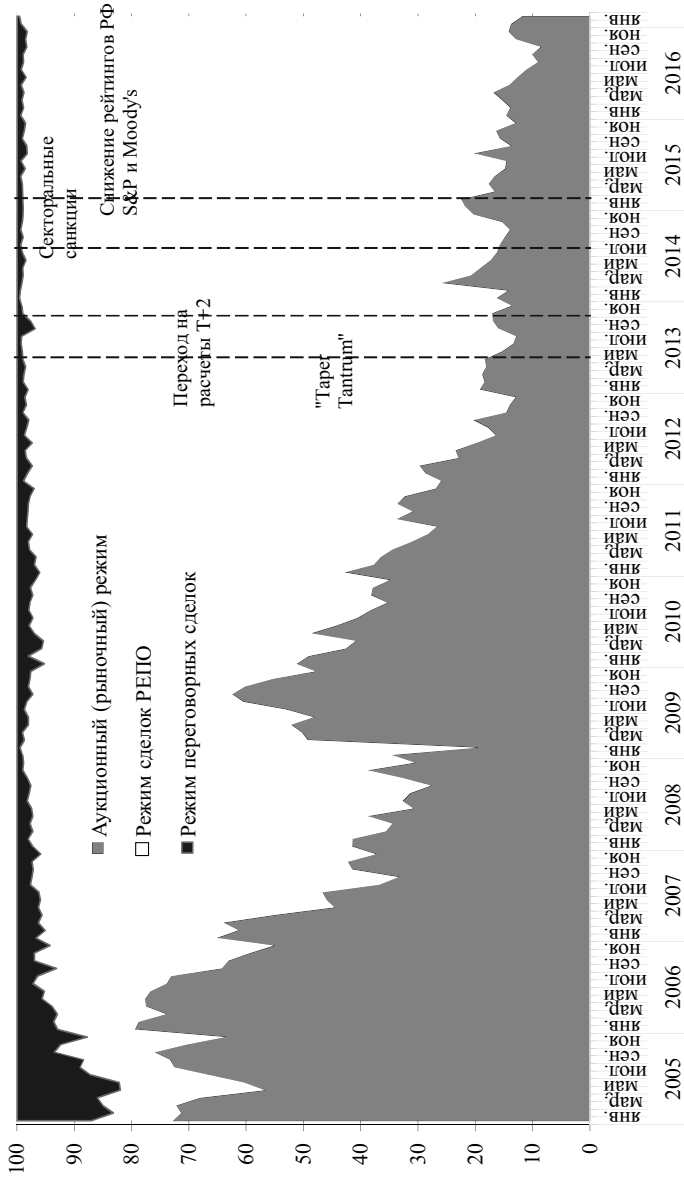


Рис. 27. Структура сделок с акциями на основном рынке Московской биржи с января 2005 г. по февраль 2017 г., %  
 Источник: расчеты автора по данным Московской биржи.

у брокеров и их клиентов, ни о размерах финансового рычага на балансах у брокеров, ни об интегрированных коэффициентах оборачиваемости активов клиентов брокеров. Более того, небанковские брокеры в отличие от управляющих компаний и НПФ не раскрывают свою отчетность, составленную по стандартам МСФО с индикаторами риска их деятельности.

При сокращении сегмента рыночных сделок с акциями исчезает возможность для определения справедливой стоимости акций российских эмитентов, цены сделок, применяемые в сегменте РЕПО, являются искаженными. Через сделки РЕПО в спекулятивные операции с акциями втягивается масса неопытных инвесторов, принимающих на себя риски, которые они не понимают. Кроме того, избыточное стимулирование спекулятивных сделок отвлекает частных инвесторов от реализации более долгосрочных стратегий инвестирования.

Биржевой сегмент сделок РЕПО с акциями, доминирующий на Московской бирже, является нетрадиционным для практики зарубежных бирж; на развитых рынках обычно действует механизм кредитования под залог ценных бумаг, имеющий внебиржевой характер. Использование биржевой инфраструктуры для совершения данных сделок, с одной стороны, помогает лучше управлять рисками, а с другой – способствует втягиванию в данные рискованные операции избыточного числа не подготовленных к ним частных инвесторов.

Со стратегической точки зрения гипертрофированное развитие денежного рынка на бирже ограничивает ее способность как центра перераспределения капитала в пользу наиболее эффективных эмитентов и стимулирования роста новых компаний. Денежный рынок в большей мере способствует сохранению позиций действующих компаний, сложившейся структуры экономики, поскольку его основные ресурсы приходится на инструменты самых крупных по капитализации эмитентов ценных бумаг.

Наложение на данные о биржевой ликвидности, прежде всего об объемах рыночных сделок с акциями, важных событий, которые могли оказать влияние на поведение внутренних и иностранных инвесторов (рис. 27 и 28), показывает, что данные события, как правило, не приводили к существенным изменениям активности участников биржевых торгов<sup>1</sup>. Например, завершение перехода биржевого рынка акций на расчеты T+2 в сентябре 2013 г. пока не привело к каким-либо заметным результатам в

---

<sup>1</sup> В перечне приведенных факторов термин «taper tantrum» (судорожная реакция) принято относить к событиям, случившимся в мае 2013 г., когда под влиянием слухов о скором повышении процентной ставки ФРС началось массовое бегство глобальных инвесторов из развивающихся финансовых рынков.

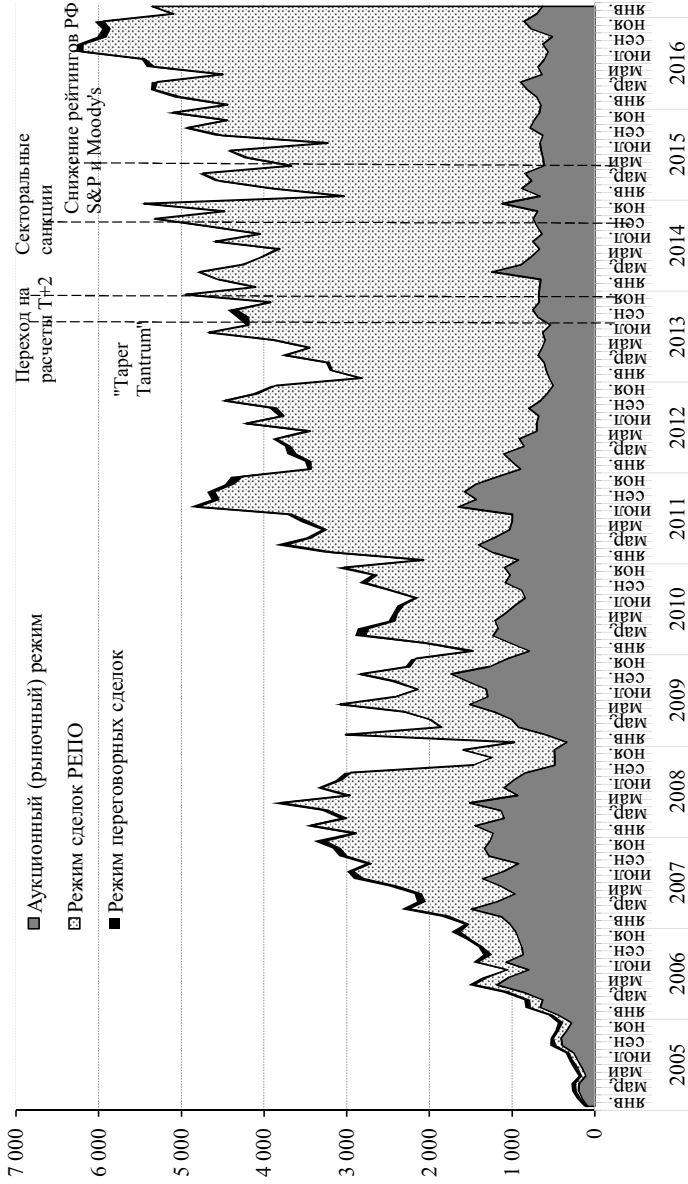


Рис. 28. Объемы сделок с акциями на основном рынке Московской биржи с января 2005 г. по февраль 2017 г., млрд руб.  
 Источник: расчеты автора по данным Московской биржи.

виде притока новых средств иностранных или внутренних инвесторов на фондовый рынок. Впрочем, этому могли помешать объективные факторы, ограничивающие приход иностранных инвесторов на внутренний рынок, такие как введение секторальных санкций в июле 2014 г. и снижение суверенного кредитного рейтинга России международными рейтинговыми агентствами S&P и Moody's в январе-феврале 2015 г. ниже инвестиционного уровня.

Отчасти это подтверждает гипотезу, сформулированную в 2016 г. Банком России о том, что поведение нерезидентов на российском рынке акций, оказывающее существенное влияние на ликвидность биржевого рынка акций, в большей степени определяется факторами глобального, а не локального характера [32].

Таблица 13

**Объем и структура торгов акциями и депозитарными расписками на Московской бирже в 2005–2017 гг. в разрезе торговых режимов**

	2005	2010	2015	2016	2017 январь–февраль
<b>Объем, млрд руб.</b>					
Аукционный (рыночный) режим	2 795	12 416	8 550	8 364	1 342
Режим переговорных сделок	484	915	604	811	64
Режим сделок РЕПО	745	16 776	42 164	57 085	9 109
Всего в порядке вторичного обращения	4 025	30 107	51 318	66 260	10 515
<b>Структура, %</b>					
Аукционный (рыночный) режим	69,5	41,2	16,7	12,6	12,8
Режим переговорных сделок	12,0	3,0	1,2	1,2	0,6
Режим сделок РЕПО	18,5	55,7	82,2	86,2	86,6
<b>Итого</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>

*Источник:* расчеты автора по данным Московской биржи.

Таким образом, ключевой проблемой, на решении которой, по нашему мнению, целесообразно сосредоточиться бирже, является поиск источников роста рыночных сделок с акциями. Основными направлениями в решении данных вопросов могут быть развитие системы пенсионных накоплений, рост коллективных инвестиций, индивидуальных инвестиционных счетов и других форм аккумуляции денежных накоплений частных инвесторов.



### 3.1.3. Ключевые участники биржевого рынка акций

Как было показано на *рис. 22*, рынок с акциями на Московской бирже является низкоконцентрированным. На нем присутствует достаточно большое число игроков, конкурирующих между собой. Проблема лишь в том, что год от года данное число постепенно сокращается. В декабре 2016 г. в сделках с акциями на бирже было задействовано 250 участников торгов, в декабре 2015 г. – 279.

На *рис. 29* и в *табл. 14* показана структура сделок с акциями в разрезе частных брокеров и контролируемых государством компаний (КГК)<sup>1</sup>. Отдельно выделены операции по финансовому холдингу «Открытие», в котором косвенная доля государства в уставном капитале (через ВТБ) составляет всего около 10%, но по ряду непубличных причин он часто привлекается для исполнения особо важных поручений государственных структур (например, андеррайтинг крупнейших эмиссий биржевых облигаций НК «Роснефть» в 2015 и 2016 гг., скупка крупных пакетов государственных еврооблигаций в 2015 г., крупные сделки рефинансирования в рублях и валюте со стороны Банка России).

Как показывают данные *рис. 29* и *табл. 14*, основная доля оборотов с акциями на Московской бирже по-прежнему приходится на частные российские финансовые организации, объемы сделок с участием дочерних брокерских структур крупных иностранных банков (GIB-subс)<sup>2</sup> играют относительно скромную роль. Доля частных брокерских компаний в объемах торгов составила 62,2% в феврале 2017 г. по сравнению с 86,2% в 2005 г. При этом доля дочерних структур иностранных банков в феврале 2017 г. составляла всего 6,6%. Парадоксом процесса коммерциализации российских фондовых бирж и их объединения в одну публичную компанию является то, что именно те российские частные брокеры-дилеры, через которых совершается больше половины сделок с акциями на бирже,

---

<sup>1</sup> По состоянию на 2016 г. к участникам рынка, контролируемым государством, в бирже относились следующие участники биржевых торгов: Сбербанк России, Сбербанк КИБ, ВТБ, ВТБ Капитал и его дочерние структуры, ВТБ 24, Газпромбанк, Россельхозбанк, Связьбанк, КИТ Финанс, ВЭБ.

<sup>2</sup> GIB-subс – дочерние компании глобальных инвестиционных банков, являющиеся юридическими лицами по законодательству Российской Федерации и имеющие лицензию на право осуществления брокерской деятельности на рынке ценных бумаг. К ним относятся: «Голдман Сакс», Дойче Банк, Ю-Би-ЭС банк (UBS), ИНГ Банк (Евразия), Банк Кредит Свисс (Москва), Райффайзенбанк, КБ «Ситибанк», ЮниКредит Банк, КБ «Дж.П. Морган Банк Интернешнл», АКБ «Росбанк», ООО «Барклайс Капитал», «Меррилл Линч», Морган Стэнли Банк, Эйч-эс-би-си Банк.

практически никак не представлены в структуре акционерного капитала самой биржи<sup>1</sup>.

Доля контролируемых государством компаний в общем объеме биржевых сделок с акциями выросла с 9,9% в 2005 г. до 21,6% в феврале 2017 г. Однако, как показано на *рис. 29*, основной всплеск экспансии КГК в торгах акциями на бирже, как правило, приходился на наиболее сложные этапы деятельности российского рынка: конец 2008 г. – первую половину 2009 г., когда за счет централизованных кредитных ресурсов осуществлялась программа мер по поддержке внутреннего фондового рынка через Внешэкономбанк. Другим примером повышенной активности КГК на организованном рынке акций был период 2011–2015 гг., когда из-за ограничений в привлечении заемных ресурсов на глобальном рынке капитала для российских финансовых организаций сначала из-за кризиса в еврозоне, а затем – из-за введения секторальных санкций Банк России был вынужден проводить активную политику рефинансирования банков через сделки РЕПО, в том числе под обеспечение в виде акций российских компаний. За это время суммарная доля КГК и Банка России в объеме биржевых сделок с акциями сначала выросла с 26,4% в 2010 г. до 41,0% в 2013 г., а затем вновь уменьшилась до 23,5% в 2015 г.

В 2016 г. Банк России не совершал сделок РЕПО с акциями на бирже, а доля КГК в объемах биржевых торгов опустилась до 20,2%, т.е. стала ниже уровня 2010 г., что в определенной мере свидетельствует о стабилизации ситуации на финансовом рынке. Во многом это было связано с изменением модели рефинансирования банковской системы, когда сделки РЕПО между Банком России и преимущественно крупными государственными банками были заменены на более диверсифицированные сделки РЕПО через центрального контрагента, где поставщиками ликвидности на рынок выступают крупные банки, держащие значительные остатки свободных средств крупных бюджетополучателей.

Обращает внимание значительное увеличение в объемах биржевых торгов акциями доли финансового холдинга «Открытие», превратившегося в самого крупного игрока в данном сегменте биржевых операций. Доля компании в объеме сделок с акциями на бирже выросла с 3,8% в 2005 г. до 16,2% в феврале 2017 г. Можно предположить, что данный прогресс был достигнут компаниями данного холдинга благодаря не только активным стратегиям поглощения других банковских структур, но и активному участию финансового холдинга в различных проектах по рефинансированию

<sup>1</sup> Структура капитала Московской биржи рассматривается в табл. 33 в разделе 4.

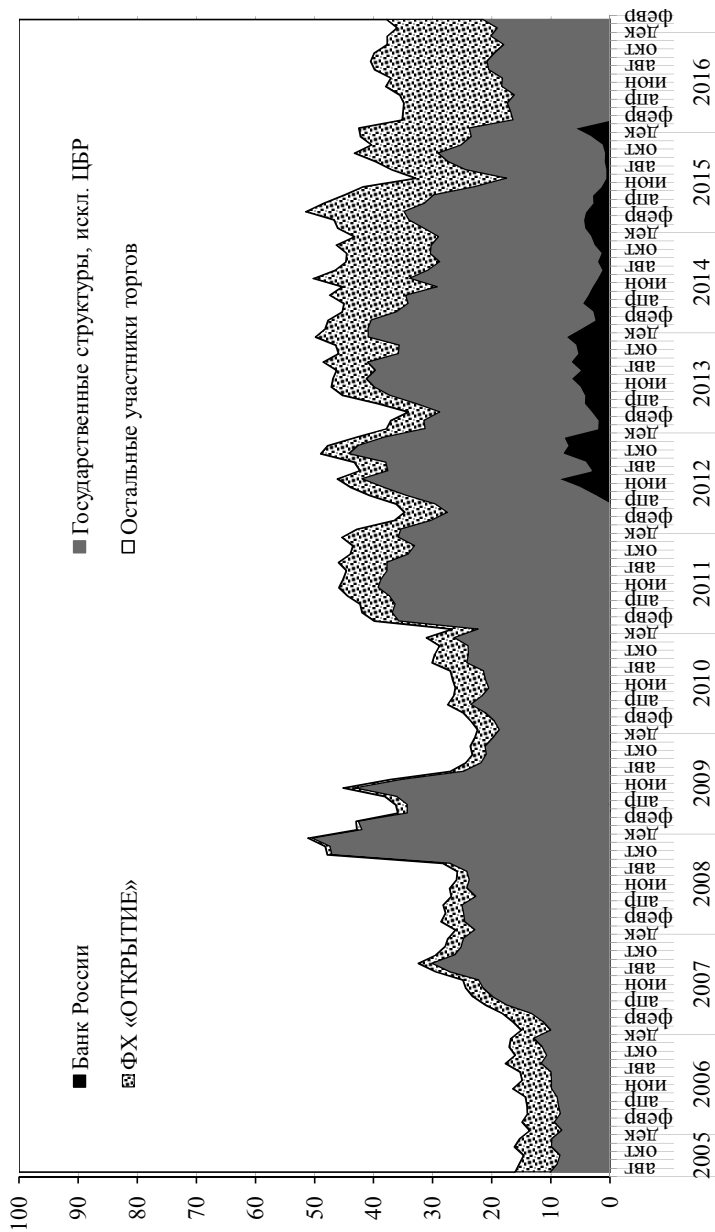


Рис. 29. Доля частных брокеров и КГК в объемах торгов акциями на Московской бирже с августа 2005 г. по февраль 2017 г., %

Источник: расчеты автора по данным Московской биржи.

банковской системы за счет различных централизованных финансовых ресурсов.

Таблица 14

**Доля частных брокеров и КГК в объемах торгов акциями на Московской бирже на конец отчетного периода, %**

	2005	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Февраль 2017
Банк России		0,0	0,0	7,9	7,5	3,2	3,3	0,0	0,0
КГК	9,9	26,4	35,8	30,3	33,5	25,8	20,2	20,2	21,6
ФХ «Открытие»	3,8	9,1	9,6	4,7	8,9	14,2	18,7	17,5	16,2
Иные участники биржевого рынка	86,3	64,5	54,6	57,1	50,2	56,7	57,8	62,3	62,2
Из них:									
GIB-subs				7,3	8,9	4,8	5,7	6,3	6,6

Источник: расчеты автора по данным Московской биржи.

На рис. 30 и в табл. 15 представлены данные о структуре инвесторов в общем объеме биржевых сделок с акциями. В данном случае доля нерезидентов выросла с 15,1% в 2005 г. до 36,4% в январе-феврале 2017 г. При этом введение секторальных санкций с июля 2014 г. не привело к сокращению активности участия нерезидентов, их доля в объеме биржевых торгов, напротив, выросла с 34,9% в 2013 г. до 36,4% в январе-феврале 2017 г.<sup>1</sup>

Доля физических лиц в объеме биржевых сделок с акциями снизилась с 21,0% в 2005 г. до 6,0% в январе-феврале 2017 г. Однако в данном случае это не говорит об уменьшении реальной активности частных лиц на бирже. Поскольку данная категория инвесторов в большей мере совершают сделки в сегменте рыночных (аукционных) торгов, падение ее доли в объемах биржевых торгов объясняется более быстрым ростом на Московской бирже объемов сделок РЕПО по сравнению с рыночными (аукционными) сделками.

Приводимые оценки роли нерезидентов в объеме биржевых сделок с акциями, составляемые на базе публично доступной отчетности Московской биржи, являются несколько заниженными по сравнению с выборочной статистикой Банка России, составляемой на основе непубличных данных. По оценкам Банка России, с июля 2014 г. по июль 2016 г.

<sup>1</sup> При оценке роли нерезидентов на рынке акций необходимо все же учитывать, что в данный показатель также могут входить сделки РЕПО, совершаемые офшорными компаниями российских брокеров, что в определенной мере искажает оценки реального участия нерезидентов в качестве инвесторов на рынке акций российских эмитентов.

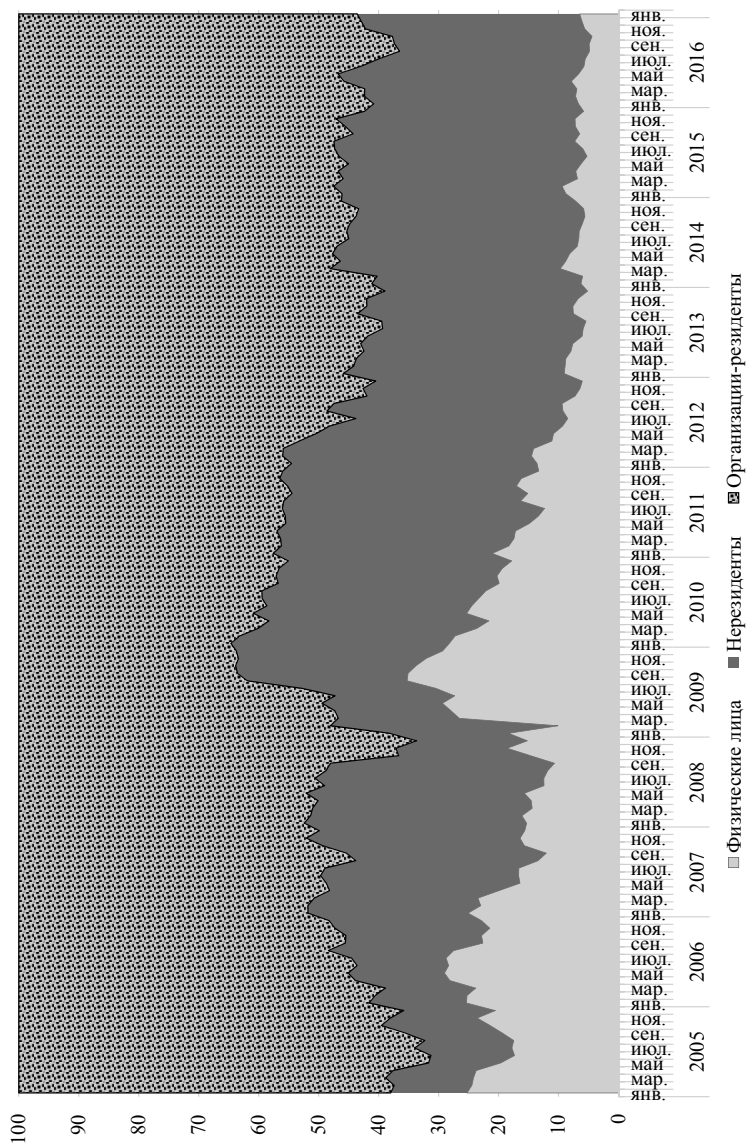


Рис. 30. Структура инвесторов при биржевых сделках с акциями на Московской бирже в 2005–2017 гг., %  
 Источник: расчеты автора по данным Московской биржи.

на рынке акций доля нерезидентов изменялась в интервале от 45 до 48% и была сравнительно постоянна, за исключением декабря 2014 г., когда доля выросла до 51%; высокая доля операций нерезидентов характерна для всех акций индекса ММВБ, причем в некоторые месяцы доля нерезидентов в объемах торгов отдельных акций доходила до 90% [32].

Таблица 15

**Структура инвесторов в общем объеме торгов с акциями  
на Московской бирже, %**

	2005	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Январь– февраль 2017
Физические лица	21,0	22,4	15,8	9,9	7,1	6,9	6,9	6,0	6,0
Нерезиденты	15,1	36,4	40,1	38,4	34,9	38,0	39,1	35,3	36,4
Организаци- резиденты*	63,9	41,2	44,1	51,7	58,1	55,1	54,0	58,8	57,6

\* Здесь и далее под организациями-резидентами понимаются российские юридические лица (нефинансовые компании, НПФ, банки, профессиональные участники рынка ценных бумаг и др.).

*Источник:* расчеты автора по данным Московской биржи.

Оценивая расхождение между данными, рассчитываемыми на основе публичной и непубличной статистики, хотелось бы отметить, что при раскрытии информации о поведении групп инвесторов, оказывающих существенное влияние на цены и ликвидность разных групп финансовых активов, необходимо стремиться к тому, чтобы в распоряжение инвесторов и общественности попадали предельно полные данные о структуре собственников и объемах торгов различными инструментами, раскрываемые биржей, центральным депозитарием и Банком России. Данная практика активно применяется на различных фондовых рынках за рубежом (например, база данных S&P CAPITAL IQ, где с середины 1980-х годов на поквартальной основе раскрывается агрегированная структура владельцев крупнейших американских компаний).

Таким образом, можно сделать вывод, что, несмотря на сокращение ликвидности, секторальные санкции и иные сложности, биржевой рынок акций представлен достаточно широким кругом различных участников торгов. Основные объемы биржевых торгов с акциями приходятся на частные российские финансовые организации, а также на контролируемые государством компании. Некоторые сдвиги в 2016 г. в структуре сделок в пользу частных посредников, скорее, говорят о том, что бирже удалось построить более диверсифицированный механизм рефинансирования

банковской системы, а сам рынок стал более устойчивым. Анализ структуры инвесторов на бирже показывает тенденцию роста активности нерезидентов, которой не помешало даже введение секторальных санкций.

### 3.1.4. Роль рынка акций в российской экономике

Основными каналами влияния рынка акций на экономический рост являются привлечение компаниями инвестиционных ресурсов с помощью первичных размещений долевых ценных бумаг, а также сделки слияния-поглощения. Как следует из данных *табл. 16*, в 2014–2016 гг. на рынке IPO-SPO компаний наблюдался спад активности, объясняемый не только последствиями секторальных санкций, но даже в большей мере рецессией российской экономики. В 2014, 2015 и 2016 гг. объемы сделок составили соответственно 1,7; 0,6 и 2,1 млрд долл., что значительно меньше, чем за предшествующие три года, когда рынок публичных размещений за год не опускался ниже 9,0 млрд долл.

Аналогичный спад наблюдался в сегменте сделок слияний-поглощений, хотя здесь оценки существенно отличаются у разных аналитических ресурсов (Merger.ru, KPMG, агентство AK&M, Thomson Reuters). На основе оценок Merger.ru, объем сделок слияний-поглощений с участием российских компаний составил в 2014, 2015, 2016 гг. соответственно 58,7; 59,9 и 41,7 млрд долл., что, как и в случае с публичными размещениями акций, ниже объема сделок за предшествующие три года. При этом, как видно из приведенных данных, рынок слияний и поглощений в России на порядок превосходил объемы сделок IPO-SPO, что свидетельствует о слабости внутреннего публичного рынка как механизма перераспределения инвестиционных потоков в российской экономике.

К сожалению, в 2016 г. Росстат перестал раскрывать информацию о вкладе публичных размещений акций и корпоративных облигаций в инвестиции в основной капитал, которую он публиковал почти 20 лет до этого. Однако даже имеющихся у нас оценок достаточно, чтобы утверждать, что объем средств, которые компании привлекают с помощью размещения акций и корпоративных облигаций и затем направляют на приобретение основных фондов, составляет очень малую часть в источниках финансирования основных средств (*рис. 31*). В 2016 г. в общих источниках инвестиций в основной капитал доля эмиссии акций составляла всего 0,1%. Это предполагает, что основной объем новых средств, привлекаемых российскими компаниями на внутреннем рынке акций и корпоративных облигаций, продолжал идти на рефинансирование или

Таблица 16

## Параметры рынка акций российских компаний, млрд долл.

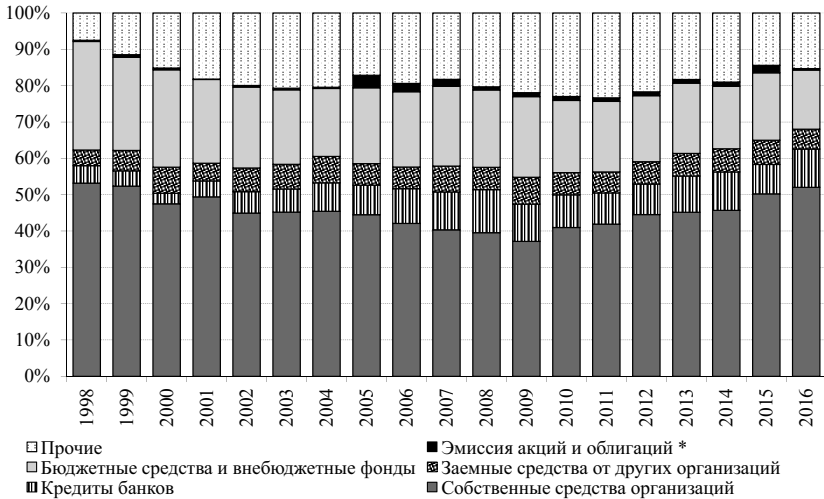
	Капитализация	Вторичный рынок, включая иностранные биржи	IPO-SPO акций	Поступления в основной капитал от IPO		Объем завершившихся сделок слияния-поглощения	
				млрд долл.	то же, % к капитализации		
2000	41	47	0,5	0,2	0,5	40,0	5,0
2001	75	49	0,2	0,1	0,1	50,0	12,0
2002	106	87	1,3	0,2	0,2	15,4	18,1
2003	176	188	0,6	0,2	0,1	33,3	32,4
2004	230	541	3	0,1	0,0	3,3	27,1
2005	549	374	5,2	3,2	0,6	61,5	60,2
2006	1057	914	17	3,2	0,3	18,8	61,9
2007	1503	1687	33	3,6	0,2	10,9	127,7
2008	397	1983	1,9	2,1	0,5	110,5*	117,0
2009	861	1156	1,7	2,0	0,2	117,6*	55,7
2010	1379	1431	6,3	2,4	0,2	37,9	55,1
2011	1096	2222	11,3	2,6	0,2	23,1	94,3
2012	1079	1931	9,5	3,1	0,3	32,6	72,7
2013	1041	1801	9,0	3,1	0,3	34,4	156,1
2014	517	1739	1,7	3,1	0,6	182,0*	58,7
2015	393	997	0,6	0,9	0,2	150,0*	56,9
2016	635	1134	2,1	0,7	0,1	32,0**	41,7

\* Значение больше 100%, поскольку часть инвестиций в основной капитал могла производиться за счет частных размещений акций.

\*\* Сумма поступлений по результатам IPO компаний «Роснефть» и ФХ «Открытие» на Московской бирже в 2016 г.

Источник: расчеты автора по данным Росстата, Банка России, Московской биржи и информационно-аналитического ресурса Merge.ru.





\* С 2016 г. Росстат перестал публиковать оценки объемов средств, поступающих от размещения акций и корпоративных облигаций, в качестве источников финансирования основных средств. По этой причине строка «эмиссия акций и облигаций» за 2016 г. включает оцениваемую нами сумму средств, привлеченных российскими компаниями при проведении IPO на Московской бирже. Оценки доли корпоративных облигаций в источниках финансирования основных средств не приводятся из-за отсутствия какой-либо публичной информации на данную тему.

Рис. 31. Структура источников инвестиций в основной капитал российских компаний в 1998–2016 гг., %

Источник: расчеты автора по данным Росстата и Московской биржи.

погашение долгов, финансирование сделок слияний-поглощений и на иные цели, не имеющие прямого отношения к инвестициям в основные средства.

Таким образом, биржевой рынок акций пока вносит относительно скромный вклад в накопление реальных активов компаний и в экономический рост. Иными словами, потенциал внутреннего фондового рынка в решении ключевых проблем российской экономики пока в полной мере не используется.

## 3.2. Рынок облигаций российских эмитентов

### 3.2.1. Инвестиционная привлекательность облигаций

Как отмечалось выше (см. комментарии к *рис. 12* и *13* по данным за 2005 и 2014 гг.), Россия существенно отстает не только от развитых, но и от других крупных развивающихся рынков по относительному уровню развития внутреннего и внешнего рынков государственных и корпоративных облигаций. Во многом это обусловлено нерешенностью задач формирования внутренних институциональных инвесторов, аккумулирующих долгосрочные сбережения граждан и нефинансовых организаций.

Тем не менее за последнее 10-летие, с 2007 по 2016 г., наблюдалась позитивная тенденция умеренного роста рынка как внутренних, так и внешних облигаций (*рис. 32* и *табл. 17*). Доля внутренних государственных ценных бумаг выросла с 3,8% ВВП в 2007 г. до 7,1% ВВП в 2016 г. при росте государственных еврооблигаций с 2,7% ВВП до 3,8% ВВП<sup>1</sup>. Доля внутренних корпоративных облигаций за тот же период времени выросла с 3,8% ВВП в 2007 г. до 11,0% ВВП в 2016 г. при росте корпоративных еврооблигаций с 7,2% до 10,6% ВВП. При этом в 2016 г. относительно ВВП показатель объема внутренних корпоративных облигаций впервые за много лет превысил показатель корпоративных еврооблигаций. Это свидетельствует о том, что в условиях волатильных глобальных рынков и действия секторальных санкций российские компании все больше переориентируются на внутренний рынок долговых заимствований. Благоприятным условием для развития внутреннего рынка корпоративных облигаций является наличие избытка ликвидности в банковской системе.

Другой закономерностью развития российского финансового рынка являются более низкие масштабы развития внутренних и внешних рынков корпоративных облигаций по сравнению с размером капитализации компаний. Однако за последние 10 лет происходит сближение данных показателей в основном в результате более быстрого развития рынков корпоративных облигаций. Как показано в *табл. 17*, если в 2007 г. доля капитализации акций составляла 115,6% ВВП при суммарном размере

---

<sup>1</sup> Согласно «Основным направлениям государственной долговой политики Российской Федерации на 2017–2019 гг.» [33, с. 9] отношение государственного долга Российской Федерации, куда, помимо указанных обязательств по государственным облигациям, входит также сумма предоставленных Минфином России гарантий, к ВВП в 2016 г. составило 15,2% ВВП. При этом размер безопасного порогового значения данного показателя на ближайшие три года Минфин определил в 20,0% ВВП.

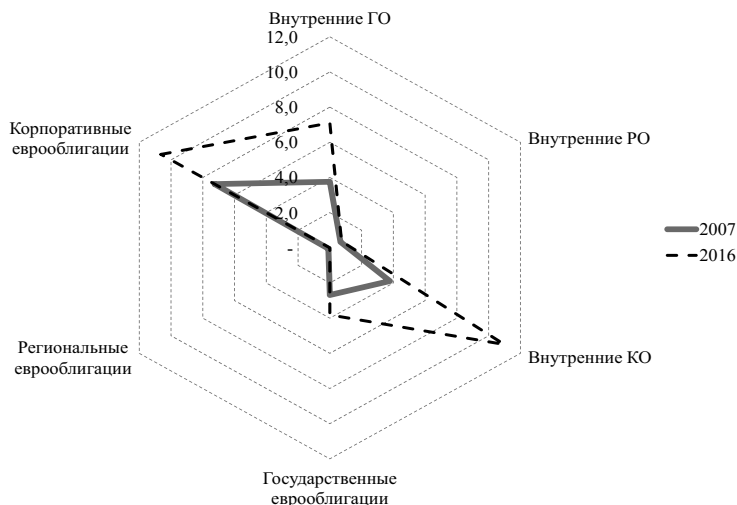


Рис. 32. Относительные размеры капитализации облигаций российских эмитентов в 2007 и 2016 гг., % ВВП

Источник: расчеты автора по данным Минфина России, Росстата и Cbonds.ru.

внутренних корпоративных облигаций и еврооблигаций 11,0% ВВП, то в 2016 г. данные показатели составляли соответственно 49,5 и 20,6% ВВП.

Таблица 17

### Относительные размеры капитализации акций и облигаций российских эмитентов в 2007–2016 гг., % ВВП

	2007	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Внутренние государственные облигации	3,8	5,9	6,1	6,2	7,0	6,7	7,1
Внутренние региональные облигации	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7
Внутренние корпоративные облигации	3,8	5,8	6,2	7,3	8,4	9,7	11,0
Государственные еврооблигации	2,7	1,7	2,0	2,2	2,3	3,3	3,8
Региональные еврооблигации	0,1	0,04	0,02	0,03	0,02	0,03	-
Корпоративные еврооблигации	7,2	5,6	6,9	8,1	8,0	10,1	10,6
Капитализация акций	115,6	53,9	50,1	46,6	24,8	28,7	49,5

Источник: расчеты автора по данным Минфина России, Росстата, Московской биржи и Cbonds.ru.

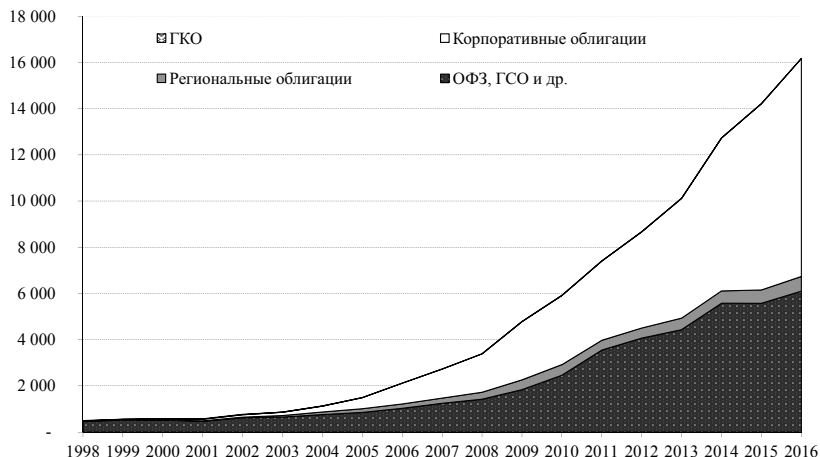


Рис. 33. Объемы рублевых облигаций в обращении, млрд руб.

Источник: расчеты автора по данным Минфина России и Cbonds.ru.

В 2016 г. стоимость облигационных займов в России продолжала расти и достигла 16,2 трлн руб., что на 13,8% больше, чем в 2015 г. (рис. 33). Стоимость корпоративных облигаций, включая нерыночные выпуски, за год увеличилась с 8,1 трлн до 9,4 трлн руб., или на 17,0%; региональных облигаций – с 0,58 трлн до 0,63 трлн руб., или на 10,1%; федеральных облигаций (ОФЗ, государственных сберегательных облигаций и др.) – с 5,6 трлн до 6,1 трлн руб., или на 9,5%. Несмотря на высокую потребность в денежных средствах для финансирования бюджетных расходов, в 2016 г. Минфин России проводил умеренную политику по наращиванию внутреннего государственного долга, оставляя возможность для роста заимствований отрезанных от глобального долгового рынка российских компаний и регионов.

В отличие от ситуации в 2015 г., в 2016 г. наблюдался рост объемов размещений на Московской бирже всех рассматриваемых категорий долговых финансовых инструментов (рис. 34). Наибольший рост пришелся на корпоративные облигации, объем размещений которых вырос с 1,8 трлн руб. в 2015 г. до 3,7 трлн руб. в 2016 г., или в 2,1 раза. Основную роль в таком росте размеров размещенных корпоративных облигаций сыграли выпуск краткосрочных облигаций ВТБ в сумме 2,1 трлн руб. и нерыночная эмиссия облигаций НК «Роснефть» в конце 2016 г. в размере 0,7 трлн руб.

Объем эмиссии федеральных облигаций вырос с 0,84 трлн руб. в 2015 г. до 1,05 трлн руб. в 2016 г., или на 26,2%. За тот же период объем выпусков

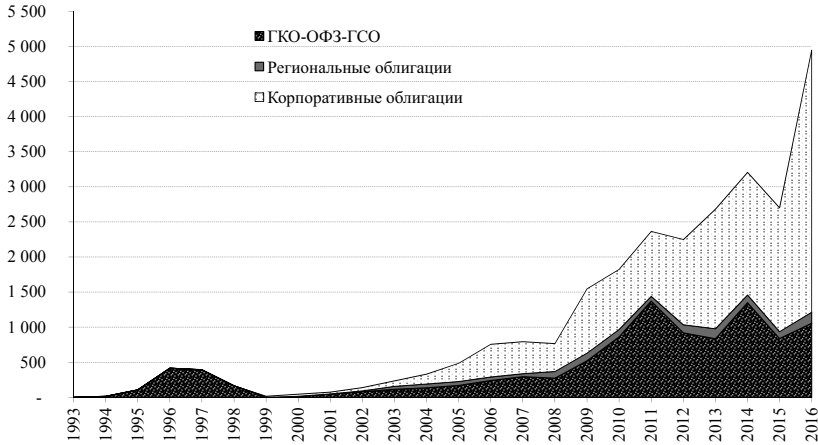


Рис. 34. Объемы размещений рублевых облигаций\* в 1993–2016 гг., млрд руб.

\* В данном случае объем размещений региональных и корпоративных облигаций оценен исходя из объемов сделок по размещению облигаций, ежемесячно раскрываемых Московской биржей. Указанные данные могут отличаться от данных по объему размещений указанных ценных бумаг, публикуемых информационно-аналитическим ресурсом Cbonds.ru, из-за наличия не учитываемых биржей закрытых размещений облигаций

Источник: расчеты автора по данным Минфина России и Московской биржи.

региональных облигаций вырос со 100,0 млрд до 159,0 млрд руб., или на 59,0%. Применительно ко всем категориям облигаций драйверами роста их размещений со стороны предложения выступала растущая потребность бизнеса и государства в финансировании своих расходов и проектов в условиях ограниченного доступа на зарубежные финансовые рынки и проблем в доходной базе, а со стороны спроса – рост избыточной ликвидности в банковском секторе и спрос на рублевые активы со стороны отдельных категорий иностранных портфельных инвесторов.

Отдельно остановимся на гипотезе «премии за краткосрочность владения облигациями». Анализ долгосрочной доходности рыночных портфелей на российском фондовом рынке, проведенный на примере 145 открытых и интервальных паевых инвестиционных фондов (ОиИПИФов)<sup>1</sup> (рис. 35), показал, что на 10-летнем периоде наблюдений в 2006–2015 гг. 30 лучших фондов по коэффициенту «доходность/риск» представляют собой

<sup>1</sup> В данном случае ПИФы использованы в расчетах только потому, что они представляют собой практически единственный случай розничных портфелей на российском финансовом рынке, по которым информация о доходности и рисках инвестирования за весь период их деятельности является публично доступной.

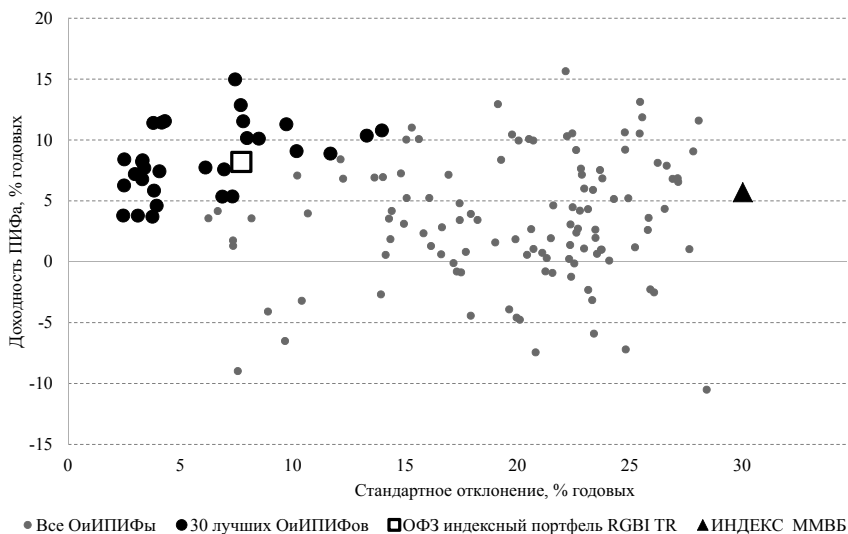


Рис. 35. Среднегодовые значения показателей доходности и риска по 145 ОиИПИФам, рассчитанные по дневным данным за период 2006–2015 гг. (включая 30 лучших фондов и 2 бенчмарка)

Источник: расчеты автора по данным Национальной лиги управляющих и финансовой отчетности управляющих компаний ОиИПИФами.

исключительно фонды облигаций (ОПИФ облигаций «ТКБ Инвестмент Партнерс–Фонд облигаций», ОПИФ облигаций «ВТБ-Фонд Казначейский», ОПИФ облигаций «РЕГИОН – Фонд Облигаций», ОПИФ облигаций «Открытие – Облигации», ОПИФ «Апрель Капитал – Облигации», ОПИФ «КапиталЪ – Облигации» и др.). Похожие эффекты в пользу ОиИПИФов облигаций наблюдались на 5- и 15-летних горизонтах инвестирования.

Расчеты по сравнительной доходности вложений в акции и облигации ПИФов также подтверждаются данными о долгосрочной доходности акций и облигаций, публикуемыми зарубежными исследовательскими центрами. Согласно долгосрочным историческим данным Исследовательского института Credit Suisse (2017), Россия относится к ограниченному перечню стран, на финансовом рынке которых на 20-летнем периоде времени с 1995 по 2016 г. премия за риск по акциям, рассчитываемая по отношению к государственным ценным бумагам, является отрицательной, составляя -3,7 процентного пункта [34].

Это означает, что на внутреннем рынке долгосрочные вложения в облигационные портфели по критерию «доходность/риск» являются

более предпочтительными, чем вложения в акции и смешанные портфели. Поэтому в условиях совершенной конкуренции естественным образом вложения в долгосрочные и среднесрочные в облигации могли бы стать более привлекательными для банков и других категорий внутренних инвесторов. Однако на практике используются стимулы, искажающие рыночные сигналы к участникам рынка и стимулирующие их к сокращению дюрации облигационных портфелей. Банки имеют возможность получать премию к доходности от погашения облигаций, находящихся в их портфелях, в случае их использования в качестве залога под привлечение заемных ресурсов от Банка России или иных банков, чья избыточная ликвидность поддерживается монетарными властями<sup>1</sup>. Использование облигаций в качестве залогов для привлечения дополнительных заемных ресурсов имеет место во многих странах, однако особенностью российского рынка является активное участие в данных программах Банка России и Минфина<sup>2</sup>, да и, как отмечается в одном из отчетов МВФ<sup>3</sup> масштабы операций РЕПО на Московской бирже нетипичны для глобальных рынков [35, с.16].

По нашему предположению, в отличие от ситуации рефинансирования владельцев облигаций со стороны центрального банка или бюджета, аналогичные сделки РЕПО на междилерском рынке не создают источников дополнительной доходности для участников рынка, а лишь перераспределяют с помощью сделок РЕПО имеющиеся денежные ресурсы между участниками рынка. Поэтому в отличие от операций рефинансирования банков за счет более дешевых централизованных ресурсов обычные операции на междилерском рынке не стимулируют краткосрочные операции банков с облигациями, ведущие к сокращению дюрации их облигационных портфелей.

Наличие премии за счет получения более дешевых централизованных ресурсов рефинансирования в определенной мере стимулирует превращение облигаций в активах банков из инструмента инвестирования в инструмент денежного рынка (см. раздел 3.2.2). Положительным следствием ускоренного роста денежного рынка является предоставляемая корпоративным эмитентам возможность привлечения заемных средств путем выпуска облигаций за счет краткосрочных источников

---

<sup>1</sup> Разница между стоимостью привлеченных банками денежных средств под залог облигаций и доходами от их размещения.

<sup>2</sup> По признанию экспертов МВФ, из-за недостатка ликвидности банки в России более активно опираются на финансирование центрального банка, чем кредитные организации в других развивающихся странах [35, с.13].

фондирования. Однако ограниченность ресурсов долгосрочных инвестиций и необходимость встраивания краткосрочных оферт в облигационные выпуски препятствуют использованию корпоративных облигаций для инвестиций в основные средства и экономический рост (подробнее см. раздел 3.2.2).

В книге Акерлофа и Шиллера делается предположение о том, что причиной массового распространения в мире сделок РЕПО в конечном счете является страх владельцев денежных средств их потери в случае вложения в банковские депозиты при банкротстве банков [37, с. 56]. В этом смысле сделки РЕПО позволяют размещать средства на короткий срок под залог тех или иных ценных финансовых активов, которые в случае банкротства заемщика не будут попадать в общую конкурсную массу. В дополнение к данной гипотезе можно предположить, что повышенный уровень развития рынка РЕПО в России по сравнению с другими странами во многом связан со слабостью банковской системы и недоверием к ней со стороны компаний, имеющих излишки денежной наличности. Выступая в качестве альтернативы банковским депозитам, рынок РЕПО делает более краткосрочными источники финансирования банковских проектов, что отрицательно влияет на инвестиционную активность в российской экономике.

Таким образом, наряду с низкими относительно ВВП характеристиками уровня долга со стороны разных секторов экономики, в 2016 г. наблюдался заметный рост внутреннего долгового рынка в отношении всех категорий заемщиков. В секторе не только долговых инструментов Российской Федерации и регионов, но и облигационных заимствований компаний объемы внутренних долговых ценных бумаг превысили размеры обязательств по еврооблигациям.

### *3.2.2. Тенденции и проблемы на рынке негосударственных облигаций*

#### **Эмитенты негосударственных облигаций**

В отличие от ситуации с листингом акций на Московской бирже (см. рис. 25), число эмитентов в ее листинге корпоративных облигаций в последние годы медленно, но росло (табл. 18). Та же тенденция наблюдалась с количеством выпусков корпоративных облигаций на бирже. Число эмитентов корпоративных облигаций выросло с 376 в 2015 г. до 389 в 2016 г., или на 3,5%; число эмиссий корпоративных облигаций за то же время увеличилось с 1167 до 1251, или на 7,2%.



Таблица 18

**Объем рынка рублевых корпоративных облигаций (КО),  
число их выпусков и эмитентов**

	Стоимость выпусков КО в обращении, млрд руб.	В том числе рыночных выпусков КО в обращении, млрд руб.	Число эмиссий КО	Число эмитентов КО
2000	39			
2001	67			
2002	112	112	155	108
2003	160	159	199	162
2004	263	263	230	189
2005	481	479	329	253
2006	906	898	521	391
2007	1 272	1 249	639	487
2008	1 815	1 608	690	495
2009	2 569	2 282	672	440
2010	2 965	2 789	707	394
2011	3 437	3 143	770	349
2012	4 166	3 774	884	342
2013	5 189	4 667	1 030	353
2014	6 623	4 173	1 084	359
2015	8 068	4 594	1 167	376
2016	9 438	4 726	1 251	389
фев.17	9 559	4 803	1 260	391

*Источник:* сведено автором по данным Cbonds.

Данные о 24 самых крупных эмитентах корпоративных облигаций на Московской бирже в 2015–2016 гг. приводятся в *табл. 19*. Первые места в этом списке занимают крупнейшие государственные компании – НК «Роснефть» и РЖД, всего в списке из 24 компаний 11 эмитентов в 2015 г. и 10 эмитентов в 2016 г. относились к категории контролируемых государством компаний. При этом ряд эмитентов облигаций из государственных структур (РЖД, РОСНАНО) не участвуют в листинге акций, приобщаясь к публичному фондовому рынку именно путем выпуска корпоративных облигаций.

Несмотря на присутствие почти 400 эмитентов в листинге, первичный рынок корпоративных облигаций на Московской бирже является высококонцентрированным с преобладанием на нем эмиссий контролируемых государством компаний. Как следует из данных *табл. 20*, на долю 24 самых крупных эмитентов в 2010–2016 гг. приходилось 60–70% объемов

Таблица 19

## Крупнейшие эмитенты корпоративных облигаций в 2015–2016 гг.

	Эмитенты	2015		Эмитенты		2016	
		млрд руб.	%	млрд руб.	%	млрд руб.	%
1	«Роснефть»*	400	20,8	«Роснефть»*	650	26,7	
2	РЖД*	135	7,0	РЖД*	100	4,1	
3	Россельхозбанк*	65	3,4	Холдинг «Открытие»	90	3,7	
4	ВЭБ-лизинг*	43	2,3	«Транснефть»*	77	3,2	
5	Внешэкономбанк*	40	2,1	«Вашнефть»*	55	2,3	
6	«Магнит»	40	2,1	Внешэкономбанк*	55	2,2	
7	ФСК ЕЭС*	40	2,1	Сбербанк России*	51	2,1	
8	«Росстат»*	35	1,8	«Газпром нефть»*	50	2,1	
9	БиньБанк	33	1,7	«Диджитал Инвест»	50	2,1	
10	Атомэнергопром*	30	1,6	«Регион-Инвест»	50	2,1	
11	СМП Банк	30	1,6	БиньБанк	48	2,0	
12	«АФК Система»	27	1,4	Газпромбанк*	45	1,8	
13	«ДельтаКредит»	26	1,4	Группа компаний ПИК	34	1,4	
14	«Вымпелком»	25	1,3	Объединенная двигателестроительная корпорация (ОДК)*	33	1,4	
15	Первая грузовая компания	25	1,3	«ДельтаКредит»	31	1,3	
16	«РусГидро»*	25	1,3	Атомэнергопром*	30	1,2	
17	Кредит Европа Банк	23	1,1	«ИКС 5 ФИНАНС»	30	1,2	
18	«Российские автомобильные дороги»*	22	1,1	«Магнит»	30	1,2	
19	Ипотечный агент АИЖК 2014-2*	20	1,0	Холдинг «СИБУР»	30	1,2	
20	Концерн «РОССИУМ»	20	1,0	Государственная транспортная лизинговая компания (ГТЛК)*	30	1,2	
21	Холдинг «Открытие»	20	1,0	Банк «ЗЕНИТ»	24	1,0	
22	Сбербанк России*	19	1,0	Концерн «РОССИУМ»	20	0,8	
23	РОСНАНО*	18	0,9	«МетаФон»	20	0,8	
24	«Финанс-Авиа»	20	1,0	«ПромСвязьКапитал»	20	0,8	
25	Иные эмитенты	739	38,5	Иные эмитенты	786	32,2	
	Итого	1919	100,0	Итого	24392	100,0	

\* Контролируемые государством компании (КГК).

Источник: расчеты автора по данным SponDs.

Таблица 20

**Концентрация эмитентов рублевых корпоративных облигаций  
и доля эмитентов, контролируемых государством, в 2009–2016 гг.**

	Первые 5 эмитентов		Первые 10 эмитентов		Первые 24 эмитента		Всего по рынку
	Всего	В том числе государственные	Всего	В том числе государственные	Всего	В том числе государственные	
<b>2009 г.</b>							
Млрд руб.	440	390	610	441	803	513	917
Доля, %	48,0	42,5	66,5	48,1	87,6	55,9	100,0
<b>2010 г.</b>							
Млрд руб.	177	147	304	200	513	317	855
Доля, %	20,7	17,2	35,6	23,4	60,0	37,1	100,0
<b>2011 г.</b>							
Млрд руб.	241	191	389	309	642	405	1089
Доля, %	22,1	17,5	35,7	28,4	59,0	37,2	100,0
<b>2012 г.</b>							
Млрд руб.	265	265	429	334	690	443	1199
Доля, %	22,1	22,1	35,8	27,9	57,5	36,9	100,0
<b>2013 г.</b>							
Млрд руб.	550	550	705	640	1035	830	1741
Доля, %	31,6	31,6	40,5	36,8	59,4	47,7	100,0
<b>2014 г.</b>							
Млрд руб.	875	827	1051	934	1334	1038	1739
Доля, %	50,3	47,6	60,4	53,7	76,7	59,7	100,0
<b>2015 г.</b>							
Млрд руб.	683	683	861	788	1180	891	1919
Доля, %	35,6	35,6	44,9	41,1	61,5	46,4	100,0
<b>2016 г.</b>							
Млрд руб.	972	882	1228	1038	1653	1176	2439
Доля, %	39,9	36,2	50,3	42,6	67,8	48,2	100,0

*Источник:* расчеты автора по данным Sbonds.ru, rusBonds.ru и Московской биржи.

размещений корпоративных облигаций. В 2016 г. данный показатель составил 67,8% по сравнению с 61,5% в 2015 г. Среди крупных эмитентов преобладали контролируемые государством компании; только на тех из них, которые входили в группу топ-24 эмитентов, в 2016 г. приходилось 48,2% общей стоимости выпусков корпоративных облигаций всех компаний на рынке. В 2015 г. данный показатель составлял 46,4%. Таким образом, рынок корпоративных облигаций в настоящее время функционирует как механизм перераспределения финансовых ресурсов на рынке в пользу крупных компаний и преимущественно КГК.

За прошедшие несколько лет произошли крупные изменения между рынком внутренних корпоративных облигаций и еврооблигациями (рис. 36). В то время как в результате действия секторальных санкций, ограничивших возможности рефинансирования долгов по еврооблигациям, данный сегмент рынка сокращался по мере планового погашения компаниями ранее выпущенных ценных бумаг, объемы корпоративных заимствований в рублях на внутреннем рынке постоянно росли<sup>1</sup>. В результате в 2016 г. впервые за всю историю объем рынка внутренних корпоративных облигаций в валютном выражении превысил стоимость выпущенных еврооблигаций. Другая новая тенденция связана с превращением рынка еврооблигаций российских компаний де-факто в сегмент внутреннего фондового рынка в силу того, что в момент резкого роста кредитных рисков данных ценных бумаг в начале 2015 г. основные их объемы, по нашим оценкам, были приобретены российскими участниками фондового рынка.

В 2016 г. российские компании начали возвращаться на рынок еврооблигаций. Четыре компании – Альфа-банк, «Полус золото», UC Rusal и «Северсталь» – провели успешные размещения. По данным Cbonds, в 2016 г. российские корпоративные заемщики привлекли на внешнем рынке 12,3 млрд долл. по сравнению с 4 млрд долл. в 2015 г.

В 2016 г. стоимость рублевых корпоративных облигаций оценивалась в 141 млрд долл., еврооблигаций – 136 млрд долл., годом раньше данные цифры соответственно составляли 133 млрд и 139 млрд долл. (рис. 36). Всего же после обострения геополитических рисков начиная с 2014 г. стоимость еврооблигаций российских компаний сократилась со 182 млрд долл. в 2013 г. до 136 млрд долл. в 2016 г., или на 25,3%. За тот же период стоимость внутренних корпоративных облигаций в долларовом выражении снизилась со 165 млрд до 141 млрд долл., или на 14,6%.

<sup>1</sup> Отраженное на рис. 35 некоторое снижение после 2014 г. объемов внутренних корпоративных облигаций в валютном выражении вызвано эффектом девальвации рубля начиная со второй половины 2014 г.

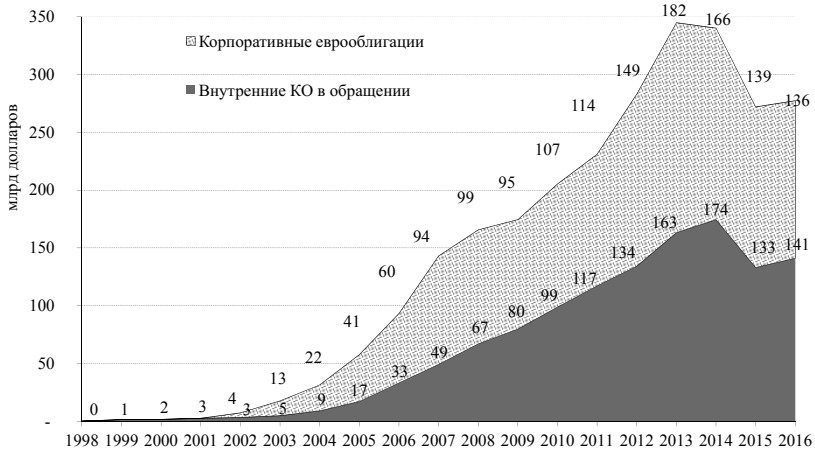


Рис. 36. Объемы корпоративных облигаций российских эмитентов в обращении, млрд долл.

Источник: расчеты автора по данным Cbonds и Московской биржи.

В 2016 г. на первичном рынке наблюдался процесс активизации деятельности эмитентов и андеррайтеров в сфере инноваций с выпуском новых финансовых инструментов. К числу наиболее значимых инноваций можно отнести размещение бессрочных субординированных облигаций Россельхозбанка, выпуск однодневных облигаций ВТБ, выпуск секьюритизированных ценных бумаг АИЖК в рамках проекта «Фабрика ИЦБ».

### Драйверы роста рынка негосударственных облигаций

Отрицательное воздействие на рост внутреннего рынка корпоративных облигаций в 2016 г. оказывали сохраняющаяся на высоком уровне ключевая ставка процента и нестабильность курса рубля в условиях падения нефтяных цен. Повышение в декабре 2014 г. ключевой ставки до 17% привело к росту доходности на рынке корпоративных облигаций, в январе 2015 г. средняя доходность к погашению по индексу IFX-Cbonds достигла 16,0% годовых (рис. 37). Однако по мере снижения ключевой ставки к началу июня 2015 г. указанная доходность по облигациям сократилась до 11,7%.

Снижение ключевой ставки в условиях ограниченности внешних финансовых рынков в 2015 г. позволило расширить круг рыночных выпусков корпоративных облигаций. В 2014 г. доля рыночных выпусков облигаций в общем объеме их эмиссии составляла только 20,1% по сравнению с

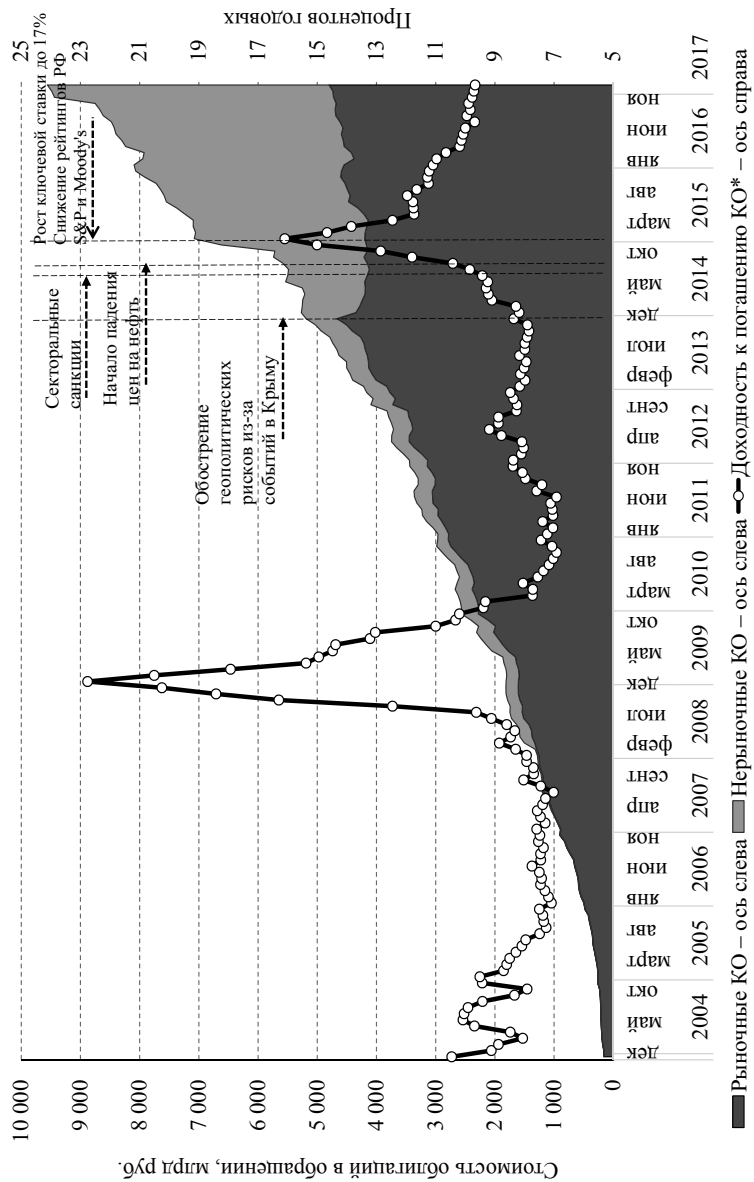


Рис. 37. Объемы рыночных и нерыночных корпоративных облигаций и их доходность  
Источник: расчеты автора по данным Sbonds.

53,3% в 2013 г. В 2015 г. данный показатель повысился до 87,3%. Данный рост рыночных размещений облигаций в 2015 г. обеспечили прежде всего инвестиции негосударственных пенсионных фондов за счет полученных ими из Пенсионного фонда России 550 млрд руб. пенсионных накоплений граждан.

Как показано на *рис. 37*, изменения геополитической ситуации в отношениях России с Западом и начавшееся во второй половине 2014 г. снижение цен на нефть оказали существенное воздействие на модель развития внутреннего рынка корпоративных облигаций. Введение секторальных санкций в июле 2014 г., падение нефтяных цен с сентября 2014 г., девальвация рубля, достигшая пика в январе-феврале 2015 г., снижение кредитных рейтингов России до уровня ниже инвестиционного международными рейтинговыми агентствами S&P и Moody's в январе-феврале 2015 г. породили шоковую ситуацию на финансовом рынке. В целях стабилизации положения на финансовом рынке с 16 декабря 2014 г. Банк России был вынужден повысить ключевую ставку до 17,0% годовых.

В результате указанных событий рынок корпоративных облигаций пережил умеренный шок. Доходность к погашению корпоративных облигаций, измеренная по индексу IFX-Cbonds, подскочила с 8,2% годовых в декабре 2013 г. до пика в размере 16,1% годовых в январе 2015 г. Это привело к временной остановке новых выпусков облигаций, однако рынок продолжил рост за счет выпуска нерыночных облигаций близкими к государству компаниями. Банк России старался всемерно поддерживать ликвидность банковской системы как основного драйвера спроса на облигации за счет операций РЕПО.

Решительные действия Банка России по повышению ключевой ставки наряду с другими мерами по смягчению спроса на иностранную валюту за счет введения механизмов валютного рефинансирования банков и повышению ее предложения со стороны компаний-экспортеров позволили стабилизировать ситуацию на финансовом рынке и постепенно снизить ключевую ставку в итоге до 11,5% в середине июня 2015 г. и 10,0% в августе 2015 г. Вслед за ключевой ставкой снижалась доходность к погашению корпоративных облигаций, которая в феврале 2017 г. равнялась 9,7% годовых. Однако и на начало 2017 г. она остается примерно на 1,5 п.п. выше уровня 2013 г., что в определенной степени ограничивает рост рыночных заимствований.

Из данных *табл. 18* видно, что объем рыночных корпоративных облигаций достиг уровня 2013 г. в размере 4,7 трлн руб. только в конце 2016 г. В целом же спрос на корпоративные облигации поддерживается

благодаря возможности получения рефинансирования под их залог на денежном рынке через сделки РЕПО с Банком России или сделки РЕПО с участием центрального контрагента у банков – держателей избыточной ликвидности, формируемой при расходовании средств бюджета.

Немаловажным фактором, ограничившим рыночный спрос на новые выпуски рыночных корпоративных облигаций, было решение о замораживании пенсионных накоплений в 2014–2017 гг.

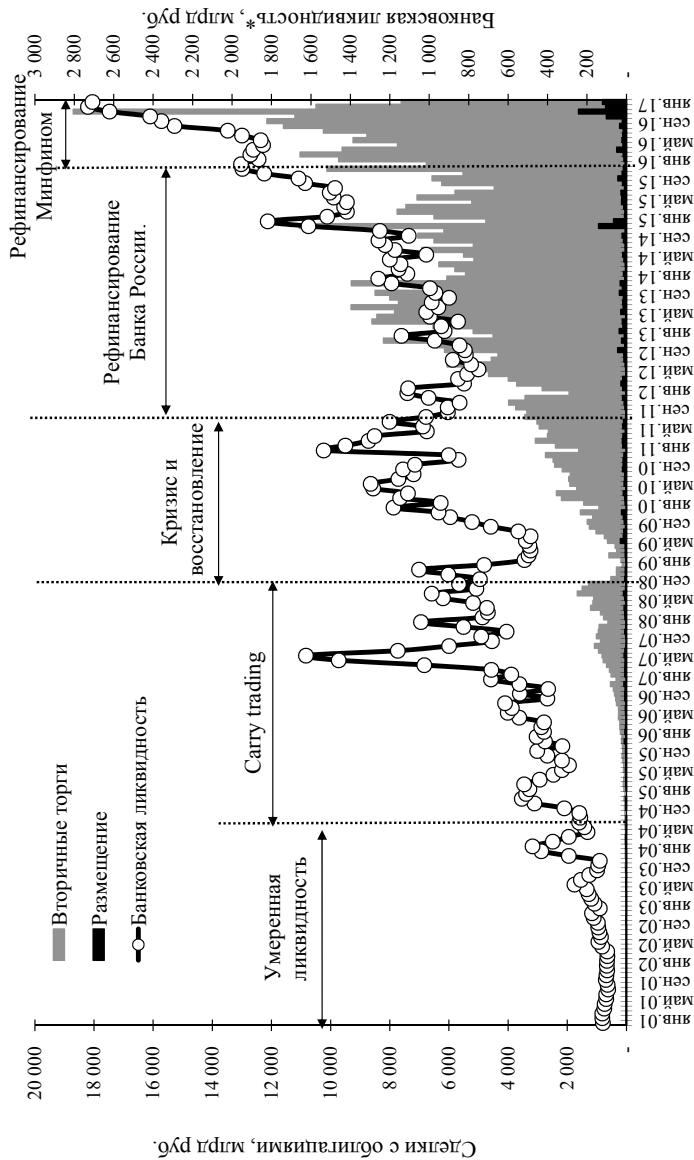
Спрос на новые выпуски корпоративных облигаций и объем сделок на вторичном рынке во многом определяются состоянием ликвидности на внутреннем денежном рынке. В разные периоды времени с начала 2000-х можно выделить несколько этапов, когда ликвидность на рынке формировалась за счет разных факторов, что влияло на рынок корпоративных облигаций (рис. 38). С января 2001 г. по июль 2004 г. наблюдался период умеренной ликвидности, когда спрос на корпоративные облигации поддерживался за счет внутренних источников банков и средств нерезидентов, замороженных после дефолта на счетах типа С. С августа 2004 г. по август 2008 г. после получения Россией инвестиционных рейтингов от международных рейтинговых агентств и до кризиса 2008 г. на фоне стабилизации рубля наблюдался период стратегий *carry trade*<sup>1</sup>, когда ликвидность и спрос на облигации формировались за счет дешевых иностранных заимствований<sup>2</sup>. С сентября 2008 г. по август 2011 г. наблюдался период кризиса и посткризисного восстановления, когда монетарные власти поддерживали необходимый уровень ликвидности в банковской системе за счет целевых источников централизованных средств, но при этом за счет высокой ставки рефинансирования ограничивали ее использование на цели кредитования бизнеса и физических лиц. С сентября 2011 г. по январь 2016 г. прослеживался период поддержки ликвидности преимущественно за счет рефинансирования Банком России банков в виде сделок РЕПО.

---

<sup>1</sup> Согласно определению Банка России, *carry trade* – стратегия заимствования по низким ставкам с последующим инвестированием привлеченных денежных средств в финансовые активы с более высокой доходностью. Используется участниками валютного и фондового рынков с целью получения дохода от положительной разницы процентных ставок привлечения и размещения в разных валютах или на разные сроки [38, с. 36–37].

<sup>2</sup> Задолго до кризиса 2008 г. проблема рисков стратегии *carry trade* активно поднималась нами в ежегодных обзорах российской экономики, публикуемых Институтом Гайдара. Например, в обзоре российской экономики в 2006 г. мы отмечали, что «наличие дисбаланса между валютными активами и пассивами банков явилось одной из главных причин краха крупнейших российских банков в августе 1998 г. в условиях резкой девальвации рубля. В 2006 г. аналогичный дисбаланс между активами и пассивами банков существенно превышал его масштабы накануне кризиса 1998 г.» [39, с. 690].





\* Под банковской ликвидностью понимаются остатки денежных средств банков на корреспондентских счетах и депозитах в Банке России.

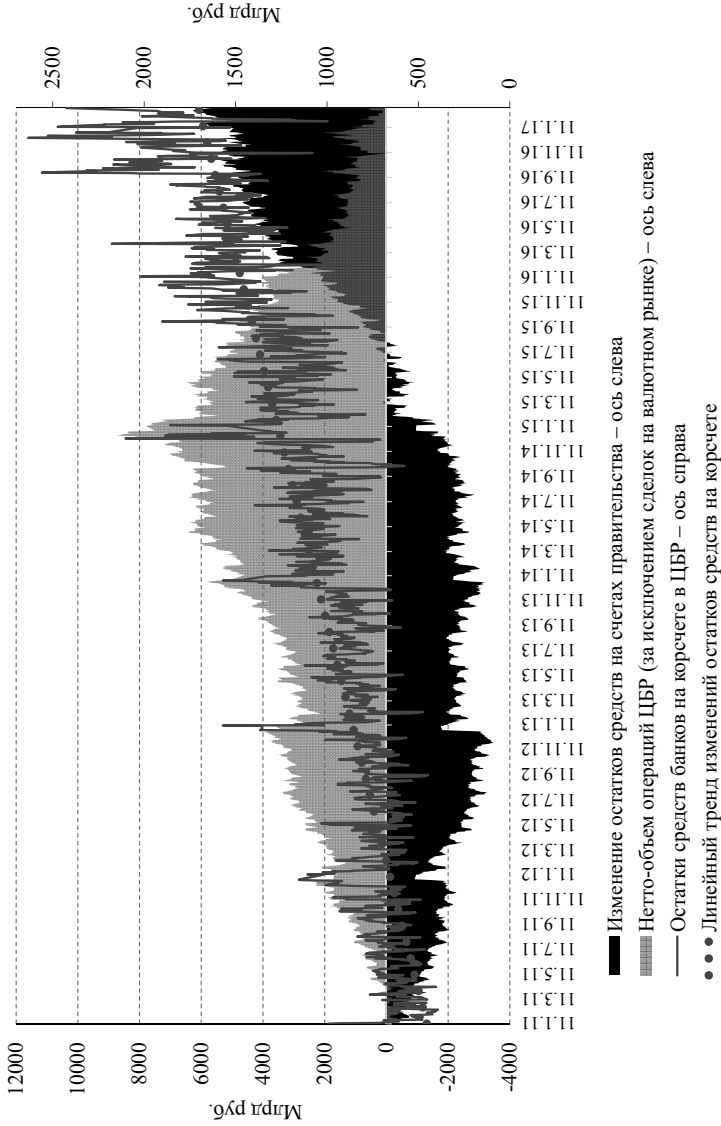
Рис. 38. Операции с корпоративными облигациями и банковская ликвидность с января 2001 г. по февраль 2017 г.  
Источник: расчеты автора по данным Банка России и Московской биржи.

С января 2016 г. до начала 2017 г. – время подготовки настоящей работы – основным фактором поддержки ликвидности в банковской системе стало накопление средств на счетах бюджетополучателей в банках в процессе финансирования бюджетных расходов за счет ресурсов Резервного фонда, т.е. бюджетные источники. Именно данный фактор привел к появлению в 2016 г. феномена избыточной ликвидности в банковской системе, при которой рублевые облигации наряду с депозитными аукционами банка России стали основными механизмами ее абсорбции.

Изменения модели рефинансирования банковской системы монетарными властями иллюстрирует *рис. 39*. Со второй половины 2011 г. по январь 2016 г. на рост остатков банков на корреспондентских счетах в Банке России преобладало влияние инструментов Банка России (рефинансирование в форме сделок РЕПО, ломбардных кредитов, депозитных аукционов и т.п.). Однако по мере начала финансирования дефицита бюджета за счет продажи валюты из Резервного фонда в 2015–2016 гг. на счета бюджетополучателей в банках поступил дополнительный объем рублевых средств. В итоге с февраля 2016 г. влияние операций Минфина на ликвидность в банковской системе стало более значимым по сравнению с операциями Банка России.

Как показано на *рис. 40*, за период с июля 2003 г. по март 2017 г. внутренний рынок корпоративных облигаций испытал два шока – в феврале 2009 г., когда доходность облигаций портфеля выросла до 24,8% годовых с последующим снижением его дюрации до 0,8 года, а также в конце декабря 2014 г., когда средняя доходность облигаций портфеля IFX-Cbonds достигла 17,0% годовых со снижением дюрации до 0,7 года. Шок 2014 г. во многом был вызван введением секторальных санкций в июле 2014 г. и резким падением цен на нефть с сентября 2014 г. Однако со второй половины 2015 г. благодаря усилиям монетарных властей в значительной степени удалось стабилизировать ситуацию на внутреннем долговом рынке. К 22 марта 2017 г. доходность портфеля IFX-Cbonds снизилась до 9,68% годовых, его дюрация повысилась до 1,42 года. По размеру доходности к погашению рынок корпоративных облигаций лишь на 1–1,5 п.п. пока не достиг предкризисного уровня 2013 г., а по дюрации – вышел на прежние рубежи. Однако в отличие от рынка ОФЗ, где более активно присутствуют нерезиденты, рынок корпоративных облигаций в значительно большей мере сталкивается с проблемой ликвидности.

Таким образом, драйверами роста рынка корпоративных облигаций на разных этапах выступали различные факторы, однако в большей мере они предполагали использование краткосрочных источников средств



**Примечание.** Факторы вклада правительства и Банка России в ликвидность показаны нарастающим итогом с 11 января 2011 г. В расчете не учитывались иные факторы, влияющие на ликвидность в банковской системе.

*Рис. 39.* Остатки денежных средств банков на корреспондентском счете в Банке России и вклад правительства и Банка России в формирование банковской ликвидности за период с января 2011 г. по февраль 2017 г.

*Источник:* расчеты автора по данным Банка России.

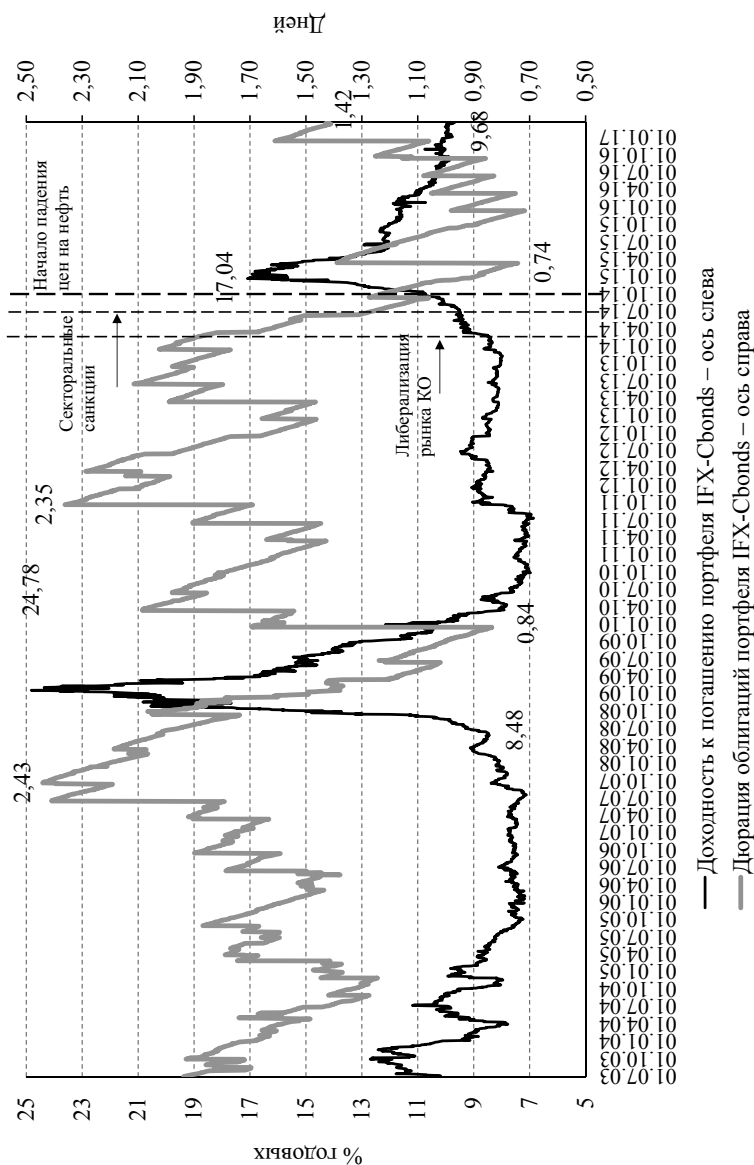


Рис. 40. Динамика доходности к погашению и дюрации портфеля корпоративных облигаций IFX-Cbonds с 1 июля 2003 г. до 23 марта 2017 г.

Источник: расчеты автора по данным Sbonds.ru.

и стратегий. Дефицит на рынке долгосрочных ресурсов и нестабильность инвестиционного климата выступают сдерживающими факторами роста рынка негосударственных заимствований.

### **Сегментация биржевого рынка негосударственных облигаций**

Доминирование денежного рынка в общей структуре сделок на вторичном рынке с корпоративными облигациями на Московской бирже иллюстрируется на *рис. 41* и в *табл. 21*. В январе-феврале 2017 г. доля сделок РЕПО в стоимости биржевых сделок с корпоративными облигациями достигла рекордного уровня – 97,2%. В это же время только 0,9% сделок с корпоративными облигациями являлись рыночными, т.е. заключались на анонимном аукционе. Для сравнения: в 2005 г. доля сделок РЕПО составляла 28,0%, а рыночных сделок – 11,5%; оставшиеся 60,6% сделок совершались в переговорном режиме.

Низкая ликвидность рыночных сделок с корпоративными облигациями на бирже затрудняет применение рыночной и справедливой стоимости в ценообразовании данных инструментов, что создает риски в учете финансовых организаций. В 2016 г. так и не стали популярными услуги ценовых центров на финансовых центрах, идея создания которых исходила из Банка России и саморегулируемых организаций.

Стоимость всех сделок с корпоративными облигациями на Московской бирже выросла с 77,5 трлн руб. в 2015 г. до 126,8 трлн руб. в 2016 г., или на 64,0% (*табл. 21* и *рис. 42*). В основном это произошло за счет роста сделок РЕПО в конце 2016 г., использованных для рефинансирования облигаций НК «Роснефть». Объем переговорных сделок с корпоративными облигациями в 2016 г. сократился до 2,9 трлн руб. по сравнению с 3,1 трлн руб. в 2015 г., или на 6,9%. За тот же период произошло также уменьшение стоимости рыночных сделок до 1,3 трлн руб. по сравнению с 1,4 трлн руб., или на 7,2%.

Особенно впечатляющими являются темпы роста денежного рынка корпоративных облигаций по отношению к уровню 2010 г., когда еще не использовался в полную силу механизм рефинансирования банков с помощью сделок РЕПО с участием Банка России. За этот период времени объем рыночных сделок с корпоративными облигациями уменьшился с 1,34 трлн до 1,33 трлн руб., или на 0,9%; объем сделок в сегменте РПС уменьшился с 3,12 трлн до 2,87 трлн руб., или на 8,2%, зато объем сделок РЕПО вырос с 19,69 трлн до 122,57 трлн руб., или в 6,2 раза.

Похожие проблемы с преобладанием денежного рынка над фондовым испытывал рынок региональных облигаций (*рис. 43* и *табл. 21*). В феврале 2017 г. доля рыночных сделок здесь составила 3,4%, в то время как

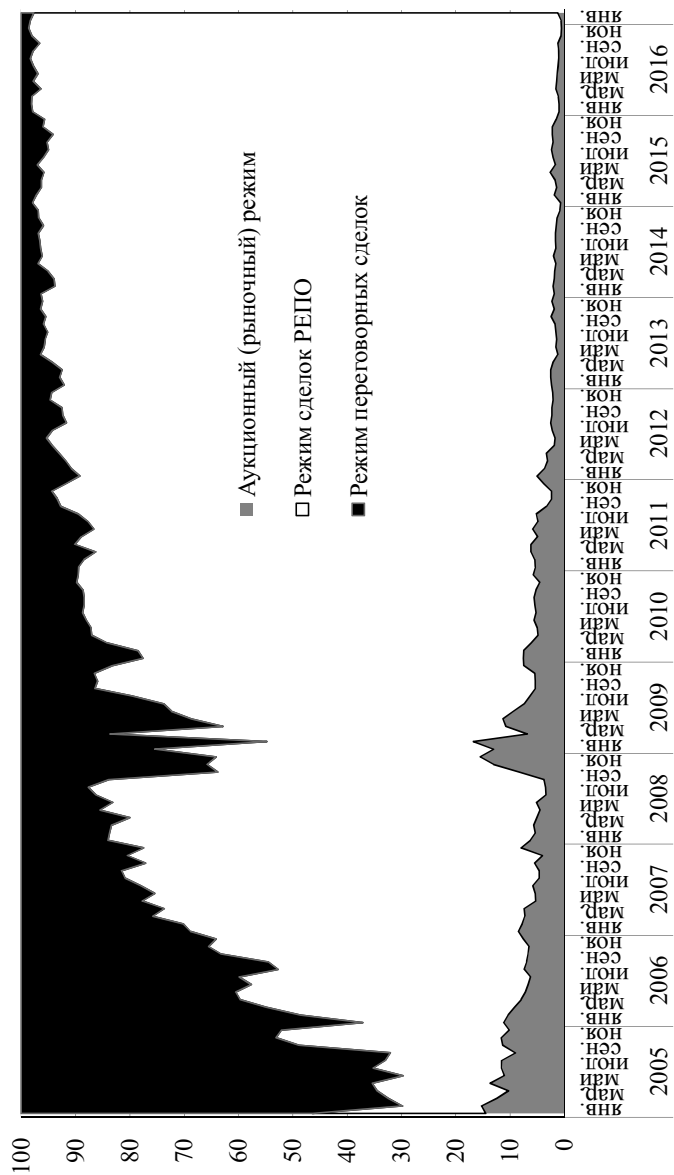


Рис. 41. Структура сделок с корпоративными облигациями на Московской бирже, %  
 Источник: расчеты автора по данным Московской биржи.

доля сделок РЕПО достигла 94,7%. В 2005 г. доля сделок РЕПО с региональными облигациями составляла 28,2%, а рыночных сделок – 14,8%; оставшиеся 57,0% сделок совершались в переговорном режиме.

Таблица 21

**Объем и структура торгов негосударственными облигациями на Московской бирже в 2005–2017 гг. в разрезе торговых режимов**

	2005	2010	2015	2016	Январь – февраль 2017
млрд руб.					
<b>Корпоративные облигации</b>					
Аукционный режим	143	1 344	1 435	1 332	154
Режим переговорных сделок	757	3 127	3 082	2 870	355
Режим сделок РЕПО	349	19 691	72 957	122 570	17 598
<b>Всего в порядке вторичного обращения</b>	<b>1 250</b>	<b>24 161</b>	<b>77 475</b>	<b>126 772</b>	<b>18 107</b>
<b>Региональные облигации</b>					
Аукционный режим	120	245	168	188	14
Режим переговорных сделок	461	424	229	215	8
Режим сделок РЕПО	228	8 099	2 373	2 707	383
<b>Всего в порядке вторичного обращения</b>	<b>808</b>	<b>8 767</b>	<b>2 770</b>	<b>3 109</b>	<b>405</b>
Структура, %					
<b>Корпоративные облигации</b>					
Аукционный (рыночный) режим	11,5	5,6	1,9	1,1	0,9
Режим переговорных сделок	60,6	12,9	4,0	2,3	2,0
Режим сделок РЕПО	28,0	81,5	94,2	96,7	97,2
<b>Итого</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>
<b>Региональные облигации</b>					
Аукционный (рыночный) режим	14,8	2,8	6,0	6,0	3,4
Режим переговорных сделок	57,0	4,8	8,3	6,9	1,9
Режим сделок РЕПО	28,2	92,4	85,7	87,1	94,7
<b>Итого</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>

Источник: расчеты автора по данным Московской биржи.

Как показано на рис. 44 и в табл. 21, в 2010–2016 гг. в отличие от корпоративных облигаций на рынке региональных облигаций наблюдалась тенденция сокращения объемов торгов не только в рыночном сегменте и режиме РПС, но и сделок РЕПО. Объем рыночных сделок с

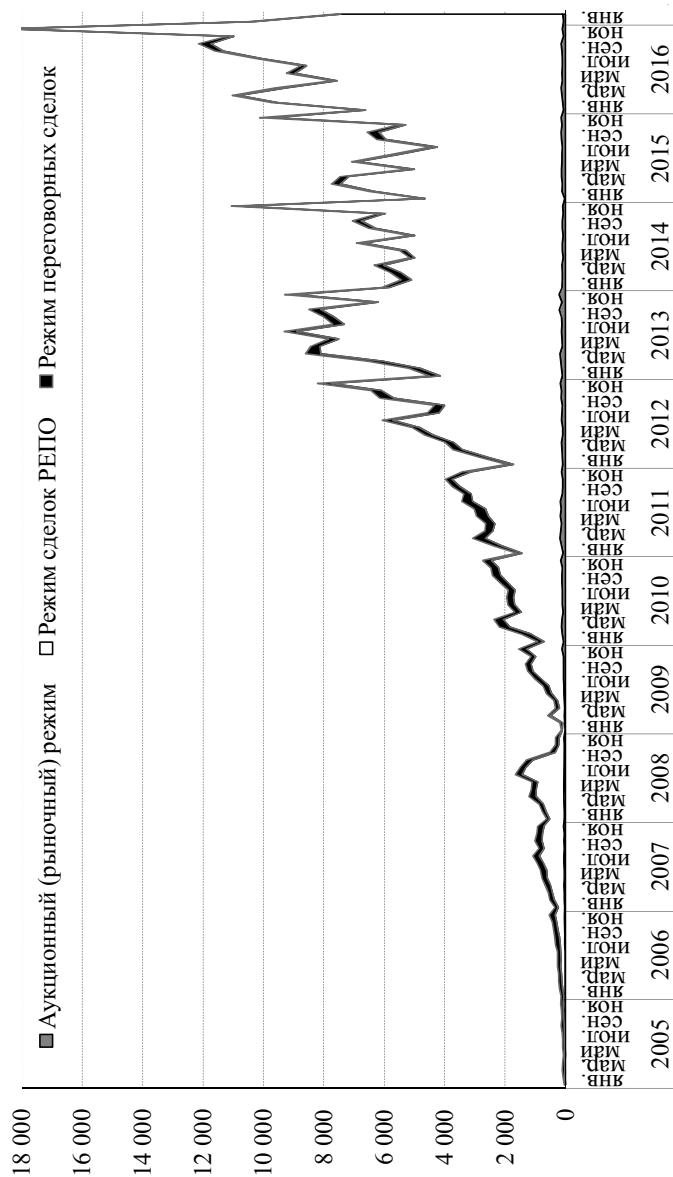


Рис. 42. Стоимость сделок с корпоративными облигациями на Московской бирже, млрд руб.  
 Источник: расчеты автора по данным Московской биржи.



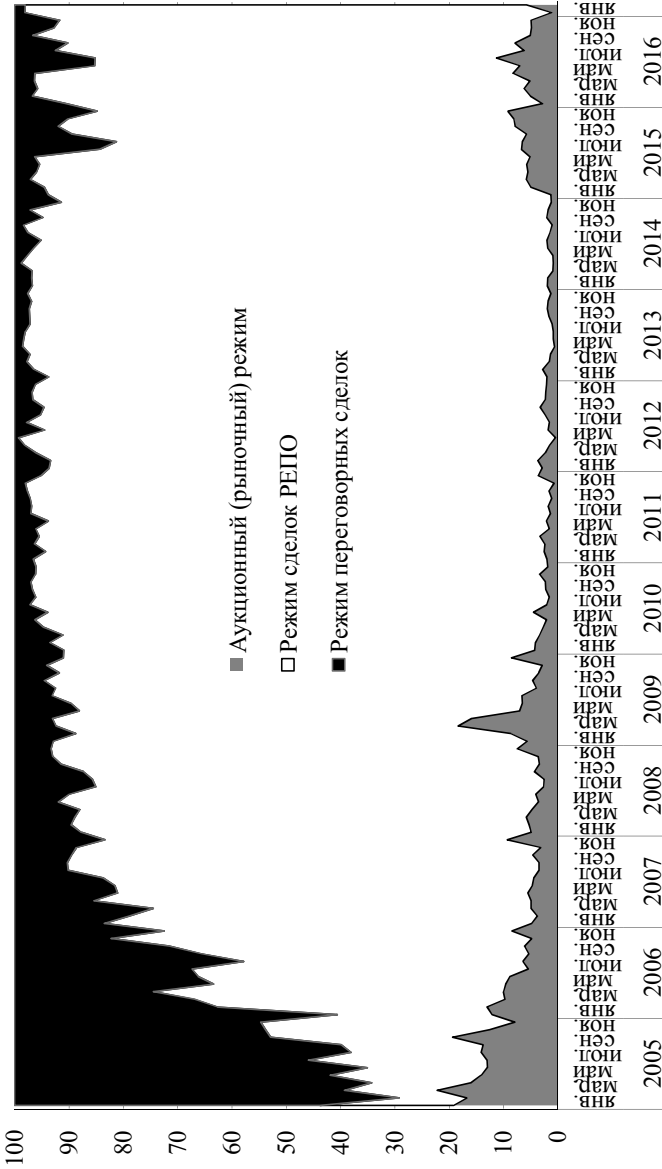


Рис. 43. Структура сделок с региональными облигациями на Московской бирже, %

Источник: расчеты автора по данным Московской биржи.

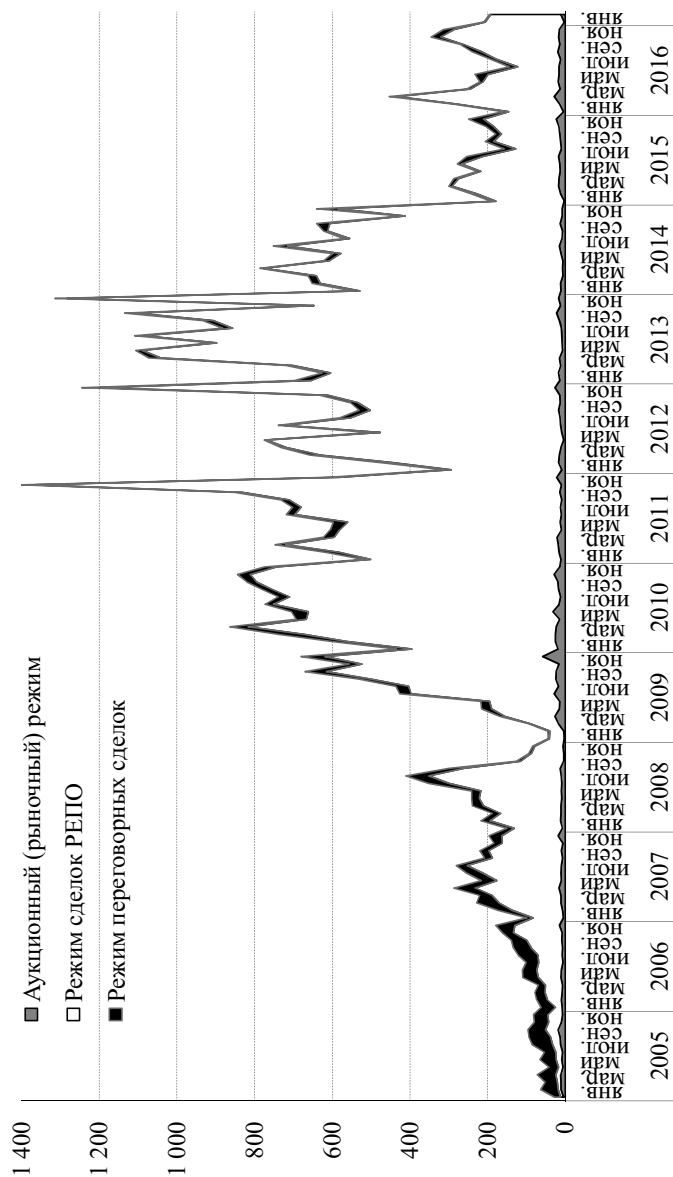


Рис. 44. Стоимость сделок с региональными облигациями на Московской бирже, млрд руб.

Источник: расчеты автора по данным Московской биржи.

региональными облигациями уменьшился с 245 млрд руб. в 2010 г. до 188 млрд руб. в 2016 г., или на 23,0%; объем сделок в сегменте РПС – с 424 млрд до 215 млрд руб., или на 49,3%; объем РЕПО рухнул с 8099 млрд до 2707 млрд руб., или на 66,5%. Данное снижение ликвидности рынка региональных облигаций связано с ростом долговой нагрузки регионов и низким уровнем заинтересованности банков в их приобретении.

Таким образом, на рынке негосударственных облигаций продолжал доминировать денежный рынок. В 2016 г. объемы рыночных сделок с корпоративными и региональными облигациями продолжали уменьшаться. Однако если на рынке корпоративных облигаций наблюдался ускоренный рост сделок РЕПО, подстегиваемый избыточной ликвидностью в банковской системе, то на рынке региональных облигаций, – наоборот, существенное сокращение рынка РЕПО по сравнению с уровнями 2010 г.

### **Участники рынка негосударственных облигаций**

На *рис. 45* и в *табл. 22* анализируются доли разных групп финансовых организаций (частных и контролируемых государством компаний<sup>1</sup>, Банка России) в совокупных объемах биржевых торгов облигациями на Московской бирже, включая рыночные, переговорные сделки и сделки РЕПО<sup>2</sup>. Доли различных групп участников торгов с облигациями в общем биржевом обороте во многом зависят от того, каким образом осуществляется рефинансирование банковской системы. В период активных операций Банка России по рефинансированию банковской системы через сделки РЕПО с сентября 2011 г. по январь 2016 г. в объемах торгов облигациями существенную роль играли непосредственно Банк России и крупные государственные банки. Например, в 2012 г. доля Банка России и КГК в общем объеме биржевых торгов облигациями составляла соответственно 35,5 и 29,1%, т.е. в сумме 64,6%.

По мере перехода от прямого РЕПО с банком России к рефинансированию под залог облигаций через сделки РЕПО с централизованным контрагентом (ЦК) доля Банка России существенно сократилась, а доля КГК, наоборот, повысилась, что отражает их растущее значение как проводников ликвидности в банковской системе. В феврале 2017 г. доля Банка России снизилась до 3,1% по сравнению с 24,4% в декабре 2015 г., в то время как доля КГК за тот же период времени выросла с 25,0 до 27,9%.

<sup>1</sup> Перечень КГК приводится в разделе 3.1.3 (см сноску 1 на стр. 69).

<sup>2</sup> Включая корпоративные, региональные и государственные облигации. С августа 2015 г. Московская биржа прекратила раскрытие информации об объемах ежемесячных сделок, совершаемых по отдельным категориям облигаций.

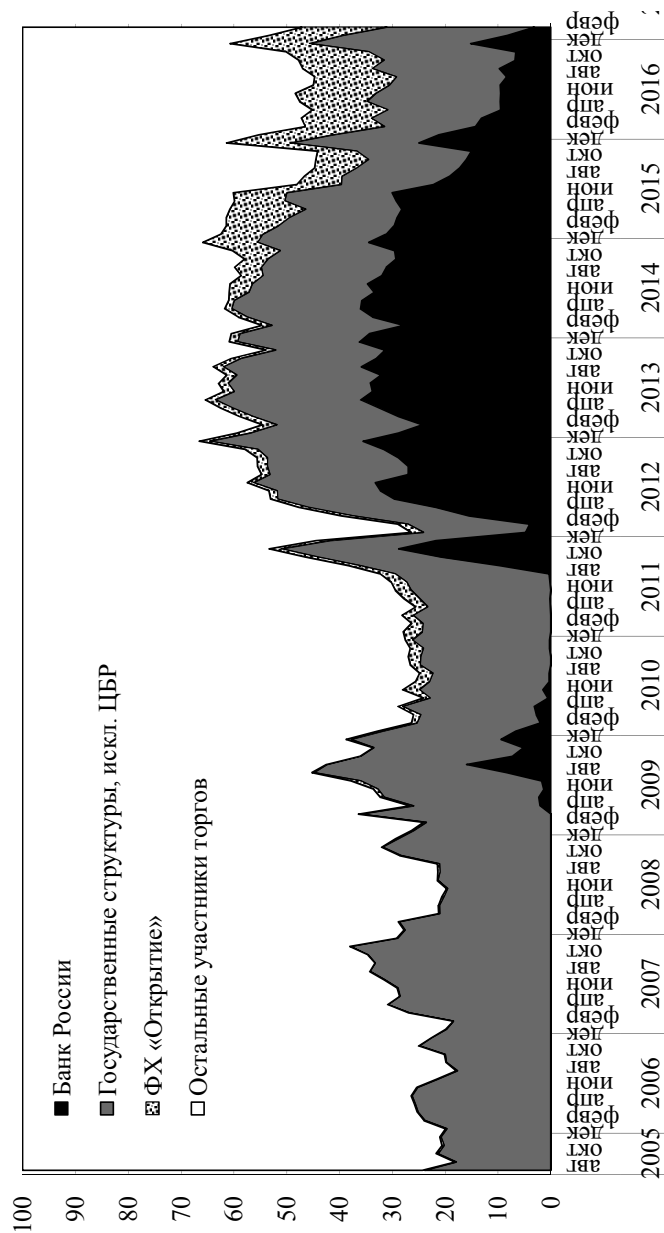


Рис. 45. Доля частных брокеров и КГК в объемах торгов облигациями на Московской бирже, %

Источник: расчеты автора по данным Московской биржи.

В общем объеме торгов облигациями на Московской бирже резко выросла доля ФХ «Открытие» – с 1,5% в 2013 г. до 16,0% в феврале 2017 г. По объему сделок с облигациями данная компания стала крупнейшей на биржевом рынке.

Доля других частных финансовых посредников на рынке облигаций выросла с 38,6% в 2015 г. до 52,9% в феврале 2017 г. При этом доля дочерних компаний крупных иностранных банков, несмотря на ее рост, оставалась относительно низкой в размере 8,5% в феврале 2017 г.

Таблица 22

**Доля частных брокеров и КГК в объемах торгов облигациями на Московской бирже на конец отчетного периода, %**

	2005	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Февраль 2017
Банк России		0,3	21,8	35,5	36,3	34,5	24,4	15,2	3,1
КГК	20,8	26,0	20,1	29,1	23,1	21,1	25,0	30,5	27,9
ФХ «Открытие»	0,2	1,3	2,7	1,9	1,5	10,4	12,0	15,0	16,0
Иные участники биржевого рынка	79,0	72,4	55,5	33,4	39,1	34,1	38,6	39,3	52,9
Из них:									
GIB-subс				6,8	8,6	5,7	6,2	6,0	8,5

Источник: расчеты автора по данным Московской биржи.

На рис. 46 и в табл. 23 приведены данные о структуре инвесторов на рынке облигаций. В условиях преобладания денежного рынка доли российских частных лиц и нерезидентов в общем объеме сделок являются относительно низкими. Для физических лиц-резидентов в январе-феврале 2017 г. данный индикатор составлял 0,3%, для нерезидентов – 6,2%.

Повышению роли внутренних сбережений населения на рынке корпоративных облигаций может способствовать налоговая льгота в виде отмены подоходного налога с купонного дохода по корпоративным облигациям для физических лиц. Данные поправки в НК РФ приняты Государственной Думой в третьем чтении. Такая льгота по НДФЛ будет распространяться только на новые эмиссии облигаций, выпущенные с 1 января 2017 г. по 31 декабря 2020 г., при этом размер их купона не должен превышать ключевую ставку более чем на 5 п.п. Кроме того, будут освобождаться от налога доходы, полученные в виде дисконтов к номинальной стоимости облигаций. Более активному участию физических лиц на рынке облигаций могло бы также способствовать ускоренное развитие открытых паевых инвестиционных фондов, которые существенно упрощают процесс инвестирования в облигационные портфели.

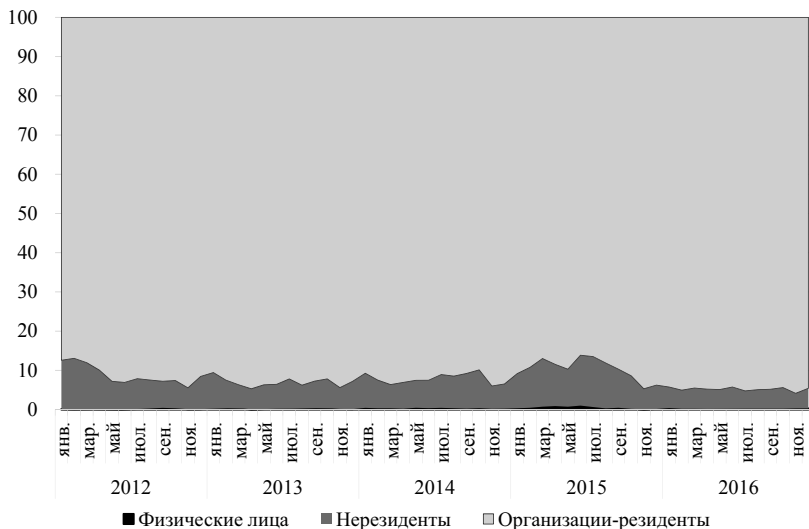


Рис. 46. Структура инвесторов при биржевых сделках с акциями на Московской бирже в 2005–2017 гг.

Источник: расчеты автора по данным Московской биржи.

Таблица 23

### Структура инвесторов в общем объеме торгов с облигациями на Московской бирже, %

	2012	2013	2014	2015	2016	Январь-февраль 2017
Физические лица	0,2	0,2	0,3	0,5	0,2	0,3
Нерезиденты	8,1	6,6	7,5	9,6	4,9	6,2
Организации-резиденты	91,7	93,2	92,2	89,9	94,8	93,4
<b>Всего</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>

Источник: расчеты автора по данным Московской биржи.

На рис. 47 анализируется доля дочерних компаний глобальных банков (GIB-subs)<sup>1</sup> в общем объеме торгов облигациями в целом и в том числе корпоративными облигациями<sup>2</sup>. Данные индикаторы на основе публичных данных позволяют оценить степень активности участия на вторичном

<sup>1</sup> Перечень GIB-subs приводится в сноске 2 на стр. 69.

<sup>2</sup> К сожалению, с августа 2015 г. Московская биржа не раскрывает агрегированную статистику о сделках участников торгов в разрезе разных категорий облигаций.

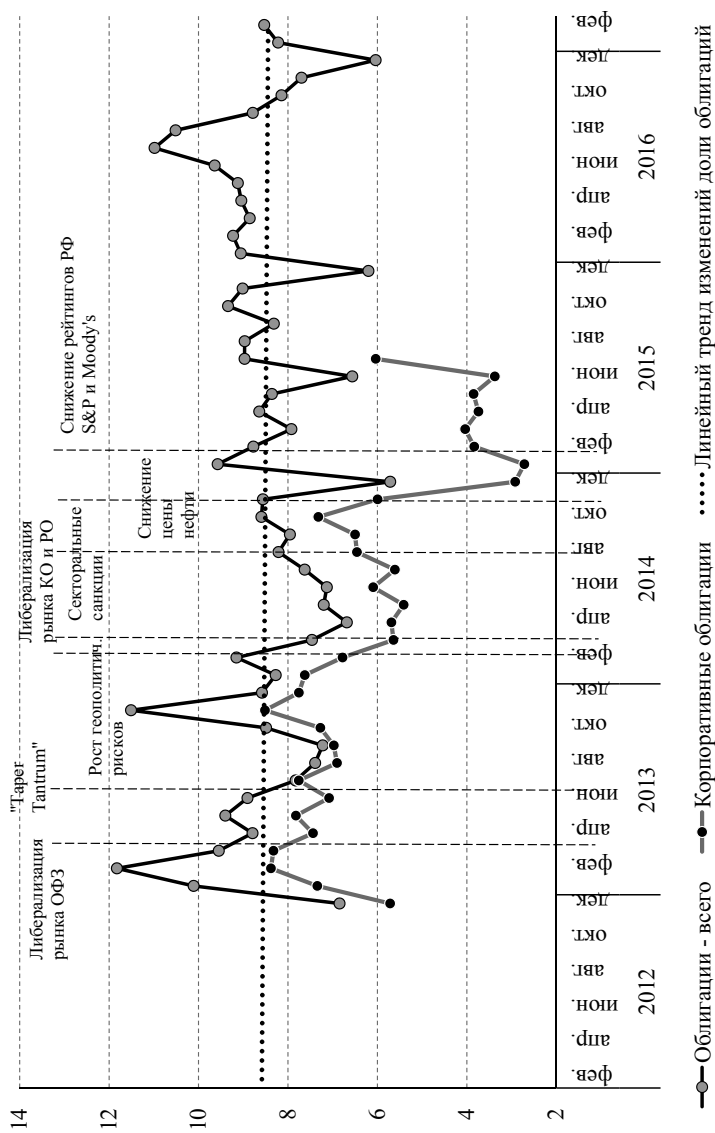


Рис. 47. Доля сделок с участием GIB-sub в общем объеме сделок с корпоративными облигациями на Московской бирже с февраля 2012 г. по февраль 2017 г., %

Источник: расчеты автора по данным Московской биржи.

рынке облигаций нерезидентов, поскольку последние, как правило, совершают сделки с локальными облигациями именно через работающие на данных рынках дочерние компании глобальных банков. В целом по облигациям с декабря 2012 г. по февраль 2017 г. доля GIB-subс в биржевых сделках, несмотря на колебания, связанные с теми или иными событиями, оставалась стабильной на уровне около 8,5%. В сегменте корпоративных облигаций с декабря 2012 г. по июнь 2015 г. доля GIB-subс имела тенденцию к снижению. Она уменьшилась с 8,4% в феврале 2013 г. до 3,4% в июне 2015 г. Наибольшее влияние на эту тенденцию оказали события, связанные с ростом геополитической напряженности 2014 г. и снижение цен на нефть с октября 2014 г. С июля 2015 г. на рынке корпоративных облигаций начался заметный рост доли GIB-subс. Однако в целом в условиях повышенных геополитических и макроэкономических рисков либерализация доступа иностранных инвесторов к внутреннему рынку негосударственных облигаций в феврале 2014 г. не оказала заметного влияния на рост присутствия нерезидентов на данном сегменте финансового рынка.

Более подробную, но менее системную информацию об активности нерезидентов на рынке корпоративных облигаций раскрывает Банк России [32, с. 14]. По его оценкам, за период с июля 2014 г. по июль 2016 г. доля нерезидентов в объеме торгов на рынке корпоративных облигаций выросла с 11,2 до 16,2%<sup>1</sup>. При этом операции нерезидентов сосредоточены преимущественно в облигациях вне индекса MICEXBVTR<sup>2</sup>. Некоторые облигации за месяц имеют долю нерезидентов более 60%, однако, по мнению экспертов Банка России, это не несет рисков, так как объемы торгов по данным облигациям незначительны из-за малых объемов выпусков и в целом из-за небольшого количества сделок по данным бумагам на Московской бирже.

С каждым годом рынок негосударственных облигаций все больше обслуживает денежные потоки между государственными структурами. Государственные компании заимствуют деньги у государственных структур. Вторичный рынок также поддерживается преимущественно КГК вместе с Банком России. Более того, андеррайтерами и инвестиционными консультантами при размещении корпоративных облигаций также выступают преимущественно государственные инвестиционные банки

---

<sup>1</sup> По нашим оценкам, в данном расчете учитываются только рыночные сделки с корпоративными облигациями и сделки в режиме РПС.

<sup>2</sup> Индекс корпоративных облигаций Московской биржи, являющийся основным индикатором рынка российского корпоративного долга, включающий наиболее ликвидные облигации российских заемщиков с дюрацией более одного года.



(табл. 24). Доля КГК в объемах размещенных корпоративных облигаций выросла с 56,6% в 2015 г. до 59,4% в 2016 г. За тот же период времени в эмиссиях региональных облигаций доля КГК повысилась с 58,3 до 67,4%.

Таблица 24

**Доля КГК и частных финансовых организаций в объемах размещенных негосударственных облигаций**

	Организаторы выпусков					
	корпоративных облигаций			региональных облигаций		
	КГК	частные финансовые организации	Всего	КГК	частные финансовые организации	Всего
<b>2007</b>						
Млн руб.	169 668	298 302	467 970	7 551	45 481	53 032
Доля, %	36,3	63,7	100,0	14,2	85,8	100,0
<b>2008</b>						
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
<b>2009</b>						
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
<b>2010</b>						
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
<b>2011</b>						
Млн руб.	620 698	374 146	994 844	7 767	46 177	53 944
Доля, %	62,4	37,6	100,0	14,4	85,6	100,0
<b>2012</b>						
Млн руб.	734 697	502 831	1 237 528	61 925	57 637	119 562
Доля, %	59,4	40,6	100,0	51,8	48,2	100,0
<b>2013</b>						
Млн руб.	1 033 849	686 894	1 720 743	79 980	74 259	154 239
Доля, %	60,1	39,9	100,0	51,9	48,1	100,0
<b>2014</b>						
Млн руб.	621 007	548 729	1 169 736	81 283	29 705	110 988
Доля, %	53,1	46,9	100,0	73,2	26,8	100,0
<b>2015</b>						
Млн руб.	840 664	644 626	1 485 290	57 380	41 075	98 455
Доля, %	56,6	43,4	100,0	58,3	41,7	100,0
<b>2016</b>						
Млн руб.	989 726	676 501	1 666 227	107139	51 837	158 976
Доля, %	59,4	40,6	100,0	67,4	32,6	100,0

Источник: расчеты автора по данным рейтингов организаторов размещений облигаций Cbonds.ru за 2007–2016 гг.

Таким образом, с точки зрения структуры посредников и инвесторов рынок облигаций в целом и негосударственных облигаций в частности пока остается местом, где преобладают банки, заинтересованные в привлечении ресурсов на денежном рынке под залог долговых ценных бумаг. Доля нерезидентов на рынке корпоративных облигаций остается умеренной, составляя в среднем 15%. В общих объемах торгов облигациями доля частных лиц не превышает 0,5% стоимости биржевых оборотов. Необходимы дополнительные меры, направленные на активизацию участия населения на внутреннем рынке долговых финансовых инструментов.

### **Роль корпоративных облигаций в реальной экономике**

Важным критерием эффективности рынка корпоративных облигаций является то, насколько он способствует привлечению инвестиций в компании реального сектора и банковские структуры. Информацию о том, как средства, привлекаемые российскими компаниями путем размещения облигаций, используются для цели роста их основного капитала, публикуются Росстатом на основе опроса представителей компаний-эмитентов. По данным Росстата, получается, что в течение 2000–2015 гг. из общих выпусков корпоративных облигаций в инвестиции в основной капитал попадала лишь очень незначительная часть привлекаемых компаниями средств.

В 2015 г. из общего объема эмиссии в размере 29 млрд долл. на инвестиции в основной капитал пошло лишь 2,6 млрд долл., или 9,0% привлеченных средств. На основе данной статистики можно сделать вывод о том, что рынок корпоративных облигаций не оказывает существенного влияния на инвестиции в основные средства и экономический рост. Как было показано выше, корпоративные облигации де-факто являются слишком краткосрочными источниками финансирования компаний, поэтому последние предпочитают использовать их для пополнения оборотных средств и на рефинансирование старых долгов.

С 2016 г. Росстат перестал публиковать данные о вкладе эмиссии облигаций в источниках финансирования основного капитала, что, вероятно, означает факт признания незначимости влияния фондового рынка на размер данных инвестиций.

Как было показано на *рис. 33* и *табл. 17*, объем государственных облигаций (ОФЗ и ГСО) в обращении в 2016 г. вырос до 6,10 трлн руб., или 7,1% ВВП, по сравнению с 5,57 трлн руб. и 6,7% ВВП в 2015 г. Десять лет назад, в 2007 г., объем государственных облигаций в обращении составлял 1,25 трлн руб., или 3,8% ВВП. Согласно данным Минфина России, всего же государственный долг Российской Федерации в 2016 г. достиг

11,1 трлн руб., или 13,2% ВВП, при пороговом значении, считающемся безопасным с точки зрения финансовой стабильности в размере 20,0% ВВП [33, с. 6, 8].

Таблица 25

**Параметры внутреннего рынка рублевых корпоративных облигаций, млрд долл.**

	Объем в обращении	Вторичный рынок, включая РЕПО	Размещения	Поступления в основной капитал от размещений		
				млрд долл.	то же, % к капитализации	то же, % к объему размещения
2000	2	0,2	1,1			
2001	3	1	0,8			
2002	3	2	2	0,1	3,0	6,7
2003	5	8	3	0,1	2,1	3,8
2004	9	15	5	0,1	1,1	2,0
2005	17	44	9	0,3	1,8	3,3
2006	33	135	17	0,1	0,3	0,6
2007	49	371	18	0,2	0,4	1,1
2008	67	457	16	0,2	0,3	1,2
2009	80	293	29	0,1	0,1	0,3
2010	99	757	28	0,03	0,03	0,1
2011	117	1237	31	0,014	0,01	0,05
2012	134	1866	39	0,14	0,1	0,4
2013	163	2839	54	0,05	0,03	0,1
2014	174	2032	46	0,2	0,1	0,4
2015	133	1277	29	2,6	1,9	9,0
2016	141	1895	56	н.д.	н.д.	н.д.

*Источник:* расчеты автора по данным Московской биржи, Sbonds, Банка России и Росстата.

### *3.2.3. Тенденции и проблемы на рынке государственных ценных бумаг*

#### **Инвестиционная привлекательность и особенности разных выпусков государственных ценных бумаг**

Согласно данным Sbonds, в отличие от ситуации в 2014–2015 гг. в 2016 г. объем заимствований Минфином России средств за счет выпуска ОФЗ на аукционах превышал объем их погашения, что сделало данные долговые инструменты реальным источником финансирования дефицита бюджета, обеспечив, по расчетам Минфина, чистые заимствования в

размере 0,5 трлн руб. Согласно «Основным направлениям долговой политики на 2017–2019 гг.» к концу планируемого периода государственные заимствования могут стать основным источником финансирования дефицита бюджета вместо Резервного фонда и Фонда национального благосостояния.

Эволюция структуры ОФЗ (*рис. 48 и табл. 26*) во многом предопределялась приоритетами в долговой политике Минфина и ролью различных категорий инвесторов. В исследовании Лу и Яковлева [35] выделяются три этапа в развитии рынка ОФЗ: до кризиса 2008 г., с начала 2009 г. до середины 2011 г. и после<sup>1</sup>.

До финансового кризиса 2008 г. при профицитном бюджете государство было слабо заинтересовано в росте рынка ОФЗ. Тогда ключевыми источниками спроса на государственные облигации были пенсионные накопления и средства банков, во многом привлекаемые с помощью стратегии *carry trade*. Доля нерезидентов оставалась низкой, и это были в основном спекулятивные фонды. Соответственно, в структуре выпусков государственных облигаций преобладали ОФЗ-АД, удобные по своим параметрам для пенсионных фондов, и ОФЗ-ПД, более ориентированные на рыночных инвесторов, поскольку размеры купона по ним заранее известны на весь период обращения облигаций. Менее рыночные выпуски ОФЗ-ФК, использованные при новации внутреннего долга после дефолта по ГКО, постепенно сходили на нет. В 2008 г. доли ОФЗ-АД, ОФЗ-ПД и ОФЗ-ФК в структуре государственных ценных бумаг составляли соответственно 70,9, 26,4 и 2,7%.

С 2009 г. до середины 2011 г. Минфин был заинтересован в привлечении средств для финансирования дефицита бюджета. Для этого использовались выпуски ОФЗ-ПД, ориентированные на банки, обладавшие избыточной ликвидностью. При этом по новым выпускам при их размещении предлагалась небольшая премия к рынку в размере 5–10 базисных пунктов [35, с. 10]. Спрос на ОФЗ со стороны нерезидентов ограничивался из-за неопределенности ситуации с процентной ставкой. За это время к 2011 г. доля ОФЗ-АД уменьшилась до 62,8%, а доля ОФЗ-ПД выросла до 62,8%.

С середины 2011 г. по настоящее время (начало 2017 г.) на рынке ОФЗ произошло много важных событий, вызвавших рост значимости рынка государственных ценных бумаг и повлиявших на его структуру. Ключевые изменения заключались в том, что с начала 2012 г. главными

<sup>1</sup> Заметим, что данная классификация этапов рынка ОФЗ во многом совпадает с периодизацией рынка корпоративных облигаций, рассмотренной нами в комментариях к рис. 38.

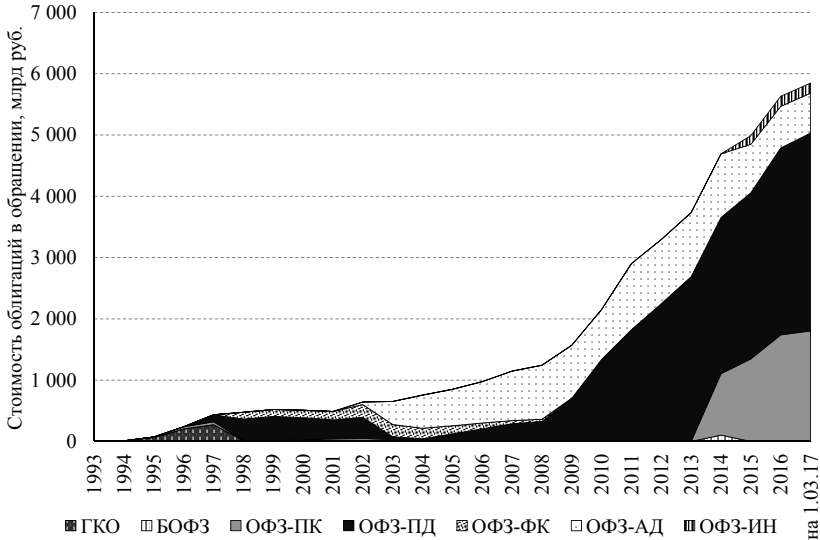


Рис. 48. Объем выпусков ГКО-ОФЗ, находящихся в обращении с 1993 г. по февраль 2017 г., млрд руб.

Источник: расчеты автора по данным Минфина России.

провайдером ликвидности на рынке ОФЗ стали нерезиденты [35, с. 14]. Их повышенный спрос на ОФЗ-ПД, а с 2015 г. – на ОФЗ-ПК привел к еще большему сокращению доли ОФЗ-АД. Этому также способствовало замораживание пенсионных накоплений в 2014–2016 гг., ограничившее спрос на ОФЗ-АД со стороны пенсионных фондов. В снижении доли ОФЗ-АД был заинтересован и Минфин: в 2016 г. осуществление им обмена ОФЗ-АД номинальной стоимостью 63,7 млрд руб. на ОФЗ-ПД номинальной стоимостью 56,4 млрд руб. принес ощутимую выгоду бюджету. В то же время с 2015 г. на рынке появились индексируемые с учетом инфляции ОФЗ-ИН, пользующиеся спросом у внутренних институциональных инвесторов. В результате в структуре выпусков ОФЗ по состоянию на 1 марта 2017 г. преобладали облигации с постоянным доходом (ОФЗ-ПД) и облигации с переменным купоном (ОФЗ-ПК), на долю которых приходилось соответственно 55,2 и 30,8%. Доля облигаций с амортизацией долга (ОФЗ-АД) и с индексируемым купоном (ОФЗ-ИН) составляла соответственно 11,1 и 2,8%.

В марте 2017 г. Минфин объявил конкретные планы выпуска «народных» ОФЗ, ориентированных на розничных инвесторов.

Таблица 26

## Структура выпусков ГКО-ОФЗ с 1993 г. по февраль 2017 г., %

	ГКО	БОФЗ	ОФЗ-ПК	ОФЗ-ПД	ОФЗ-ФК	ОФЗ-АД	ОФЗ-ИН	Итого
1993	100,0							100,0
1994	100,0							100,0
1995	89,2		10,8					100,0
1996	84,5		13,9	1,6				100,0
1997	62,5		10,9	26,6				100,0
1998	3,5		0,0	72,8	23,6			100,0
1999	1,4		0,0	77,0	21,5			100,0
2000	0,6		4,7	70,6	24,1			100,0
2001	4,0		4,9	62,8	28,3			100,0
2002	2,9		3,7	54,5	32,2	6,6		100,0
2003	0,4		3,7	7,7	30,6	57,6		100,0
2004	0,0		0,0	5,7	22,6	71,6		100,0
2005	0,0		0,0	14,5	15,4	70,1		100,0
2006				21,1	9,7	69,2		100,0
2007				25,1	4,5	70,4		100,0
2008				26,4	2,7	70,9		100,0
2009				45,0		55,0		100,0
2010				62,1		37,9		100,0
2011				62,8		37,2		100,0
2012				68,2		31,8		100,0
2013				72,0		28,0		100,0
2014		2,2	21,3	54,4		22,1		100,0
2015			27,0	54,3		15,9	2,8	100,0
2016			30,9	54,2		12,1	2,9	100,0
на 1.03.17			30,8	55,2		11,1	2,8	100,0

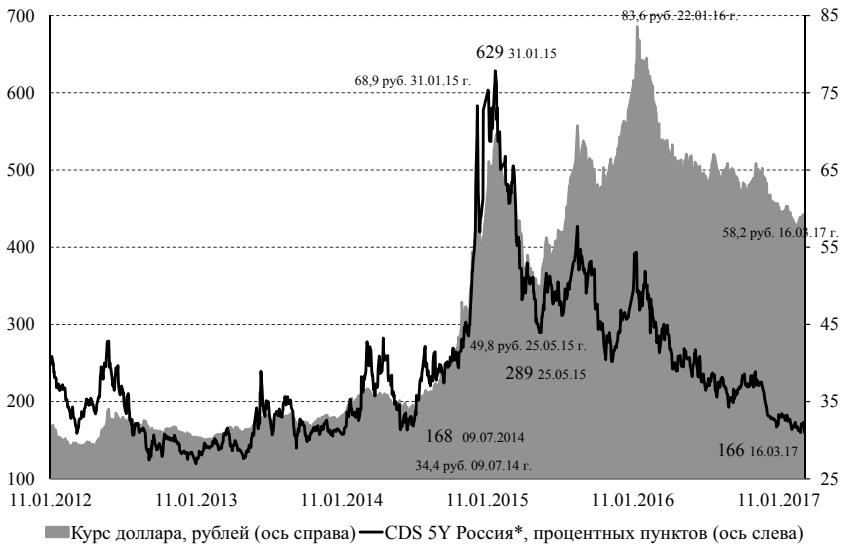
Источник: расчеты автора по данным Минфина России.

Важным событием на рынке государственных еврооблигаций стало снижение стоимости кредитного дефолтного свопа (CDS)<sup>1</sup> по ним до предкризисного уровня 2013 г. (рис. 49). В январе 2015 г. на фоне краткосрочного шока на валютном рынке и роста ключевой ставки до 17% произошел резкий рост значений CDS на суверенные облигации РФ со сроком обращения 5 лет (CDS Russia 5Y). С 9 июля 2014 г. по 31 января 2015 г. курс доллара вырос с 34,4 до 68,9 руб., а стоимость CDS Russia 5Y подскочила со 168 базисных пунктов – до 629 б.п.

<sup>1</sup> Дефолтный своп представляет собой премию по страховке на случай дефолта соответствующего эмитента. CDS является показателем кредитного риска эмитента.

Дальнейшие меры по стабилизации валютного курса и снижение ключевой ставки позволили укрепить валютный курс до 40,8 руб. за доллар и снизить стоимость CDS Russia 5Y до 289 б.п. по состоянию на 25 мая 2015 г. Параллельно были приняты меры по скупке большей части государственных еврооблигаций РФ российскими участниками финансового рынка. В это время формально внешние рынки еврооблигаций российских эмитентов де-факто стали внутренними. Для многих участников внутреннего рынка еврооблигации стали инструментом хеджирования от валютных рисков. В результате с конца мая 2015 г. до конца января 2016 г. на рынке государственных еврооблигаций России наблюдался феномен: несмотря на девальвацию рубля, значение CDS Russia 5Y существенно снижалась. Лишь после достижения пика курса доллара в размере 83,6 руб. 22 января 2016 г. стоимость CDS Russia 5Y и курс доллара в рублях возобновили синхронное снижение.

В настоящее время значение CDS Russia 5Y вернулось на предкризисный уровень, несмотря на существенное ослабление рубля за тот же



\* Кредитный дефолтный своп приводится за период с 11.01.2012 г. по 01.01.2016 г. в виде индикатора CDS 5Y Россия mid, далее до конца периода – в виде показателя CDS 5Y Россия по данным ресурса Cbonds.

Рис. 49. Значение CDS Russia 5Y и курс доллара с января 2012 г. по 17 марта 2017 г.

Источник: расчеты автора по данным Cbonds.

период. По состоянию на 16 марта 2017 г. значение кредитного свопа составляло 166 б.п. по сравнению с 168 б.п. на 9 июля 2014 г., т.е. снизилось на 1,2%; валютный же курс вырос с 34,4 до 58,2 руб., или на 69,1%.

Стабилизация рынка еврооблигаций позволила Российской Федерации вновь вернуться к внешним заимствованиям. После двухлетнего перерыва в 2014–2015 гг. Российская Федерация успешно разместила два транша 10-летних еврооблигаций с погашением в 2026 г. по номинальной стоимости 1,75 и 1,25 млрд долл. с доходностями 4,75 и 3,90% соответственно, что ниже досанкционных уровней 2013 г.

Существенный импульс для роста внутреннего рынка ОФЗ придала либерализация рынка ОФЗ в виде предоставления нерезидентам возможности совершения сделок с государственными облигациями с помощью моста НРД с Euroclear Bank S.A./N.V. и Clearstream Banking S.A. (рис. 50). Это позволило части нерезидентов переключиться с зарубежных рынков производных финансовых инструментов на внутренний биржевой рынок ОФЗ. По состоянию на 1 февраля 2013 г. доходность к погашению портфеля Cbonds-GBI составила 6,58 годовых при дюрации портфеля 4,58 год. Однако последовавшие за этим известные события в итоге привели к

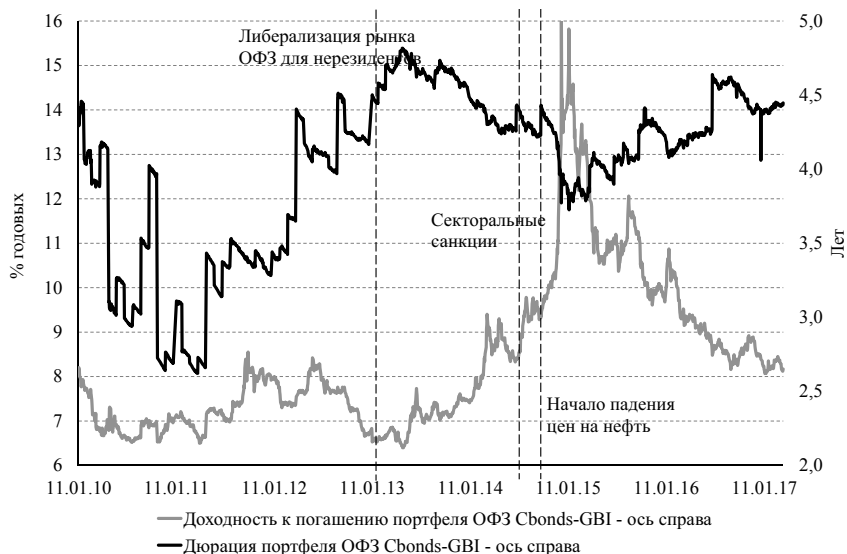


Рис. 50. Динамика доходности к погашению и дюрации портфеля ОФЗ Cbonds-GBI с 11 января 2010 г. до 23 марта 2017 г.

Источник: расчеты автора по данным Cbonds.ru.



осложнению ситуации на внутреннем финансовом и валютных рынках в середине декабря 2014 г. – в январе 2015 г. По состоянию на 16 декабря 2014 г. ставка доходности портфеля Cbonds-GBI достигла уровня 16,13% годовых, дюрация портфеля снизилась до 3,77 года. Однако в последующем благодаря усилиям в области денежно-кредитной и бюджетной политики Минфину и Банку России удалось в определенной мере стабилизировать ситуацию на внутреннем долговом рынке. К 22 марта 2017 г. доходность портфеля ОФЗ снизилась до 8,17% годовых, его дюрация повысилась до 4,45 года, т.е. по данным критериям эффективности рынок внутренних государственных облигаций вернулся на уровень конца 2013 г.

Одной из ключевых причин инвестиционной привлекательности вложений в ОФЗ является способность портфеля ценных бумаг обыграть инфляцию по доходности к погашению (рис. 51). Снижение инфляции и стабилизация валютного курса позволили вновь начиная с марта 2016 г. выйти на реальную доходность портфеля ОФЗ Cbonds-GBI. По итогам февраля 2017 г. при уровне инфляции в годовом измерении в размере 3,8% доход портфеля ОФЗ составил 8,4%. Вместе с тем в целом за рассматриваемый период с 11 января 2010 г. по 23 марта 2017 г. портфель ОФЗ

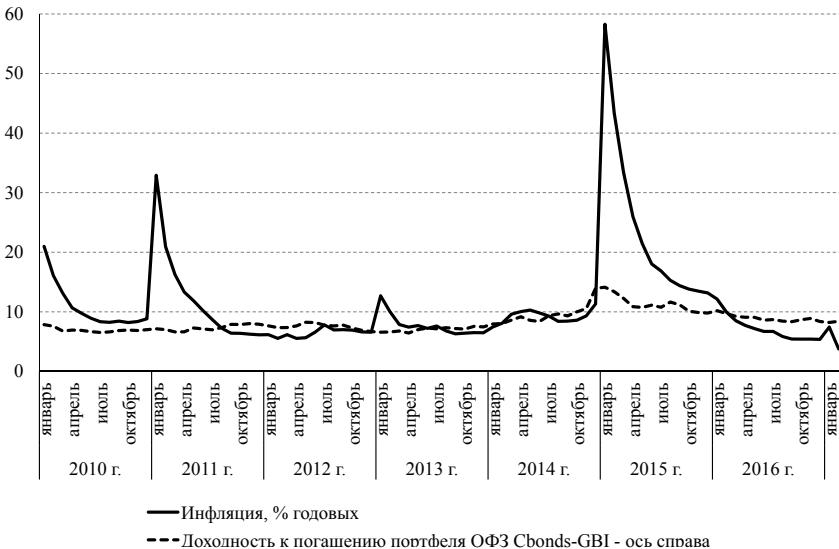


Рис. 51. Динамика инфляции и доходности к погашению портфеля ОФЗ Cbonds-GBI с 11 января 2010 г. до 23 марта 2017 г.

Источник: расчеты автора по данным Росстата и Cbonds.ru.

Cbonds-GBI со средней доходностью 8,4% годовых все еще заметно проигрывал инфляции, средний уровень которой составлял 11,0%.

Таким образом, несмотря на сложную геополитическую и макроэкономическую ситуацию, рынок государственных ценных бумаг продолжал динамично развиваться и стал играть все более важную роль в финансировании дефицита бюджета. Правительству и Банку России удалось стабилизировать ситуацию на валютном и финансовом рынках. По параметрам доходности рынок ОФЗ и еврооблигаций РФ в начале 2017 г. достиг уровня 2013 г., т.е. момента относительно стабильной геополитической ситуации.

### Сегментация биржевого рынка государственных ценных бумаг

Как и рынок корпоративных облигаций, рынок ОФЗ представляет собой в большей мере рынок денежный, чем фондовый. Основным стимулом для внутренних участников в держании государственных облигаций заключается в возможности их использования в качестве залога для получения заемных ресурсов (рис. 52 и табл. 27). В январе-феврале 2017 г. доля сделок РЕПО в стоимости биржевых сделок с государственными облигациями достигла рекордного уровня – 96,4%. Лишь около 1,3% сделок с государственными облигациями являлись рыночными.

В 2016 г. объем сделок РЕПО с государственными облигациями вырос до 113,6 трлн руб. по сравнению с 60,1 трлн руб. в 2015 г., или на 88,9% (рис. 53

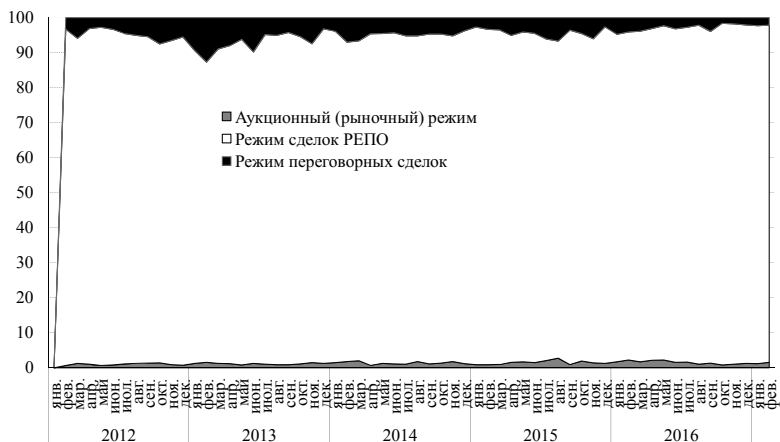


Рис. 52. Структура сделок с федеральными облигациями на Московской бирже с февраля 2012 г. по февраль 2016 г., %

Источник: расчеты автора по данным Московской биржи.



Рис. 53. Объемы сделок с федеральными облигациями на Московской бирже с февраля 2012 г. по февраль 2017 г., млрд руб.

Источник: расчеты автора по данным Московской биржи.

и табл. 27). Аналогичный рост наблюдался в рыночном сегменте биржи, где объем сделок с государственными облигациями вырос с 0,90 трлн руб. в 2015 г. до 1,71 трлн руб. в 2016 г., или на 90,2%, а также в секторе переговор-

Таблица 27

**Объем и структура торгов государственными ценными бумагами на Московской бирже в 2005–2017 гг. в разрезе торговых режимов**

	2012	2015	2016	Январь-февраль 2017
<b>млрд руб.</b>				
Аукционный режим	702	899	1 710	239
Режим переговорных сделок	3 421	2 726	3 335	402
Режим сделок РЕПО	64 788	60 119	113 584	17 050
Всего в порядке вторичного обращения	68 911	63 744	118 628	17 691
<b>%</b>				
Аукционный (рыночный) режим	1,0	1,4	1,4	1,3
Режим переговорных сделок	5,0	4,3	2,8	2,3
Режим сделок РЕПО	94,0	94,3	95,7	96,4
<b>Итого</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>

Источник: расчеты автора по данным Московской биржи.

ных сделок с 2,73 трлн до 3,33 трлн руб., или на 22,3%. Существенный рост объемов сделок РЕПО был связан как с ростом первичных размещений, так и с наличием избыточной ликвидности в банковской системе.

### **Нерезиденты как драйверы роста рынка государственных облигаций**

Открытие в российском центральном депозитарии счетов номинального держателя для иностранных расчетно-клиринговых организаций в феврале 2013 г. привело к притоку иностранных инвестиций на внутренний рынок государственного долга. Доля нерезидентов на вторичном рынке ОФЗ выросла с 6,5% в июле 2012 г. до 28,1% в мае 2013 г. (рис. 54). С мая 2013 г. доля нерезидентов несколько снизилась – до 24,9% – в декабре 2013 г. под воздействием процессов на глобальном финансовом рынке, связанных с оттоком средств из развивающихся рынках из-за заявления ФРС о их планах повысить ключевую ставку в США. С 2014 г. по январь 2015 г. цепь событий оказала негативное воздействие на российский финансовый рынок, в результате в январе 2015 г. доля нерезидентов в сделках с ОФЗ снизилась до 18,7%. Принятые монетарными властями меры позволили стабилизировать ситуацию на финансовом и валютном рынках, что привело к возвращению нерезидентов на внутренний рынок ОФЗ, в январе 2017 г. их доля повысилась до 26,9%.

По данным Банка России за III квартал 2016 г. [32, с. 13–14], около 89% всех торгов на Московской бирже составляют облигации с постоянным доходом (ОФЗ-ПД). Торговая активность нерезидентов также сосредоточена на сделках с ОФЗ-ПД, на них приходится около 94% объемов торгов нерезидентов. С апреля 2015 г. нерезиденты начали совершать операции с облигациями федерального займа с переменным купоном (ОФЗ-ПК) и индексируемым купоном (ОФЗ-ИН), их доли в объеме торгов составляли соответственно 3,3 и 1,7%. На аукционах по размещению ОФЗ доля нерезидентов непостоянна, в среднем за период с декабря 2012 г. по июнь 2016 г. она составляла 7,5%.

Основной объем сделок с ценными бумагами на локальных рынках нерезиденты предпочитали совершать через дочерние компании иностранных банков – GIB-subs. На рис. 55 представлены операции GIB-subs на биржевом рынке облигаций<sup>2</sup>, которые показывают, что одни и те

<sup>1</sup> В данном случае имеется в виду показатель доли сделок нерезидентов в объеме рыночных сделок и сделок в режиме РПС с ОФЗ на Московской бирже.

<sup>2</sup> Отметим еще раз, что, к сожалению, с августа 2015 г. Московская биржа перестала

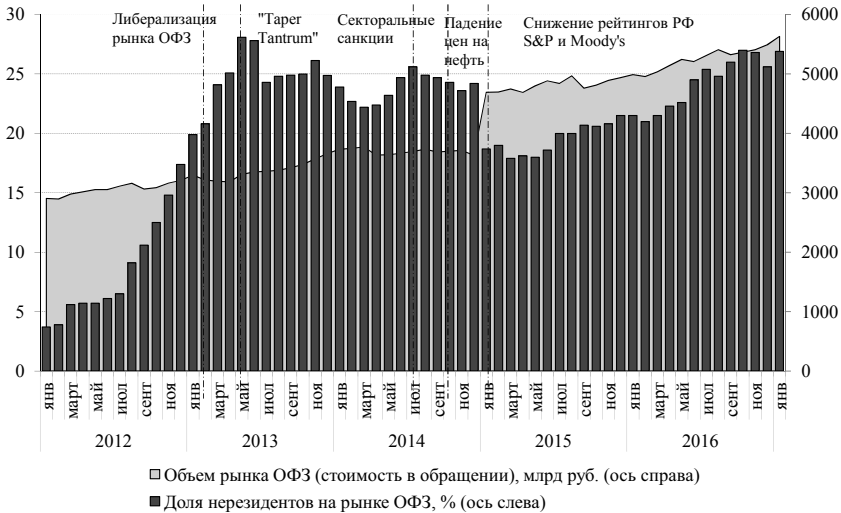


Рис. 54. Доля нерезидентов на рынке ОФЗ<sup>1</sup> с февраля 2012 г. по январь 2017 г., %  
 Источник: расчеты автора по данным по Банка России и Московской биржи.

же события оказывали разное влияние на торговую активность GIB-subс, отражающую спрос нерезидентов на различные долговые инструменты. Если либерализация доступа нерезидентов на внутренний рынок ОФЗ в феврале 2013 г. привела к повышению доли GIB-subс в сделках с ОФЗ на бирже, то аналогичная мера на рынке корпоративных облигаций в феврале 2014 г. на фоне геополитических рисков дала обратный эффект. Сразу после введения секторальных санкций в июле 2014 г. доля GIB-subс в общем объеме сделок на рынке ОФЗ сократилась, а в сегменте корпоративных облигаций выросла. Противоположным образом изменялся анализируемый показатель по ОФЗ и корпоративным облигациям также после начала падения цен на нефтяном рынке и максимального обострения кредитных рисков на внутреннем финансовом рынке в январе 2015 г. Возможно, данная закономерность связана с различными стратегиями иностранных инвесторов, которые предпочитали в момент

раскрывать данные об операциях по участникам торгов отдельно по ОФЗ и корпоративным облигациям, перейдя к режиму раскрытия лишь агрегированной информации о сделках участников со всеми облигациями. Учитывая разный характер поведения кривых, характеризующих доли GIB-subс в совокупных объемах торгов, по ОФЗ и корпоративным облигациям, можно сделать вывод, что указанные изменения в раскрытии информации заметно ограничили возможности независимой аналитики по влиянию нерезидентов на торговую активность на бирже.



роста кредитных рисков на внутреннем рынке продавать корпоративные облигации и покупать ОФЗ и, наоборот, по мере ослабления рисков – сокращать вложения в ОФЗ в пользу более рискованных корпоративных облигаций.

Таким образом, в условиях умеренного участия на внутреннем рынке ОФЗ индивидуальных инвесторов, пенсионных накоплений и коллективных инвестиций, концентрации банков преимущественно на денежном рынке ОФЗ наиболее динамичной группой инвесторов, совершавших операции на спот-рынке с ОФЗ (рыночные сделки и сделки в режиме РПС), являлись нерезиденты. В дальнейшем перспективы роста внутреннего рынка ОФЗ во многом будут зависеть от успеха в решении проблем привлечения на спот-рынок ОФЗ средств внутренних институциональных инвесторов и отчасти – населения.

### 3.3. Тенденции и проблемы развития срочного рынка

В 2016 г., несмотря на рост индексов ММВБ и РТС, произошел самый серьезный за всю современную историю внутреннего рынка деривативов спад торговой активности участников с контрактами, где базовыми являются фондовые активы (рис. 56).

В целом за год показатели биржевых оборотов с фьючерсами на фондовые активы выросли. Объем фьючерсных сделок вырос со 100,4 трлн руб. в 2015 г. до 109,5 трлн руб. в 2016 г., или на 9,1%; количество контрактов увеличилось с 1,77 млрд до 1,89 млрд, или на 6,7%; число сделок упало – с 348,4 млн до 341,2 млн, или на 2,1%. Однако рост количественных характеристик объемов торгов в целом за год был обеспечен повышенной торговой активностью лишь в начале 2016 г. Достигнув пика в феврале 2016 г., далее характеристики биржевых оборотов с фьючерсами начали стремительно снижаться. Ежемесячные объемы торгов с фьючерсами сократились с 12,9 трлн руб. в феврале 2016 г. до 5,9 трлн руб. в феврале 2017 г., или на 54,3%, за то же время число контрактов и количество сделок за месяц уменьшились соответственно на 47,0 и 54,5%.

Основными факторами снижения торговой активности участников на фьючерсном рынке с базисными фондовыми активами в течение 2016 г. стали стабилизация рубля и рост российских фондовых индексов, что снизило потребности участников рынка в хеджировании их позиций по акциям за счет сделок на рынке деривативов. На снижение торговой

активности по сделкам на срочном рынке также оказали влияние повышение тарифов биржи в данном сегменте рынка и переход от взимания фиксированной комиссии за сделку на вознаграждение, устанавливаемое в процентном выражении от ее объемов, вступившие в силу с октября 2016 г. и снизившие привлекательность операций на срочном рынке для участников высокочастотной торговли [40].

Рынку опционных контрактов на фондовые активы в 2016 г. удалось избежать сокращений торговой активности. Объем опционных сделок вырос с 3,9 трлн руб. в 2015 г. до 5,8 трлн руб. в 2016 г., или на 47,9%; количество контрактов увеличилось с 53,7 млн до 72,5 млн, или на 35,0%; число сделок – с 4,9 млн до 6,1 млн, или на 22,9%. Не произошло здесь спада активности участников торгов и в помесечном измерении с февраля 2016 г. до февраля 2017 г.

Под влиянием стабилизации валютного курса, роста доходности фондовых индексов и волатильности цен на товарные активы структура фьючерсного рынка Московской биржи в 2016 г. сдвинулась в пользу сделок с товарными активами и фондовыми индексами при сокращении доли сделок с валютой (рис. 57 и табл. 28). Особенно сильно выросла доля сделок



Рис. 56. Объемы торгов (млрд руб.) и количество сделок (тыс. ед.) на срочном рынке Московской биржи с 1 сентября 2001 г. по 28 февраля 2017 г.

Источник: расчеты автора по данным Московской биржи.



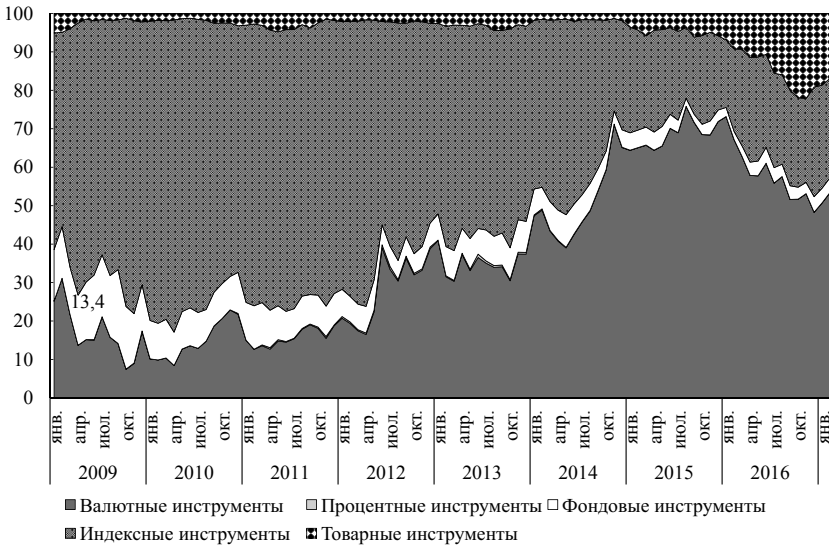


Рис. 57. Структура фьючерсного рынка Московской биржи в 2009 г. – феврале 2017 г., % по стоимости сделок

Источник: расчеты автора по данным Московской биржи.

с товарными активами, что было обусловлено ростом спроса на фьючерсы на нефть марки Brent, на медь, сахар и драгоценные металлы.

В структуре сделок на фьючерсном рынке доля сделок с индексными инструментами выросла с 19,3% в 2015 г. до 25,8% в феврале 2017 г., сделок с фондовыми инструментами – с 3,0 до 3,9%, сделок с товарными активами – с 5,8 до 16,8%. Соответственно, доля объемов торгов фьючерсами с валютными инструментами сократилась с 71,9 до 53,4%. В 2016 г. по-прежнему не пользовались спросом фьючерсные контракты на процентные инструменты.

Перечисленные выше факторы в 2016 г. повлияли и на структуру биржевых опционных сделок (рис. 58 и табл. 28). В структуре сделок с опционами доля сделок с индексными инструментами выросла с 50,7% в 2015 г. до 57,2% в феврале 2017 г., сделок с товарными активами – с 0,6 до 2,3%. Наоборот, за тот же период времени доля объемов торгов опционами с валютными инструментами сократилась с 46,0 до 39,7%, доля сделок с фондовыми инструментами уменьшилась с 2,7 до 0,7%.

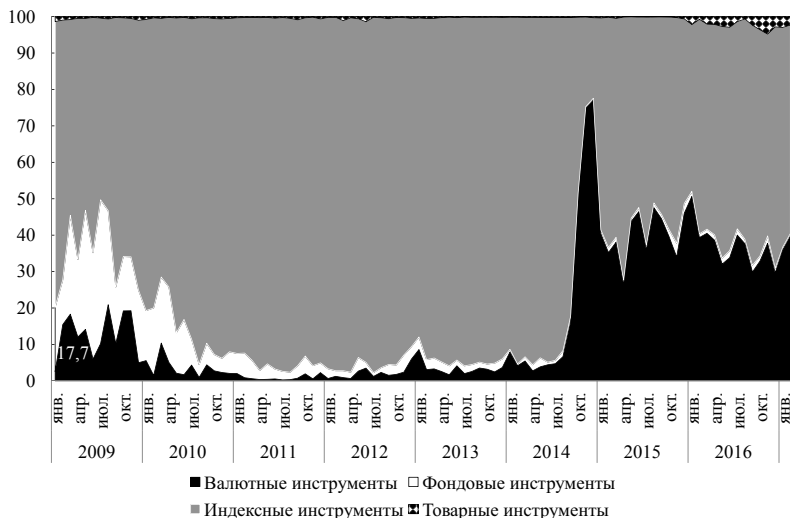


Рис. 58. Структура рынка опционов Московской биржи в 2009 г. – феврале 2017 г., % по стоимости сделок

Источник: расчеты автора по данным Московской биржи.

Таблица 28

**Структура рынка производных финансовых инструментов Московской биржи (по состоянию на конец отчетного периода), %**

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Февраль 2017
<b>Фьючерсы</b>	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
<b>В том числе:</b>									
валютные инструменты	17,3	21,7	18,8	38,8	37,4	65,1	71,9	48,3	53,4
процентные инструменты	0,1	0,2	0,2	0,4	0,4	0,1	0,0	0,0	0,0
фондовые инструменты	12,0	10,7	8,2	6,2	8,1	4,5	3,0	4,1	3,9
индексные инструменты	68,4	64,1	71,1	52,0	50,7	28,4	19,3	28,5	25,8
товарные инструменты	2,2	3,2	1,8	2,6	3,3	1,9	5,8	19,1	16,8
<b>Опционы</b>	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
<b>В том числе:</b>									
валютные инструменты	5,0	2,0	2,3	6,0	3,7	77,1	46,0	29,7	39,7
процентные инструменты									
фондовые инструменты	19,9	5,9	2,7	3,4	2,4	0,5	2,7	1,3	0,7
индексные инструменты	74,1	91,5	94,4	90,2	93,8	22,2	50,7	66,2	57,2
товарные инструменты	1,0	0,5	0,6	0,5	0,2	0,3	0,6	2,8	2,3

Источник: расчеты автора по данным Московской биржи.

### 3.4. Формирование и трудности рынка инвестиционных паев ПИФов

Как было показано на *рис. 23* в разделе 2.6, состояние конкуренции на рынке паев ПИФов является неудовлетворительным. Более того, как видно из *рис. 59*, в 2016 г. объемы вторичного рынка паев резко упали из-за повышения требований к листингу данных инструментов и усиления борьбы регулятора против манипуляций на биржевом рынке паев закрытых ПИФов. В результате, например, в декабре 2016 г. на бирже заключались сделки с паями лишь 35 закрытых ПИФов из 1135 (общее число фондов данного типа), в которых участвовало только 33 участника торгов.

В структуре инвесторов на рынке паев ПИФов, представленных исключительно паями нескольких десятков закрытых инвестиционных фондов, преобладали российские юридические лица, как правило, аффилированные с управляющими компаниями данных фондов (*рис. 60*). Поскольку закрытые ПИФы обычно представляют собой кэптивные активы, доля частных инвесторов в структуре биржевых торгов здесь также мала.

Вероятно, все это говорит о необходимости «перезагрузки» проекта по формированию биржевого рынка инвестиционных паев закрытых ПИФов



*Рис. 59.* Объемы сделок с инвестиционными паями ПИФов на Московской бирже с января 2005 г. по февраль 2017 г., млрд руб.

*Источник:* расчеты автора по данным Московской биржи.

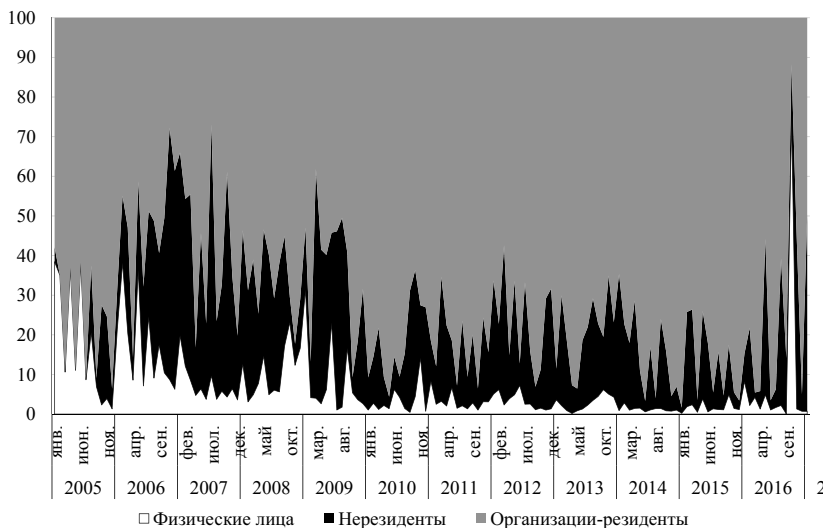


Рис. 60. Структура инвесторов при биржевых сделках с паями ПИФов на Московской бирже с января 2005 г. по февраль 2017 г.

Источник: расчеты автора по данным Московской биржи.

на Московской бирже на основе использования более современных моделей фондов подобного типа, например, публичных инвестиционных трастов недвижимости (REITs), популярных на крупнейших биржевых рынках в мире. Важную роль в формировании нового сегмента биржевой торговли могут внести биржевые паевые инвестиционные фонды, создание которых предусмотрено в Федеральном законе от 29 ноября 2001 г. № 156-ФЗ «Об инвестиционных фондах».

## **4. Роль финансовых посредников и биржевой инфраструктуры в развитии фондового рынка**

### **4.1. Деятельность небанковских финансовых организаций**

В 2014–2016 гг. Банк России разработал новую модель регулирования бизнеса профессиональных участников рынка ценных бумаг, изложенную в указаниях Банка России от 21 июля 2014 г. № 3329-У «О требованиях к собственным средствам профессиональных участников рынка ценных бумаг и управляющих компаний инвестиционных фондов, паевых инвестиционных фондов и негосударственных пенсионных фондов». В данном документе намечено в 2017–2018 гг. завершить переход к регулированию деятельности небанковских финансовых организаций на нормативы достаточности капитала брокеров, дилеров, доверительных управляющих и форекс-дилеров, предполагающие корректировку требований к капиталу организаций в зависимости от объема кредитных и рыночных рисков, принимаемых данными организациями. Во многом данная система будет похожа на принципы регулирования банковской деятельности. Однако до сих пор открытыми остаются вопросы о том, насколько жесткими будут данные требования ко всем компаниям, будут ли они учитывать разную меру риска, который принимают на себя крупные и мелкие брокеры, а также к каким последствиям приведут данные меры с точки зрения маржинальности брокерского бизнеса.

Риском введения данных правил является то, что оно не сопровождается параллельными мерами по развитию финансовых рынков, стимулированию конкуренции, созданию благоприятных условий для внедрения инноваций. Переход на новые требования финансовой достаточности профессиональных участников ценных бумаг осуществляется при отсутствии каких-либо действенных решений, способствующих приходу на внутренний рынок новых инвесторов и новых активов, в результате чего все большее число финансовых посредников вынуждены уходить с рынка.

Данная проблема во многом обостряется тем, что за последние годы так и не удалось выработать новую, более современную модель брокерского бизнеса. Опыт американских брокеров середины 1980-х годов показал, что в аналогичных условиях ограниченной брокерской комиссии крупнейшие компании («Фиделити», «Шваб», «Америтрейд» и др.) сумели пере-

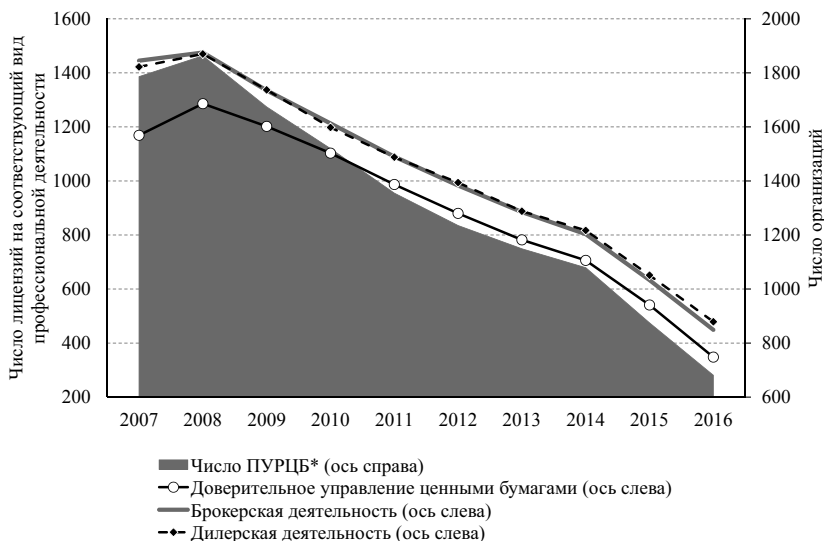
йти к новой модели, когда их вознаграждение за оказание финансовых услуг стало взиматься в виде брокерской комиссии, привязанной не к объемам сделок клиентов, а к стоимости клиентских активов. Вместо чисто брокерских услуг данные компании стали оказывать услуги по администрированию корпоративных и индивидуальных пенсионных планов, инвестиционному консультированию, управлению активами, вместо продажи исключительно in-house products создали паевые и финансовые супермаркеты, организовали сети продаж через независимых инвестиционных консультантов, работающих на фидуциарных стандартах. Аналогичные процессы на российском финансовом рынке идут очень медленно, сталкиваясь с многочисленными препятствиями в виде административных и правовых барьеров. Более того, по оценкам самих участников рынка, созданная Банком России модель регулирования привела к многократному росту административных издержек для профессиональных участников рынка ценных бумаг<sup>1</sup>.

В то же время действующий режим регулирования профессиональных участников рынка ценных бумаг также часто не способствует формированию доверия частных лиц к посредникам. Существенные требования к брокерам и доверительным управляющим, широко применяемые в международных практиках, отсутствуют в российских правовых актах. Например, как отмечается в отчете МВФ, в отличие от понимания 31-го принципа IOSCO Objectives and Principles of Securities Regulation, в российских правовых актах отсутствуют следующие требования к финансовым посредникам: действовать осторожно и разумно в отношении клиентов, обеспечивая приоритет интересов клиентов перед своими собственными; иметь систему внутреннего контроля за тем, что обязательства перед клиентом выполняются справедливо, разумно и честно; обязанности посредников контролировать, управлять и раскрывать конфликты интересов перед клиентами; раскрывать клиентам всю существенную информацию, необходимую для принятия решений; обязанности доверительного управления по сегрегации активов клиентов и др. [36, с. 36–37].

Последствия действующей модели регулирования финансового рынка проявляются в сокращении численности профессиональных участников

---

<sup>1</sup> В докладе МВФ об оценке соответствия российского финансового рынка требованиям IOSCO приводится история одной из брокерских компаний, у которой численность сотрудников правового отдела превысила численность сотрудников основного трейдингового подразделения [36, с. 20].



\* ПУРЦБ – профессиональные участники рынка ценных бумаг.

Рис. 61. Число лицензий на осуществление брокерской, дилерской деятельности, деятельности по доверительному управлению ценными бумагами и профессиональных участников рынка ценных бумаг

Источник: расчеты автора по данным Банка России и Росстата.

рынка ценных бумаг (рис. 61 и табл. 29), а также в ускоренном развитии брокеров, являющихся дочерними структурами банковских групп.

Число участников, имеющих лицензию на право осуществления брокерской деятельности, сократилось с 633 в 2015 г. до 449 в 2016 г., или на 29,1%. За 10 лет, прошедших после 2007 г., число действующих брокерских лицензий в 2016 г. составило всего 31,1% к количеству лицензий в предкризисном 2007 г.

Число участников, имеющих лицензию на право осуществления деятельности по доверительному управлению ценными бумагами, сократилось с 541 в 2015 г. до 348 в 2016 г., или на 35,7%. В 2016 г. число действующих лицензий на доверительное управление ценными бумагами составило всего 29,8% от количества лицензий в 2007 г.

Всего же число профессиональных участников рынка ценных бумаг в 2016 г. сократилось до 681 по сравнению с 875 организациями в 2015 г., или на 22,2%. Количество профессиональных участников рынка ценных бумаг в 2016 г. составляло всего 38,1% от числа указанных организаций в 2007 г.

Таблица 29

**Число лицензий на осуществление брокерской, дилерской деятельности, деятельности по доверительному управлению ценными бумагами и профессиональных участников рынка ценных бумаг**

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
1. Брокерская деятельность	1445	1475	1335	1213	1090	983	885	803	633	449
прирост к предыдущему периоду, %	0,8	2,1	-9,5	-9,1	-10,1	-9,8	-10,0	-9,3	-21,2	-29,1
рост относительно 2007 г., %	100,0	102,1	92,4	83,9	75,4	68,0	61,2	55,6	43,8	31,1
2. Дилерская деятельность	1422	1470	1337	1198	1088	994	888	817	651	479
прирост к предыдущему периоду, %	2,0	3,4	-9,0	-10,4	-9,2	-8,6	-10,7	-8,0	-20,3	-26,4
рост относительно 2007 г., %	100,0	103,4	94,0	84,2	76,5	69,9	62,4	57,5	45,8	33,7
3. Доверительное управление ценными бумагами	1169	1286	1202	1103	987	880	782	706	541	348
прирост к предыдущему периоду, %	6,3	10,0	-6,5	-8,2	-10,5	-10,8	-11,1	-9,7	-23,4	-35,7
рост относительно 2007 г., %	100,0	110,0	102,8	94,4	84,4	75,3	66,9	60,4	46,3	29,8
4. Число профессиональных участников рынка ценных бумаг, всего	1786	1 863	1 674	1 520	1 355	1 235	1 149	1 079	875	681
прирост к предыдущему периоду, %	4,4	4,3	-10,1	-9,2	-10,9	-8,9	-7,0	-6,1	-18,9	-22,2
рост относительно 2007 г., %	100,0	104,3	93,7	85,1	75,9	69,1	64,3	60,4	49,0	38,1

*Источник:* расчеты автора по данным Банка России и Росстата.



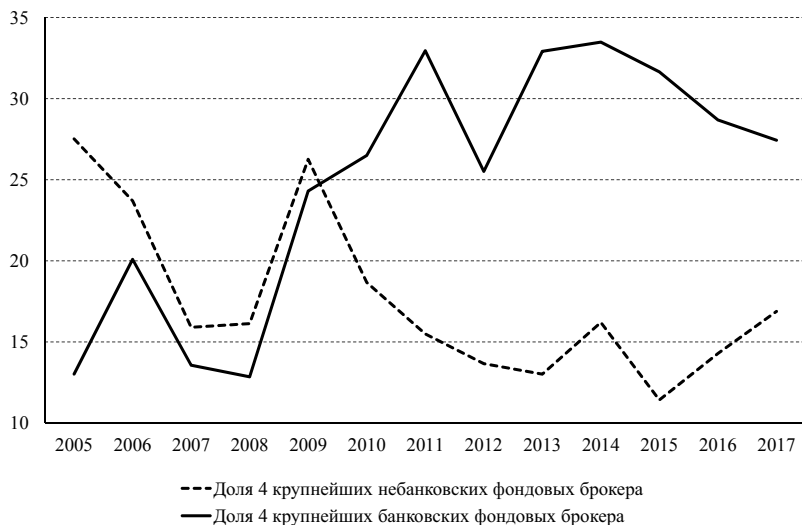


Рис. 62. Доля разных групп брокеров в суммарной стоимости торгов акциями (все режимы) на Московской бирже в 2005–2017 гг., %

Источник: расчеты автора по данным Московской биржи.

На рис. 62 и табл. 30 приводятся сравнительные данные о динамике доли четырех крупнейших финансовых банковских<sup>1</sup> и четырех крупнейших финансовых небанковских<sup>2</sup> брокеров в объемах биржевых торгов акциями. Как видно на графике, за период с января 2005 г. по февраль 2017 г. доля небанковских брокеров имела тенденцию к снижению, а доля дочерних структур банков, наоборот, росла. В 2016 г. на долю четырех крупнейших банковских брокеров приходилось 27,4% биржевых торгов акциями, а на долю четырех крупнейших небанковских брокеров – 16,9%.

На рис. 63 и в табл. 31 активность крупнейших банковских и небанковских брокеров сравнивается по критерию их доли в общем объеме торгов облигациями на Московской бирже. В отличие от ситуации на рынке акций, на биржевом рынке облигаций доля небанковских брокеров остается

<sup>1</sup> В исследовании это следующие организации: Сбербанк России (включая данные по компании «Тройка Диалог – Сбербанк КИБ»), ВТБ 24, АО «Открытие Холдинг», Альфа-банк (включая управляющую компанию Альфа-Капитал).

<sup>2</sup> В исследовании это следующие организации: Финансовая группа «Броккредитсервис» (БКС), инвестиционный холдинг «Финам», ООО «Атон», Группа компаний «Алор».

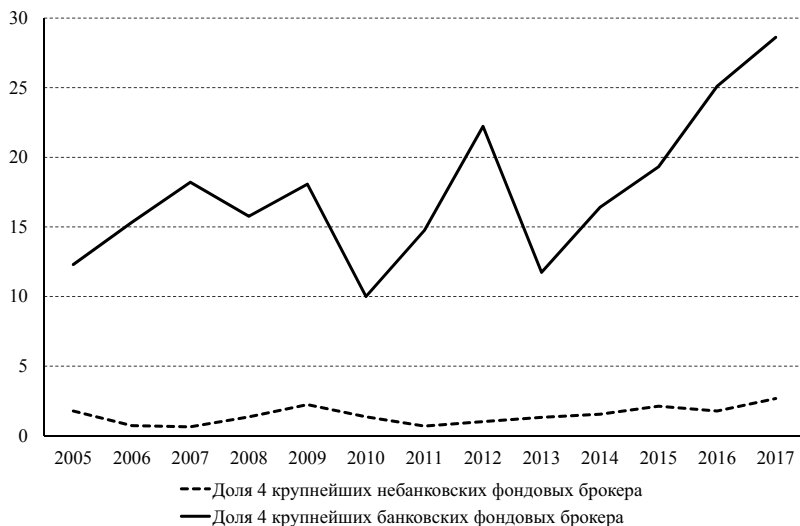
Таблица 30

**Доли разных групп брокеров в суммарной стоимости торгов акциями на Московской бирже в 2005–2017 гг.**

	2005	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Февраль 2017
Доля 4 крупнейших небанковских финансовых брокеров (БКС, «Финам», «Атон», «Алор»), %	27,5	18,7	15,5	13,7	13,0	16,2	11,4	14,3	16,9
Доля 4 крупнейших банковских финансовых брокеров (Сбербанк, ВТБ24, «Открытие», Альфа-банк), %	13,0	26,5	33,0	25,5	32,9	33,5	31,7	28,7	27,4

*Источник:* расчеты автора по данным Московской биржи.

стабильно низкой – в период с января 2005 г. по февраль 2017 г. она не превышала 2–3%. Это говорит о том, что облигации пока являются непопулярным инструментом среди небанковских брокеров, специализирующихся на обслуживании розничных инвесторов, привыкших к осуществлению



*Рис. 63.* Доли разных групп брокеров в суммарной стоимости торгов облигациями (все режимы) на Московской бирже в 2005–2017 гг., %

*Источник:* расчеты автора по данным Московской биржи.

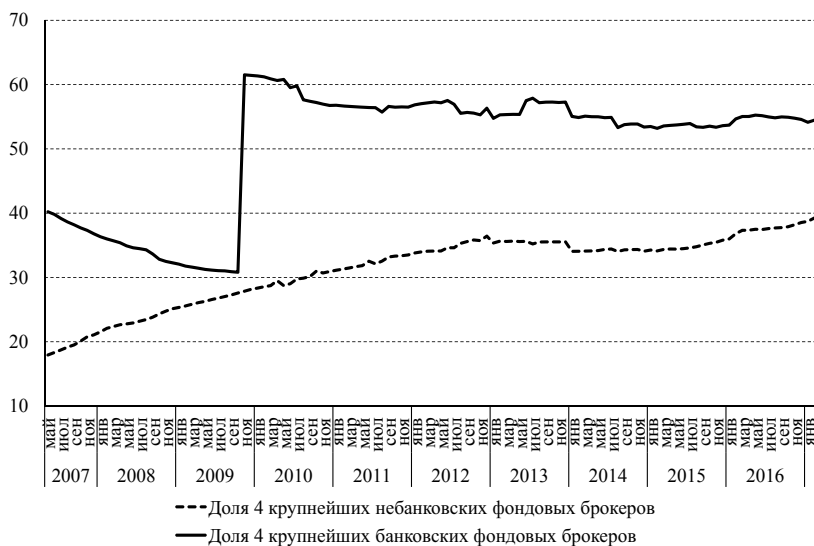
Таблица 31

**Доли разных групп брокеров в суммарной стоимости торгов облигациями (все режимы) на Московской бирже в 2005–2017 гг.**

	2005	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Февраль 2017
Доля 4 крупнейших небанковских финансовых брокеров (БКС, «Финам», «Атон», «Алор»), %	1,78	1,36	0,69	1,01	1,32	1,55	2,12	1,77	2,67
Доля 4 крупнейших банковских финансовых брокеров (Сбербанк, ВТБ24, «Открытие», Альфа-банк), %	12,30	10,00	14,76	22,22	11,74	16,41	19,32	25,10	28,62

*Источник:* расчеты автора по данным Московской биржи.

краткосрочных операций с акциями. Между тем доля брокерских структур банков в общих объемах торгов облигациями является существенной и быстро растет. Этот показатель увеличился с 12,3% в 2005 г. до 28,6% в феврале 2017 г. Это значит, что данные структуры банков имеют более



*Рис. 64.* Доля разных групп брокеров в общей численности клиентов всех брокеров на Московской бирже, %

*Источник:* расчеты автора по данным Московской биржи.



Рис. 65. Доля разных групп брокеров в суммарной численности активных клиентов на Московской бирже с мая 2007 г. по февраль 2017 г.

Источник: расчеты автора по данным Московской биржи.

диверсифицированную доходную базу, активно участвуя собственными средствами и средствами клиентов на разных режимах облигационного рынка.

На рис. 64 и в табл. 32 четыре крупнейших банковских и небанковских брокера сравниваются по критерию их доли в общем количестве клиентов на фондовом рынке. С мая 2007 г. по февраль 2017 г. доли конкурирующих групп брокеров сближаются. Скачок в общем количестве клиентов банковских брокеров в 2009 г. был обусловлен тем, что с этого момента в статистику о клиентах брокеров попали данные Сбербанка России. Доля 4 крупнейших банковских брокеров снизилась с 61,4% в 2009 г. до 54,1% в феврале 2017 г. Наоборот, доля 4 крупнейших небанковских брокеров выросла за данный период с 28,1 до 38,7%.

На рис. 65 доли крупнейших банковских и небанковских брокеров сравниваются по критерию числа активных клиентов, т.е. клиентов, которые совершают не менее одной сделки в месяц. Здесь наблюдается обратная тенденция: доля 4 небанковских брокеров снизилась с 42,0% в 2007 г. до 34,3% в феврале 2017 г. За то же время рыночная доля крупнейших банковских брокеров выросла с 14,1 до 41,1%. Это сви-

Таблица 32  
Доля 4 банковских и небанковских брокеров в клиентском сегменте и объемах биржевых торгов акциями и облигациями на Московской бирже с января 2005 г. по февраль 2017 г., %

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
<b>1. Доля в общей численности клиентов брокеров</b>													
4 крупнейших небанковских фондовых брокеров		25,9	21,1	25,1	28,1	30,9	33,5	36,4	35,5	34,1	35,8	38,5	38,7
4 крупнейших банковских фондовых брокеров		9,2	36,8	32,3	61,4	56,8	56,5	56,3	57,3	53,4	53,6	54,6	54,1
<b>Итого</b>		<b>35,1</b>	<b>57,9</b>	<b>57,4</b>	<b>89,5</b>	<b>87,7</b>	<b>90</b>	<b>92,7</b>	<b>92,8</b>	<b>87,5</b>	<b>89,4</b>	<b>93,1</b>	<b>92,8</b>
<b>2. Доля в численности активных клиентов брокеров</b>													
4 крупнейших небанковских фондовых брокеров			42	44,9	44,2	45,8	45,7	41,3	40,5	35,3	32,3	32,7	34,3
4 крупнейших банковских фондовых брокеров			14,1	15,9	34	33,9	35,4	40,4	42,8	43,7	45,7	41,6	41,1
<b>Итого</b>			<b>56,1</b>	<b>60,8</b>	<b>78,2</b>	<b>79,7</b>	<b>81,1</b>	<b>81,7</b>	<b>83,3</b>	<b>79</b>	<b>78</b>	<b>74,3</b>	<b>75,4</b>
<b>3. Доля в общем количестве индивидуальных инвестиционных счетов (ИИС)</b>													
4 крупнейших небанковских фондовых брокеров												46,5	36,5
4 крупнейших банковских фондовых брокеров												48,9	56,6
<b>Итого</b>												<b>95,4</b>	<b>93,1</b>
<b>4. Доля в суммарном объеме биржевых сделок с акциями на Московской бирже</b>													
4 крупнейших небанковских фондовых брокеров	27,5	23,7	15,9	16,1	26,3	18,7	15,5	13,7	13	16,2	11,4	14,3	16,9
4 крупнейших банковских фондовых брокеров	13	20,1	13,6	12,8	24,3	26,5	33	25,5	32,9	33,5	31,7	28,7	27,4
<b>Итого</b>	<b>40,5</b>	<b>43,8</b>	<b>29,5</b>	<b>28,9</b>	<b>50,6</b>	<b>45,2</b>	<b>48,5</b>	<b>39,2</b>	<b>45,9</b>	<b>49,7</b>	<b>43,1</b>	<b>43</b>	<b>44,3</b>
<b>5. Доля в суммарном объеме сделок с облигациями на Московской бирже</b>													
4 крупнейших небанковских фондовых брокеров	1,8	0,7	0,6	1,4	2,2	1,4	0,7	1	1,3	1,5	2,1	1,8	2,7
4 крупнейших банковских фондовых брокеров	12,3	15,3	18,2	15,8	18,1	10	14,8	22,2	11,7	16,4	19,3	25,1	28,6
<b>Итого</b>	<b>14,1</b>	<b>16</b>	<b>18,8</b>	<b>17,2</b>	<b>20,3</b>	<b>11,4</b>	<b>15,5</b>	<b>23,2</b>	<b>13</b>	<b>17,9</b>	<b>21,4</b>	<b>26,9</b>	<b>31,3</b>

детельствует о том, что в последние годы банковские брокеры более активно вовлекали своих клиентов в совершение операций на рынке ценных бумаг.

Таким образом, крупные небанковские брокеры, которые занимали лидирующие позиции на рынке акций и числу клиентов в начале 2000-х годов, уступили лидерство дочерним брокерским компаниям крупных банков. Это не говорит о том, что модель брокерской структуры внутри банковского холдинга имеет конкурентные преимущества, или о том, что небанковские брокеры подвергаются дискриминации на рынке. В большей мере это свидетельствует о том, что традиционные банковские каналы продаж финансовых продуктов работают более эффективно, чем чисто брокерские каналы. Чтобы быть конкурентными на рынке, брокерам необходимо работать над тем, чтобы строить независимые дистрибуции финансовых продуктов в виде паевых супермаркетов, каналов удаленного доступа и сетей независимых инвестиционных консультантов. Более активной могла бы быть позиция брокеров на рынках администрирования пенсионных планов и опционных программ эмитентов.

## **4.2. Тенденции и проблемы развития биржевой инфраструктуры**

### *4.2.1. Достижения и ограничения в деятельности Московской биржи*

В 2011 г. была совершена сделка по консолидации бирж ММВБ и РТС, что имело важное позитивное значение для развития российского фондового рынка. Это упростило совершение сделок на фондовом и срочном рынках. Консолидация позволила сконцентрировать всю ликвидность на счетах участников торгов, предназначенную для совершения сделок на рынках государственных и корпоративных ценных бумаг, а также на срочном и валютном рынках в единой расчетной и торговой системах. Диверсификация объединенной биржи на обслуживании сделок с разными денежными и инвестиционными активами улучшила ее финансовую устойчивость в условиях общего падения объемов биржевых торгов в мире и бегства инвесторов от вложений в рискованные активы.

### Структура акционерного капитала Московской биржи

Наряду с позитивными изменениями объединение бирж РТС и ММВБ принесло неоднозначные последствия для развития внутреннего финансового рынка. Прежде всего, исчезла конкуренция между биржами, которая ранее служила мощным стимулом развития биржевой деятельности в интересах внутренних инвесторов и финансовых посредников. В *табл. 33* отражены принципиальные изменения в структуре собственников ПАО «Московская биржа». После объединения в 2011 г. 59,0% акций биржи принадлежало Банку России и еще нескольким контролируемым государством структурам, а 41,0% принадлежало российским участникам биржевых торгов и иным резидентам.

Попытки законодателей сделать Московскую биржу частной структурой и вывести Банк России из числа ее акционеров<sup>1</sup> не привели к желаемому результату. Из-за опасения утраты государственного контроля над биржей и национальной финансовой инфраструктурой в условиях роста геополитических рисков после очередного SPO акций Московской биржи, проведенного 2 июля 2014 г., по инициативе Банка России были приняты поправки в законодательство, сохранившие его право оставаться акционером бирж<sup>2</sup>.

В 2016 г. в структуре владельцев биржи произошли серьезные изменения. В феврале 2016 г. китайская государственная корпорация «Шенгдонг инвестмент корпорейшн» продала принадлежащий ей пакет акций биржи в размере 5,6% с 11%-м дисконтом за 89 руб. за штуку [42]. Она не прокомментировала данную сделку, однако в целом можно предположить, что это касается в большей мере ее отношения не к конкретному эмитенту, а к целой группе российских эмитентов, а также общей политики реструктуризации портфеля данного инвестора. Но главное – в 2016 г. группа контролируемых государством участников во главе с Банком России сократила долю принадлежащих ей акций с 53,4% в 2015 г. до 44,3% в 2016 г. В то же время доля нерезидентов, среди которых преобладали инвестиционные фонды из США, Великобритании и стран Евросоюза, выросла с 36,0 до 52,3%. Доля частных лиц – резидентов сократилась с 10,6 до 3,4%.

---

<sup>1</sup> Согласно ч. 14 ст. 49 Федерального закона от 23 июля 2013 г. № 251-ФЗ «О внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации в связи с передачей Центральному банку Российской Федерации полномочий по регулированию, контролю и надзору в сфере финансовых рынков» Банку России было предписано выйти из акционеров Московской биржи и Санкт-Петербургской валютной биржи до 1 января 2016 г.

<sup>2</sup> Данные изменения в законодательство были внесены Федеральным законом от 29 июня 2015 г. № 210-ФЗ.

### Структура акционерного капитала российских бирж до и после объединения (доля в уставном капитале, %)

	До реорганизации бирж по состоянию на 2011 г.		После объединения бирж на 01.02.2012	2013	2014	2015	2016
	ОАО «РТС»	ЗАО «ММВБ»					
Государство, всего	0,0	64,0	59,0	64,5	51,0	53,4	44,3
В том числе:							
Банк России	0,0	28,6	24,3	24,7	12,1	11,8	11,8
Сбербанк России	10*	7,5	10,4	9,8	10,0	10,0	10,0
Внешэкономбанк	0,0	10,5	8,7	8,0	8,4	8,4	8,4
Нерезиденты	0,0	0,0	0,0	14,9	25,9	36,0	52,3
Резиденты – частные лица	90,0	36,0	41,0	20,6	23,2	10,6	3,4
<b>Итого</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>

\* ЗАО «ИК «Тройка Диалог», приобретенная Сбербанком России.

*Источник:* расчеты автора на основе данных публичных источников информации. Доля Банка России, Сбербанка России и ВЭБа – по данным отчета Московской биржи за ряд лет; доля государства и нерезидентов в 2013–2016 гг. – по данным Блумберга; доли участников фондовой биржи ОАО «РТС» – по данным отчета этой организации.

Сложившаяся в 2016 г. структура собственности Московской биржи несет значительные риски. Во-первых, пакет акций в размере более 50% оказался в руках инвестиционных фондов из стран, принявших санкции в отношении России. Конечно, это не означает опасности консолидации голосов иностранных портфельных инвесторов, однако во многом сопряжено с рисками стратегий «активизма» со стороны иностранных миноритарных инвесторов. В принципе, деятельность бирж является конкурентным видом бизнеса, однако в случае Московской биржи необходимо учитывать то обстоятельство, что она является владельцем центрального депозитария и клирингового центра, обладающих очень чувствительной для национальных интересов информацией о владельцах и бенефициарах основной массы российских компаний. Во-вторых, из структуры собственников биржи оказались вытесненными частные структуры – участники торгов, на которых, как было показано выше, приходится более 60% объемов торгов акциями и более 50% оборотов с облигациями на Московской бирже<sup>1</sup>. Данный фактор может быть одним из препятствий инновационной активности частных финансовых организаций на внутреннем рынке, поскольку большинство новых проектов на рынке сегодня трудно реализовать без

<sup>1</sup> См. табл. 14 и 22.



взаимодействия и заинтересованности со стороны биржи и иных инфраструктурных организаций.

При объединении бирж предполагалось, что поддержанию конкуренции в сфере организации торгов будет во многом способствовать конкуренция объединенной биржи и зарубежных торговых систем. Однако на практике влияние фактора внешней конкуренции было ослаблено из-за глобальной тенденции отказа национальных эмитентов от идей кросс-листинга, а также введения секторальных санкций к крупнейшим российским компаниям.

В *табл. 34* структура собственников Московской биржи сравнивается с аналогичными данными по ряду других крупных бирж, являющихся публичными компаниями. Наиболее существенными особенностями структуры собственности Московской биржи являются очень высокая доля акций, принадлежащая государству и КГК, одновременно с крайне низкой долей частных лиц – резидентов. По состоянию на 22 февраля 2017 г. по данным информационной системы Блумберг, государству в Московской бирже принадлежало 44,1% акций, в то время как аналогичный индикатор на фондовой бирже NASDAQ (США) составлял 0,8%, на Лондонской фондовой бирже – 1,3%, на Немецкой бирже – 1,3%, на бразильской бирже BOVESPA – 1,4%, на Йоханнесбургской фондовой бирже (ЮАР) – 11,7%. В то же время частным лицам – резидентам, включая непосредственно участников торгов, принадлежало лишь 3,3% акций Московской биржи по сравнению с 62,8% на бирже NASDAQ, 44,6% на ЛФБ, 54,2% на Немецкой фондовой бирже, 21,5% на BOVESPA и 27,7% в ЮАР.

*Таблица 34*

**Структура собственности отдельных фондовых бирж по состоянию на 26 февраля 2017 г., % принадлежащих акций**

	Государство	Частные лица – резиденты	Нерезиденты	Неустановленные лица
Московская биржа	44,1	3,3	52,6	0,0
NASDAQ (США)	0,8	62,8	36,3	0,0
Лондонская фондовая биржа	1,3	44,6	54,1	0,0
Немецкая биржа	1,3	54,2	44,5	0,0
Vovespa (Бразилия)	1,4	21,5	77,1	0,0
Йоханнесбургская фондовая биржа (ЮАР)	11,7	27,7	36,9	23,7

*Источник:* расчеты автора на основании данных Блумберга.

По словам заместителя председателя Банка России С.А. Швецова, сейчас акции биржи, принадлежащие Банку России, используются им как элемент управления. По его словам, Банк России готов вернуться к идее продажи пакета в 11,8% акций Московской биржи, но при условии снятия санкций и принятия поправок в законодательство об акционерных обществах, позволяющих советам директоров АО утверждать списки кандидатов в члены директоров обществ перед общими собраниями акционеров [42].

### **Универсальность деятельности Московской биржи и роль различных сегментов биржевой торговли**

Одним из преимуществ Московской биржи перед глобальными конкурентами является диверсификация обслуживаемых ею сегментов рынка. Однако подобная бизнес-модель биржи создает и дополнительные риски, заключающиеся в снижении рыночных стимулов в развитии менее маржинальных сегментов деятельности. В настоящее время это проявляется в снижении значимости фондового рынка в общих объемах биржевых оборотов. Высокие риски и низкая доходность вложений в ценные бумаги российских эмитентов, повышенная волатильность курса валют и финансовых активов, сохраняющееся на относительно высоком уровне рефинансирование банковской системы, замораживание пенсионных накоплений и ограниченность других источников внутренних сбережений привели к сдвигам структуры рынка Московской биржи. За шесть лет в общем объеме биржевых сделок доля рынка капиталов уменьшилась с 13,2% в 2010 г. до 3,6% по итогам января-февраля 2017 г. (табл. 35).

Наоборот, доля валютно-денежного рынка (ВДР) выросла с 72,0% в 2010 г. до 85,2% в январе-феврале 2017 г. При этом за рассматриваемый период времени доля валютного рынка увеличилась с 38,1 до 43,9%, а денежного рынка – с 33,9 до 41,3%. Росту валютного сегмента способствовали нестабильность рубля и предоставление доступа к операциям на биржевом валютном рынке частным клиентам брокеров и банков. Денежный сегмент рынка рос благодаря навесу денежной ликвидности в банках и ускоренному развитию сделок РЕПО с центральным контрагентом.

С января 2010 г. по февраль 2017 г. доля сделок с деривативами в объеме торгов сократилась с 14,8% в 2010 г. до 11,2% в январе-феврале 2017 г. На это повлияли стабилизация курса рубля и инфляции в 2016 г., рост доходности на внутреннем рынке акций, что снизило заинтересованность участников рынка в хеджировании операций. Повышение тарифов по сделкам на срочном рынке и переход к их взиманию в зависимости от суммы сделки ограничили торговую активность спекулятивных инвесторов.

При этом по-прежнему на бирже не удастся создать ликвидный рынок процентных деривативов.

Таблица 35

## Структура рынка Московской биржи, %

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Январь– февраль 2017
<b>Фондовый рынок</b>	<b>13,2</b>	<b>10,3</b>	<b>6,5</b>	<b>5,3</b>	<b>4,1</b>	<b>3,2</b>	<b>3,0</b>	<b>3,6</b>
В том числе:								
акции, РДР и паи	8,0	6,6	3,1	1,9	2,0	1,5	1,2	1,2
облигации	5,2	3,7	3,4	3,4	2,1	1,7	1,8	2,4
вторичные торги	3,4	2,9	2,8	2,8	1,7	1,3	1,2	1,0
рынок размещений	1,8	0,8	0,6	0,6	0,4	0,4	0,6	1,5
<b>ВДР</b>	<b>72,0</b>	<b>70,6</b>	<b>80,0</b>	<b>83,8</b>	<b>84,0</b>	<b>82,1</b>	<b>82,7</b>	<b>85,2</b>
В том числе:								
денежный рынок	33,9	41,3	48,3	49,1	39,7	33,5	41,6	41,3
операции РЕПО	31,5	38,3	45,8	46,2	35,6	28,3	36,9	36,9
кредитный рынок	2,4	3,1	2,5	2,9	4,1	5,1	4,7	4,5
валютный рынок	38,1	29,3	31,6	34,7	44,4	48,6	41,1	43,9
сделки спот	18,0	15,8	16,6	12,8	15,1	16,2	13,3	10,3
сделки своп	20,1	13,4	15,0	22,0	29,3	32,5	27,7	33,6
<b>Срочный рынок</b>	<b>14,8</b>	<b>19,1</b>	<b>13,5</b>	<b>10,8</b>	<b>11,9</b>	<b>14,7</b>	<b>14,4</b>	<b>11,2</b>
<b>Товарный рынок</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,02</b>	<b>0,02</b>	<b>0,01</b>
<b>Всего</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>

Источник: расчеты автора по данным Московской биржи.

В 2016 г. на бирже участники торгов сталкивались с серьезной проблемой низкой ликвидности ценных бумаг (см. раздел 2.4). Ее влияние усугублялось наличием значительного уровня сегментации режимов торгов акциями и облигациями на бирже. В табл. 36 приводятся данные о различных сегментах биржевой торговли с акциями в августе – декабре 2015 г. и в 2016 г., из которых следует, что только по акциям участникам рынка были доступны 15 режимов торгов, в каждом из которых действовал обособленный механизм ценообразования. На рынке корпоративных облигаций за тот же период времени действовало 17 разных (не приводятся) режимов торгов.

Позитивным изменением на денежном рынке Московской биржи с августа 2015 г. по февраль 2017 г. стало превращение режима сделок РЕПО с центральным контрагентом (КЦ) в основной механизм совершения сделок между участниками (рис. 6б). За рассматриваемый период времени

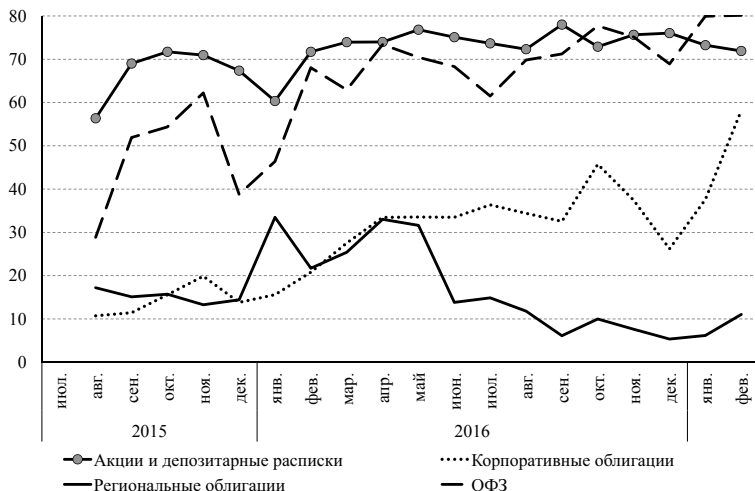


Рис. 66. Доля сделок РЕПО с централизованным клирингом в общей стоимости сделок РЕПО на Московской бирже с августа 2015 г. по февраль 2017 г., %  
 Источник: расчеты автора по данным Московской биржи.

Таблица 36

**Вторичный рынок акций на Московской бирже  
 в августе–декабре 2015 г. и в 2016 г.**

Режимы торгов	Август–декабрь 2015		2016	
	млрд руб.	%	млрд руб.	%
Режим переговорных сделок (РПС)	127,2	0,6	120,0	0,2
Акции Д – РПС	1,0	0,005	2,3	0,004
Акции Д – режим основных торгов	0,9	0,004	10,6	0,02
Исполнение обязательств по сделкам Т+: РЕПО	3,3	0,02	14,9	0,02
Исполнение обязательств по сделкам Т+: РПС	0,0	0,0001	0,1	0,0001
Неполные лоты	0,0	0,0001	0,1	0,0001
Режим основных торгов Т+	3 469,3	16,7	8 293,3	13,2
РЕПО с акциями	3 550,7	17,1	11 109,5	17,7
РЕПО с Банком России: аукцион РЕПО	443,2	2,1	141,5	0,2
РЕПО с Банком России: фиксированная ставка	223,3	1,1	352,7	0,6
РЕПО с ЦК – адресные заявки	7 604,4	36,7	23 213,8	37,0
РЕПО с ЦК – безадресные заявки	5 112,8	24,6	18 685,5	29,8
РПС с ЦК	154,1	0,7	565,0	0,9
Торги крупными пакетами ценных бумаг	38,4	0,2	122,6	0,2
Исполнение обязательств по срочным контрактам	19,9	0,1	46,6	0,1
<b>Итого</b>	<b>20 748,6</b>	<b>100,0</b>	<b>62 678,4</b>	<b>100,0</b>

Источник: расчеты автора по данным Московской биржи.

доля сделок РЕПО с ЦК в общем объеме операций с РЕПО на бирже выросла по акциям с 56,4% в августе 2015 г. до 71,9% в феврале 2017 г., по корпоративным облигациям – соответственно с 10,7 до 58,2%, по ОФЗ – с 16,3 до 80,1%, по региональным облигациям снизилась с 17,2 до 11,0%.

### **Текущие операции и основные проекты развития**

В 2016 г. Московской биржей были реализованы следующие основные проекты развития рынка: расширена линейка опционных контрактов на акции российских эмитентов; внедрен новый высокоскоростной протокол доступа TWIME на срочном рынке; предоставлен прямой доступ нефинансовым коммерческим компаниям к проведению депозитно-кредитных операций на биржевом денежном рынке Московской биржи; также прямой доступ к торгам предоставлен управляющим компаниям; введено обеспечение под стресс; Московская биржа переехала в новый дата-центр; были подписаны соглашения о сотрудничестве с крупнейшими китайскими брокерами, а Шанхайская фондовая биржа стала партнером Московской биржи по распространению данных. В отличие от прошлых лет значимость проектов несколько снизилась, что свидетельствует о большем внимании биржи к текущим проблемам.

В 2016 г. и в начале 2017 г. бирже так и не удалось добиться устойчивой работы систем без технических сбоев, за данный период времени на срочном, фондовом и валютном рынках за год случилось 3 технических сбоя. По оценкам председателя правления биржи А. Афанасьева, коэффициент доступности биржи, который показывает, насколько биржа способна поддерживать свою ИТ-систему в рабочем режиме, в 2015 г. оказался ниже нормального значения [43], что связано с ростом статистики технических сбоев на рынке. По нашей информации, в 2016 г. значение данного коэффициента биржа не раскрывала.

В сентябре 2016 г. биржа утвердила программу технологического развития на ближайшие три года, в которой предусматривается разделение торговой системы и системы клиринга и расчетов в виде отдельных модулей.

### **Основные тенденции в экономике Московской биржи**

Доходы Московской биржи снизились с 46,0 млрд руб. в 2015 г. до 43,6 млрд руб. в 2016 г., т.е. на 5,2% (табл. 37). Руководством биржи была учтена критика со стороны участников рынка в 2015 г. по поводу ее завышенных доходов от размещения остатков денежных средств участников рынка [44]. По сравнению с 2015 г. в 2016 г. доходы биржи от размещения денежных средств под процент снизились с 27,1 млрд до 22,7 млрд руб., или на 16,2%. Однако данное снижение доходной базы было отчасти

компенсировано ростом комиссионных доходов с 17,8 млрд до 19,8 млрд руб., или на 11,2%.

В структуре биржевых доходов также обращает внимание непропорциональное распределение биржевой комиссии по сравнению с вкладом каждого сектора рынка в суммарный объем операций на бирже. Например, в 2016 г. доля фондового рынка составляла только 3,0% от объема операций участников рынка на бирже (см. табл. 35), в то время как доля данного сектора в комиссионных доходах биржи составляет 8,0%. Наоборот, доля, например, денежного рынка в общем объеме торгов достигала 41,6%, а в сумме комиссионного вознаграждения биржи – лишь 11,1%.

В 2016 г. рыночная капитализация Московской биржи составила 283,2 млрд руб. по сравнению с 211,2 млрд руб. в 2015 г., т.е. повысилась на 34,1% при росте индекса ММВБ на 26,8%. Несмотря на рост

Таблица 37

## Доходы Московской биржи в 2014–2016 гг.

	Мли руб.			Структура, %		
	2014	2015	2016	2014	2015	2016
<b>1. Комиссионные доходы</b>	<b>15 586</b>	<b>17 784</b>	<b>19 798</b>	<b>51,3</b>	<b>38,7</b>	<b>45,4</b>
В том числе:						
на валютном рынке	3 408	4 327	4 345	11,2	9,4	10,0
на денежном рынке	3 235	3 874	4 836	10,6	8,4	11,1
на фондовом рынке	3 151	3 276	3 487	10,4	7,1	8,0
на срочном рынке	1 637	1 471	2 052	5,4	3,2	4,7
услуги депозитария и расчетные операции	3 189	3 465	3 564	10,5	7,5	8,2
информационные услуги	436	688	752	1,4	1,5	1,7
реализация программного обеспечения и тех. услуг	496	527	636	1,6	1,1	1,5
прочее	35	157	125	0,1	0,3	0,3
<b>2. Процентные и прочие финансовые доходы</b>	<b>13 990</b>	<b>27 050</b>	<b>22 731</b>	<b>46,0</b>	<b>58,8</b>	<b>52,2</b>
В том числе:						
проценты по денежным средствам в финансовых организациях	7 597	14 510	7 222	25,0	31,6	16,6
проценты по инвестициям	5 911	11 930	15 512	19,4	25,9	35,6
иное	482	610	-4	1,6	1,3	0,0
<b>3. Прочие доходы</b>	<b>818</b>	<b>1 156</b>	<b>1 039</b>	<b>2,7</b>	<b>2,5</b>	<b>2,4</b>
<b>4. Операционные доходы, всего</b>	<b>30 394</b>	<b>45 990</b>	<b>43 567</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>

Источник: расчеты автора по данным отчетности по МСФО Московской биржи.

цен биржевых акций выше роста рынка, в долларовом выражении капитализация биржи в 2016 г. составила 4,7 млрд долл. Это несколько ниже тех ожиданий, которые были у рынка после объединения бирж. По оценкам Банка России и совета директоров биржи, уже в конце 2012 г. предполагалось достичь капитализации Московской биржи в сумме 6 млрд долл.[45].

С 4 по 15 февраля 2013 г. Московская биржа провела IPO, в ходе которого было размещено ее акций на 15 млрд руб., или на 500 млн долл. (рис. 67). При объявленном диапазоне цен в размере 55–63 руб. за акцию фактическая цена размещения была установлена по нижней границе ценового диапазона, т.е. 55 руб. В первый торговый день 15 февраля 2013 г. недооценка акций биржи по сравнению с ценой размещения составила 0%. Обычно низкий размер недооценки первого торгового дня при проведении IPO российских АО свидетельствует о переоцененности данных акций на момент размещения. В дальнейшем это часто приводит к отрицательной избыточной доходности данных акций по сравнению с базисным индексом в течение многих лет [46].

По состоянию на 24 марта 2017 г. по сравнению с ценой размещения на 15 февраля 2013 г. накопленная (кумулятивная) доходность акций

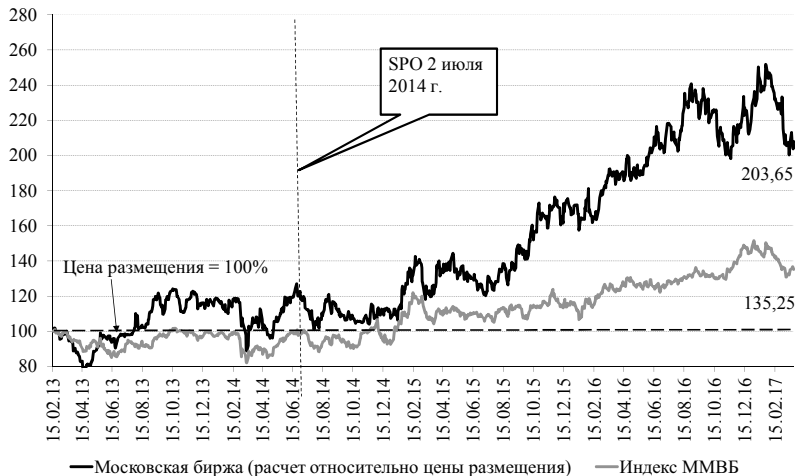


Рис. 67. Динамика цен на акции Московской биржи и индекса ММВБ с 15 февраля 2013 г. по 24 марта 2017 г. (15 февраля 2013 г. = 100%)

Источник: расчеты автора по данным Московской биржи и инвестиционной компании «Финам».

Московской биржи составила 103,7%, в то время как данный показатель по портфелю индекса ММВБ – лишь 35,2%.

Таким образом, с точки зрения финансовых показателей Московская биржа является динамично растущей компанией, предоставляющей высокотехнологичные и конкурентные услуги на многих сегментах финансового и валютного рынков. Вместе с тем прогресс на фондовом сегменте рынка явно затормозился. На нем снижается ликвидность торгов, уменьшается число компаний в листинге акций, ощущается дефицит внутренних инвестиционных ресурсов. Сложившаяся структура собственности биржи с доминированием в ней государственных организаций и иностранных портфельных инвесторов и с близкой к нулю долей частных внутренних участников рынка представляет собой серьезный риск как для развития конкуренции и инновационной деятельности российских посредников, так и с точки зрения контроля за центральным депозитарием – главным хранителем информации о правах собственности на ценные бумаги российских эмитентов.

#### *4.2.2. Основные показатели деятельности центрального депозитария и клирингового центра*

Создание объединенной биржи позволило сформировать на базе расчетной палаты ММВБ, бывших расчетных депозитариев НП «Национальный депозитарный центр» (НДЦ) и ЗАО «Депозитарно-клиринговая компания» (ДКК) центральный депозитарий. В соответствии с приказом Федеральной комиссии по рынку ценных бумаг (ФСФР) России от 6 ноября 2012 г. № 12-2761/ПЗ-И данный статус получила небанковская кредитная организация «Закрытое акционерное общество «Национальный расчетный депозитарий» (НРД)». В 2016 г. собственный капитал НРД, рассчитанный в соответствии с требованиями Базеля III, составлял 8,8 млрд руб. по сравнению с 11,3 млрд руб. в 2015 г., снизившись на 22,1%. Стоимость ценных бумаг, находящихся на хранении в НРД, увеличилась с 31 трлн руб. в 2015 г. до 36 трлн руб. в 2016 г., т.е. на 16,1%.

За прошедшие несколько лет НРД удалось реализовать ряд значимых проектов. Им был получен официальный статус «приемлемого депозитария» согласно правилу Комиссии по ценным бумагам и биржам США № 17f7 Закона об инвестиционных компаниях 1940 г., что позволяет использовать его для хранения активов крупнейших американских институциональных инвесторов. В депозитарии были открыты счета глобальных расчетных систем Euroclear Bank S.A./N.V. и Clearstream Banking S.A.,



а также центральных депозитариев Армении, Белоруссии, Казахстана и Украины. В 2015 г. Euroclear Bank S.A./N.V. и Clearstream Banking S.A. стали миноритарными акционерами НРД. Установление корреспондентских отношений с двумя крупнейшими международными расчетными системами (Euroclear Bank S.A./N.V. и Clearstream Banking S.A.) позволило осуществить поэтапную либерализацию доступа нерезидентов на внутренний рынок ценных бумаг российских эмитентов.

На основании поправок в Федеральный закон «О рынке ценных бумаг», внесенных Федеральным законом от 21.20 июля 2014 г. № 218-ФЗ «О внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации», на фондовом рынке началась реформа системы обслуживания корпоративных событий с помощью электронного документооборота. НРД предпринимает активные шаги по созданию центра корпоративной информации, который позволит качественно повысить прозрачность информации о ценных бумагах и их эмитентах. В 2016 г. при обслуживании корпоративных событий была внедрена технология блокчейн.

С 6 февраля 2013 г. НРД стал выполнять функции репозитария, регистрирующего внебиржевые сделки с различными внебиржевыми финансовыми инструментами. В настоящее время это преимущественно сделки своп и РЕПО. Создание подобных структур предусмотрено решениями G-20 в Питсбурге в 2009 г. как одна из мер по борьбе с системными рисками. В 2016 г. в репозитарии было зарегистрировано внебиржевых сделок на сумму 403,7 трлн руб. по сравнению с 441,3 трлн руб. в 2015 г., т.е. по стоимости объем сделок сократился на 8,5%. При этом число сделок выросло с 454,0 тыс. до 2430,9 тыс., или в 5,4 раза.

Тем не менее ключевая цель, достижению которой должно было, по замыслу законодателей, помочь создание центрального депозитария, пока достигнута не в полной мере. Дело в том, что в соответствии с Федеральным законом от 7 декабря 2011 г. № 414-ФЗ «О центральном депозитарии» данная структура была наделена особой привилегией, а именно правом на открытие счета номинального держателя в реестрах владельцев именных ценных бумаг. На центральный депозитарий возлагалась обязанность открыть счета номинального держателя во всех открытых акционерных обществах, что должно было способствовать постепенному вовлечению акций данных компаний на публичный фондовый рынок. По нашим оценкам, решить данную задачу пока не удалось.

НРД не публикует статистику о том, в реестрах какого количества акционерных обществ им открыт лицевой счет номинального держателя. Из отчетности депозитария за 2013 г. известно, что по состоянию на

31 декабря 2013 г. счета номинального держателя были открыты им в реестрах более 1200 эмитентов. По нашим оценкам на основе публикуемого НРД перечня ценных бумаг, по которым центральному депозитарию открыты номинальные счета, по состоянию на 26 марта 2017 г. данная цифра сократилась до 1140 акционерных обществ, т.е. на 5,0%. Это значит, что из общего числа примерно 27 тыс. открытых акционерных обществ, по данным СПАРК «Интерфакса» на 2015 г., часть из которых уже успела преобразоваться в ПАО, акции только 4% компаний приняты на обслуживание центральным депозитарием.

Другой дочерней структурой Московской биржи является АКБ «Национальный клиринговый центр (НКЦ)». С ноября 2011 г. НКЦ осуществляется клиринг на фондовом, а с декабря 2012 г. – на срочном рынке. В октябре 2013 г. Банк России признал ЗАО «АКБ «Национальный клиринговый центр» единственным квалифицированным центральным контрагентом. Стратегическую задачу НКЦ видит в предоставлении участникам различных сегментов финансового рынка интегрированного клирингового обслуживания, предусматривающего использование единого обеспечения и ведение единых позиций участников в процессе их обслуживания на всех биржевых рынках Московской биржи и на внебиржевых рынках. Собственный капитал клирингового центра, рассчитанный по методике Базеля III, снизился с 54,3 млрд руб. в 2015 г. до 46,2 млрд руб. в 2016 г., или на 14,9%.

## 5. Инвесторы на российском финансовом рынке

### 5.1. Достижения и сложности в развитии коллективных инвестиций и пенсионных сбережений

Одним из основных препятствий для развития внутреннего фондового рынка является недостаточный уровень развития институциональных инвесторов (пенсионных и инвестиционных фондов и страховых организаций).

Начиная с 2004 г. в России происходил динамичный рост пенсионных накоплений (рис. 68). Благодаря действовавшему долгое время обязательному характеру отчислений в накопительную часть пенсии стоимость данных ресурсов выросла с 98 млрд руб. в 2004 г. до 4,1 трлн руб. в 2016 г. Формируемая в добровольном порядке система образования пенсионных резервов в НПФ начала работать почти на 10 лет раньше накопительной пенсии, однако развивалась она значительно медленнее и по своим масштабам заметно уступала накоплениям. Пенсионные резервы формировались преимущественно в фондах, контролируемых крупными

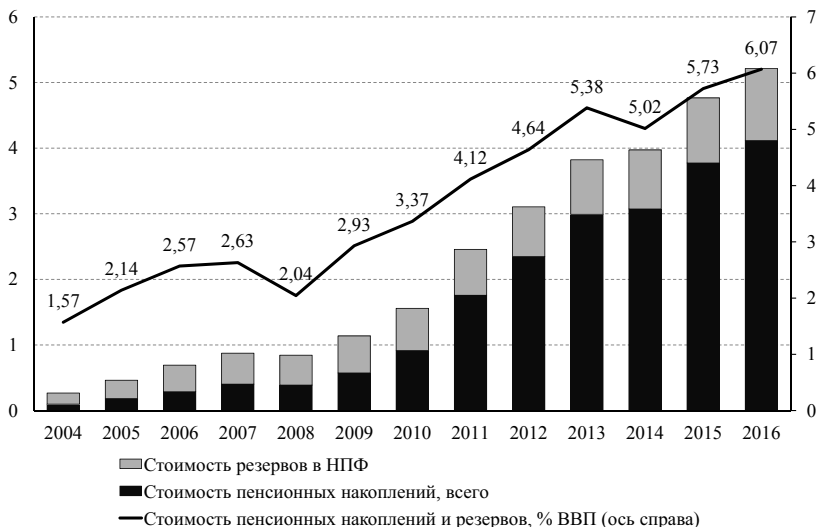


Рис. 68. Размеры пенсионных накоплений и резервов в 2004–2016 гг., трлн руб.

Источник: расчеты автора по данным Росстата, Банка России и ПФР.

корпорациями, и за счет взносов последних. Несмотря на наличие налоговых льгот по НДФЛ, физические лица самостоятельно практически не участвуют в формировании пенсионных резервов.

Стоимость пенсионных резервов в НПФ выросла со 170 млрд руб. в 2004 г. до 1,1 трлн руб. в 2016 г. В сумме стоимость пенсионных накоплений и резервов составляла в 2016 г. около 6,1% ВВП. Данный размер пенсионных резервов в России заметно выше, чем в Индии и Китае, что могло бы стать основой конкурентоспособности внутреннего фондового рынка. Однако динамичный рост пенсионных накоплений был остановлен из-за замораживания отчислений в накопительную часть пенсионной системы в 2014–2017 гг.

В 2014 г. начался процесс акционирования НПФ, обслуживающих обязательные пенсионные накопления, вступления данных фондов в систему гарантирования сохранности пенсионных накоплений и проведения массовой ревизии их финансовой стабильности. В 2015 г. в отрасли негосударственных пенсионных фондов происходил процесс дальнейшей централизации бизнеса. По данным «Обзора ключевых показателей некредитных финансовых организаций Банка России», количество НПФ, управлявших пенсионными резервами, сократилось со 103 в сентябре 2015 г. до 77 в сентябре 2016 г., или на 25,2%. За тот же период времени количество НПФ, управляющих пенсионными накоплениями, уменьшилось с 78 до 43, или на 44,9%. Все 43 фонда были участниками системы гарантирования вкладов, число застрахованных лиц в данных фондах составляло 29,9 млн человек.

В условиях замораживания формирования новых пенсионных накоплений, начавшей действовать с 2014 г., наблюдалась тенденция опережающего роста накоплений в НПФ, являющихся частными структурами, за счет перевода гражданами в них накоплений из Пенсионного фонда РФ, которые находились под управлением Государственной управляющей компании (ВЭБа). Стоимость пенсионных накоплений в НПФ выросла с 1,1 трлн руб. в 2013 г. до 2,1 трлн руб. в 2016 г., или на 91,0%. За тот же период времени стоимость пенсионных накоплений в ВЭБе, несмотря на регулярный инвестиционный доход, практически не изменилась, составляя 1,9 трлн руб. (рис. 69). То есть часть накоплений от ВЭБа была переведена гражданами в НПФ. Это свидетельствует о том, что, несмотря на волатильность рынка и относительно низкий уровень доверия граждан к негосударственным финансовым организациям, в период замораживания пенсионных накоплений они предпочли передать свои накопления частным финансовым организациям, опасаясь их изъятия в страховую часть пенсии. Таким образом, почти 30 млн застрахованных лиц выразили свою готовность к осуществлению программы долгосрочных сбережений.

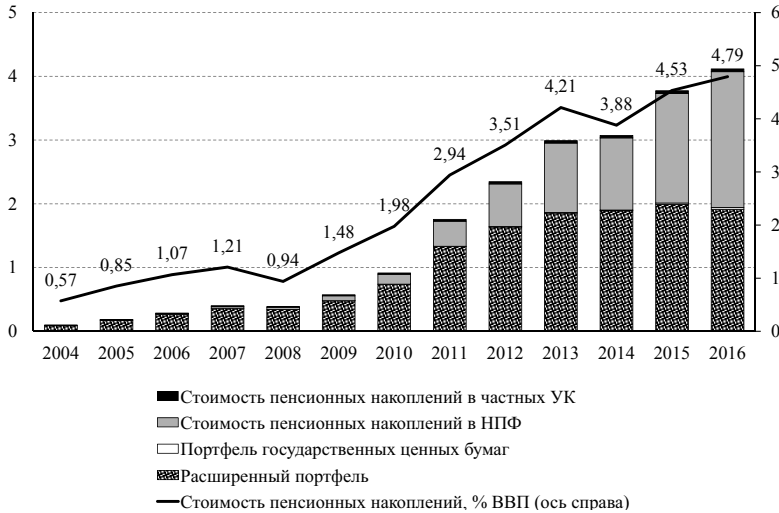


Рис. 69. Состав пенсионных накоплений в 2004–2016 гг., трлн руб.

Источник: расчеты автора по данным Росстата, Банка России и ПФР.

Данные о структуре портфеля пенсионных накоплений НПФ в табл. 38 показывают, что значительная часть их вложений приходится на акции и облигации российских эмитентов. Стоимость пенсионных накоплений, направленных на инвестиции в акции, выросла с 76,5 млрд руб. в 2014 г. до 371,3 млрд руб. в 2016 г., или в 4,9 раза. За тот же период времени вложения в корпоративные облигации увеличились с 445,1 млрд до 1078,1 млрд руб., или в 2,4 раза. В результате доля в портфеле пенсионных накоплений НПФ акций выросла с 6,7 до 17,3%, корпоративных облигаций – с 39,1 до 50,2%. При этом на биржевом рынке акций и облигаций НПФ являются участниками не денежного рынка, а рынка долгосрочного капитала.

В составе портфелей пенсионных резервов НПФ вложения в акции выросли с 228,1 млрд руб. в 2014 г. до 284,2 млрд руб. в 2016 г., или на 24,6%, инвестиции в корпоративные облигации – с 199,6 млрд до 322,1 млрд руб., или на 61,4%. В части пенсионных резервов НПФ являются крупными инвесторами в инвестиционные паи преимущественно закрытых паевых инвестиционных фондов. Однако под воздействием усиления Банком России борьбы с манипуляциями оценкой паев закрытых ПИФов их вложения в данный инструмент снизились со 142,9 млрд руб. в 2014 г. до 127,6 млрд руб. в 2016 г., или на 10,7%.

Таблица 38

**Объем и структура портфеля пенсионных накоплений НПФ  
в 2014–2016 гг.**

	2014		2015		2016	
	млн руб.	%	млн руб.	%	млн руб.	%
Денежные средства и депозиты	386 567	34,0	409 254	23,6	365 498	17,0
В том числе:						
на текущих счетах	27 112	2,4	75 544	4,4	131 567	6,1
депозиты	359 456	31,6	333 710	19,2	233 930	10,9
Акции	76 497	6,7	224 181	12,9	371 260	17,3
Корпоративные облигации	445 120	39,1	816 478	47,1	1 078 142	50,2
Федеральные облигации	26 845	2,4	86 834	5,0	152 089	7,1
Региональные облигации	64 155	5,6	72 752	4,2	64 132	3,0
Иностранные ценные бумаги	3 626	0,3	1 620	0,1	2 298	0,1
Ипотечные ценные бумаги	83 033	7,3	90 713	5,2	80 114	3,7
Прочие активы	52 396	4,6	32 528	1,9	35 194	1,6
<b>Итого</b>	<b>1 138 240</b>	<b>100,0</b>	<b>1 734 359</b>	<b>100,0</b>	<b>2 148 726</b>	<b>100,0</b>

Источник: расчеты автора по данным Банка России.

Таблица 39

**Структура портфеля пенсионных резервов НПФ в 2014–2016 гг.**

	2014		2015		2016	
	млн руб.	%	млн руб.	%	млн руб.	%
Денежные средства и депозиты	175 317	19,4	162 753	16,3	136 451	12,3
В том числе:						
на текущих счетах	5 351	0,6	7 821	0,8	6 108	0,5
депозиты	169 966	18,8	154 932	15,5	130 343	11,7
Акции	228 137	25,2	234 563	23,4	284 173	25,6
Корпоративные облигации	199 615	22,1	243 225	24,3	322 100	29,0
Федеральные облигации	6 914	0,8	31 355	3,1	56 747	5,1
Региональные облигации	24 729	2,7	36 042	3,6	28 848	2,6
Иностранные ценные бумаги	25 475	2,8	28 208	2,8	22 760	2,0
Ипотечные ценные бумаги	16 716	1,8	21 796	2,2	37 390	3,4
Прочие активы	83 927	9,3	75 787	7,6	94 265	8,5
Инвестиционные паи ПИФ	142 878	15,8	165 550	16,5	127 571	11,5
Недвижимость	1 292	0,1	1 144	0,1	1 222	0,1
<b>Итого</b>	<b>905 000</b>	<b>100,0</b>	<b>1 000 422</b>	<b>100,0</b>	<b>1 111 528</b>	<b>100,0</b>

Источник: расчеты автора по данным Банка России.

Как показано в *табл. 40*, почти за 10 лет начиная с 2007 г. пенсионные накопления стали играть существенную роль в качестве источников финансирования корпоративных и региональных облигаций. Их доля в структуре источников корпоративных облигаций выросла с 0,8% в 2007 г. до 11,9% по итогам 6 месяцев 2016 г. На рынке региональных облигаций данный показатель увеличился соответственно с 2,0 до 10,8%. По доле в источниках финансирования негосударственных облигаций накопления в НПФ достигли уже среднего уровня, характерного для стран – членов ОЭСД. В инструментах денежного рынка, в государственных ценных бумагах и в акциях российских эмитентов уровень участия накопительных портфелей НПФ пока не превышает 1,0%.

*Таблица 40*

**Доля пенсионных накоплений НПФ в различных классах финансовых активов в России в 2007–2016 гг.**

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	6 мес. 2016
Депозиты в банках	0,01	0,04	0,2	0,2	0,5	1,2	1,4	1,0	0,9	1,0
Корпоративные облигации	0,8	0,9	1,1	2,5	5,1	5,5	7,6	6,7	10,0	11,9
Государственные ценные бумаги	0,4	0,4	0,5	0,6	0,7	1,2	1,4	1,2	1,3	1,0
Региональные облигации	2,0	1,7	2,2	3,0	5,6	10,7	12,5	12,0	12,5	10,8
Акции	0,02	0,04	0,03	0,04	0,1	0,1	0,2	0,4	0,8	0,8

*Источник:* расчеты автора по данным Банка России, Cbonds и Московской биржи.

Сохранявшаяся в 2016 г. неопределенность в судьбе пенсионных накоплений была одной из ключевых проблем фондового рынка. Серьезным ограничителем роста стало замораживание пенсионных накоплений в 2014–2016 гг., в результате чего в портфели пенсионных накоплений в НПФ и управляющих компаний не поступило примерно 1 трлн руб., перераспределенных в пользу федерального бюджета. Разработка альтернативного пенсионным накоплениям варианта формирования квазиобязательных пенсионных сбережений в виде индивидуального пенсионного капитала (ИПК) идет медленно. Открытыми остаются несколько вопросов: насколько новая система будет эффективнее действующего механизма пенсионных накоплений; насколько системе ИПК удастся избежать проблем в области портфельного управления, с которыми сталкиваются НПФ<sup>1</sup>, а также удастся ли

<sup>1</sup> К таким проблемам, по нашему мнению, относятся: отсутствие публичной информации о показателях риска портфелей пенсионных накоплений в НПФ; раскрытие с 15-месячным лагом информации о чистой доходности портфелей НПФ; недостаточная эффективность

ей добиться столь же широкого охвата занятого населения, который был достигнут в прежней системе. В любом случае важным условием роста пенсионных накоплений является стабильность и прозрачность правил игры для населения и финансовых посредников, чего пока добиться не удастся, несмотря на очевидные позитивные сдвиги в действующей системе регулирования и надзора за деятельностью НПФ и управляющих компаний.

С середины 2015 г. наблюдался устойчивый рост другой формы коллективных инвестиций – открытых паевых инвестиционных фондов (ПИФов), что отражено на *рис. 70* и *71*<sup>1</sup>. Стоимость чистых активов открытых ПИФов выросла со 110,2 млрд руб. в 2015 г. до 130,8 млрд руб. в 2016 г., или на 18,7%. Стоимость чистых активов интервальных ПИФов за тот же период времени, наоборот, уменьшилась с 23,1 млрд до 18,1 млрд руб., или на 21,4%. Это объясняется тем, что частные инвесторы предпочитали выводить средства из менее ликвидных паев интервальных ПИФов, перекладывая средства в открытые ПИФы. С 2015 по 2016 г. стоимость чистых активов закрытых паевых инвестиционных фондов, в которых, как правило, держатся кэптивные инвестиции, выросла с 2,2 трлн до 2,4 трлн руб., или на 8,1%.

В то же время рост активов открытых и закрытых ПИФов за прошедший год опирался не на какие-либо качественные изменения в индустрии коллективных инвестиций, а, скорее, на относительно благоприятные внешние условия на финансовом рынке. Данный рост не превышал номинальных темпов роста экономики в целом, в результате чего доля активов открытых ПИФов в 2015–2016 гг. оставалась практически без изменения на уровне 0,16–0,17% ВВП, а у закрытых ПИФов она незначительно выросла с 2,70 до 2,83% ВВП (*рис. 70*).

С июля 2015 г., впервые после кризиса 2008 г., наблюдается устойчивый приток новых средств частных инвесторов в открытые и интервальные ПИФы (*рис. 72*). Наиболее популярными ПИФами у розничных инвесторов за это время стали открытые ПИФы облигаций, которые в условиях стагнации депозитных ставок в банках в 2015–2016 гг. позволили получать доходность в среднем более высокую, чем банковские депозиты. С декабря 2016 г. приток новых средств наблюдается в открытые ПИФы акций благодаря высокой доходности, показанной индексами РТС и ММВБ в 2016 г.

---

управления портфелями НПФ, прежде всего из-за пассивного использования преимуществ международной диверсификации и преобладания шорт-термизма в управлении портфелями; недоступность для общественности информации о структуре портфелей пенсионных накоплений НПФ в разрезе отдельных выпусков ценных бумаг; отсутствие контроля за размыванием средств на индивидуальных пенсионных счетах участников пенсионной системы. Данные проблемы были изложены в докладе [47; 48].

<sup>1</sup> Подробнее об этом см.: [49].



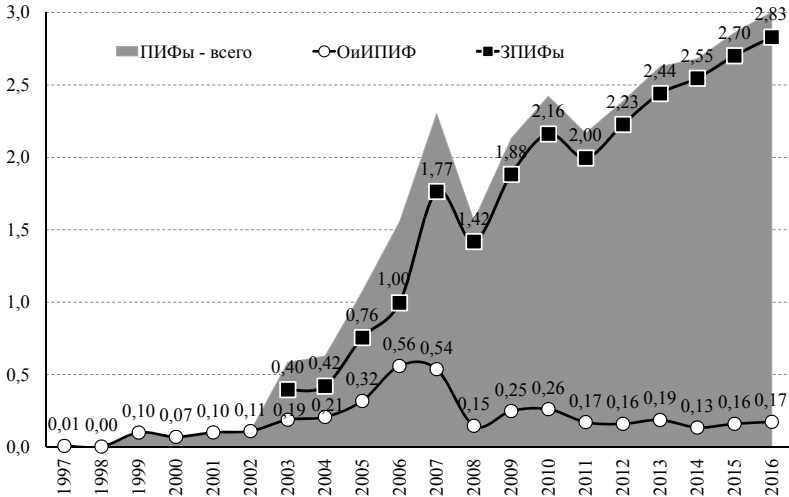


Рис. 70. Относительный размер стоимости активов паевых инвестиционных фондов, % ВВП

Источник: расчеты автора по данным НЛЮ и Банка России.

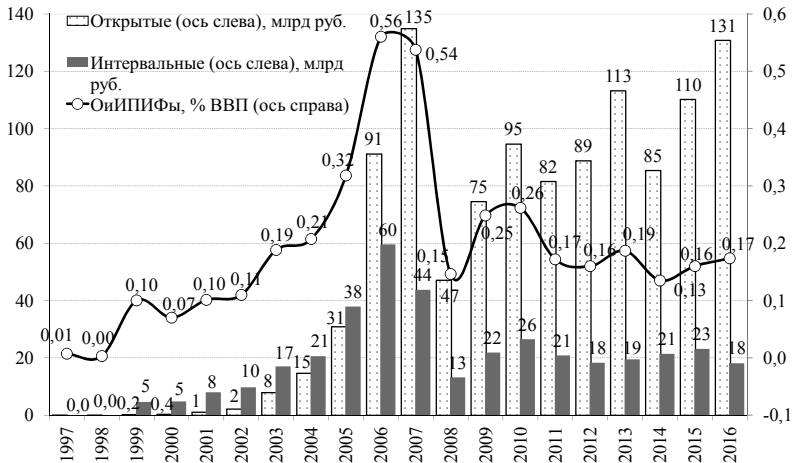


Рис. 71. Относительные и абсолютные размеры открытых и интервальных ПИФов

Источник: расчеты автора по данным Росстата, НЛЮ и Банка России.

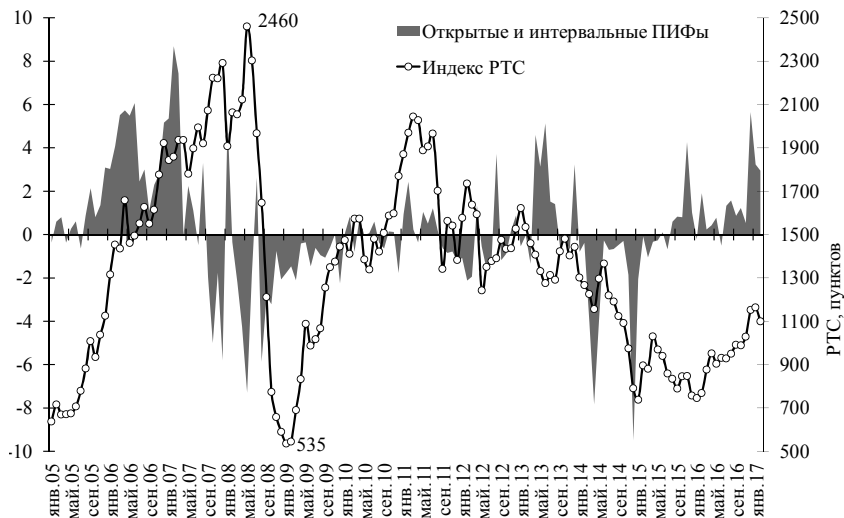


Рис. 72. Баланс продаж открытых и интервальных ПИФов (млрд руб.) и индекс РТС с января 2005 г. по февраль 2017 г.

Источник: расчеты автора по данным НЛУ и Московской биржи.

Однако пока еще рано говорить о возрождении коллективных инвестиций в России. Препятствиями для их роста являются слабый уровень развития инфраструктуры, устаревшие практики продаж и маркетинга, наличие законодательных ограничений для инвестирования в ПИФы пенсионных накоплений, недостаточный уровень доверия и финансовой грамотности населения. Неблагоприятным обстоятельством для развития коллективных инвестиций является и низкий уровень присутствия внутренних частных финансовых организаций в качестве собственников Московской биржи (см. раздел 4.2.1)<sup>1</sup>.

Раз в два года авторитетная аналитическая группа Morningstar публикует рейтинг 25 стран с точки зрения привлекательности их рынков коллективных инвестиций для частных инвесторов – Global Fund Investor Experience Study (GFIES) [52]. В данном рейтинге рынок взаимных фондов оценивается по четырем критериям: регулирование и налогообложение; раскрытие информации; вознаграждения и издержки инвесторов; продажи

<sup>1</sup> Перечень необходимых ключевых реформ в области коллективных инвестиций был обоснован нами в разделе 4.4 «Развитие коллективных инвестиций» монографии, посвященной институциональным инвесторам [50].

и маркетинг. Россия не входит в перечень данных стран. В рейтинге 2015 г. лучшими юрисдикциями для коллективных инвесторов были признаны США, Республика Корея, Нидерланды, Тайвань и Великобритания.

Данный рейтинг позволяет выявить лучшие практики коллективных инвестиций с точки зрения привлекательности инвестиционных фондов для частных инвесторов. Они включают наличие льготного режима налогообложения дохода на капитал владельцев инвестиционных паев; низкий уровень издержек по управлению фондами за счет поддержания высокого уровня конкуренции между управляющими компаниями, в том числе отсутствие надбавок и скидок при выдаче-погашении паев; полное раскрытие инвесторам информации о размере вознаграждения и издержек за несколько лет; наличие правила «soft-dollar arrangements», предполагающего отсутствие дополнительных скрытых комиссий брокеров, исполняющих заявки управляющих портфелями ПИФов; раскрытие информации о составе и структуре портфеля на ежеквартальной основе; публикация информации о личности портфельного управляющего и доля менеджмента фонда в его активах; продажа инвестиционных фондов разных управляющих компаний брокерами и паевыми супермаркетами; применение фидуциарных стандартов деятельности инвестиционных советников и другие нормы, обеспечивающие защиту интересов частных инвесторов на рынке коллективных инвестиций. К сожалению, большая часть перечисленных норм пока не находит применения на российском рынке коллективных инвестиций.

## 5.2. Привлечение средств частных инвесторов

Резервом роста накоплений является поддержание высокой нормы сбережений домашних хозяйств и реструктуризации данных сбережений в пользу более долгосрочных источников инвестирования. Масштабные модернизации во многих странах предполагали опору на внутренние финансовые ресурсы. Как показано на *рис. 73*, норма сбережений домашних хозяйств в России, оцениваемая Росстатом<sup>1</sup>, хотя и уступает «азиатским тиграм» (Китаю, Индии и Сингапуру), однако является относительно

---

<sup>1</sup> Согласно методике Росстата по России сбережения включают прирост (уменьшение) вкладов, приобретение ценных бумаг, изменение средств на счетах индивидуальных предпринимателей, изменение задолженности по кредитам, приобретение недвижимости, покупку населением скота и птицы. Не включаются в их состав валютные депозиты населения в банках, запасы наличных рублей, суммы пенсионных резервов и накоплений.

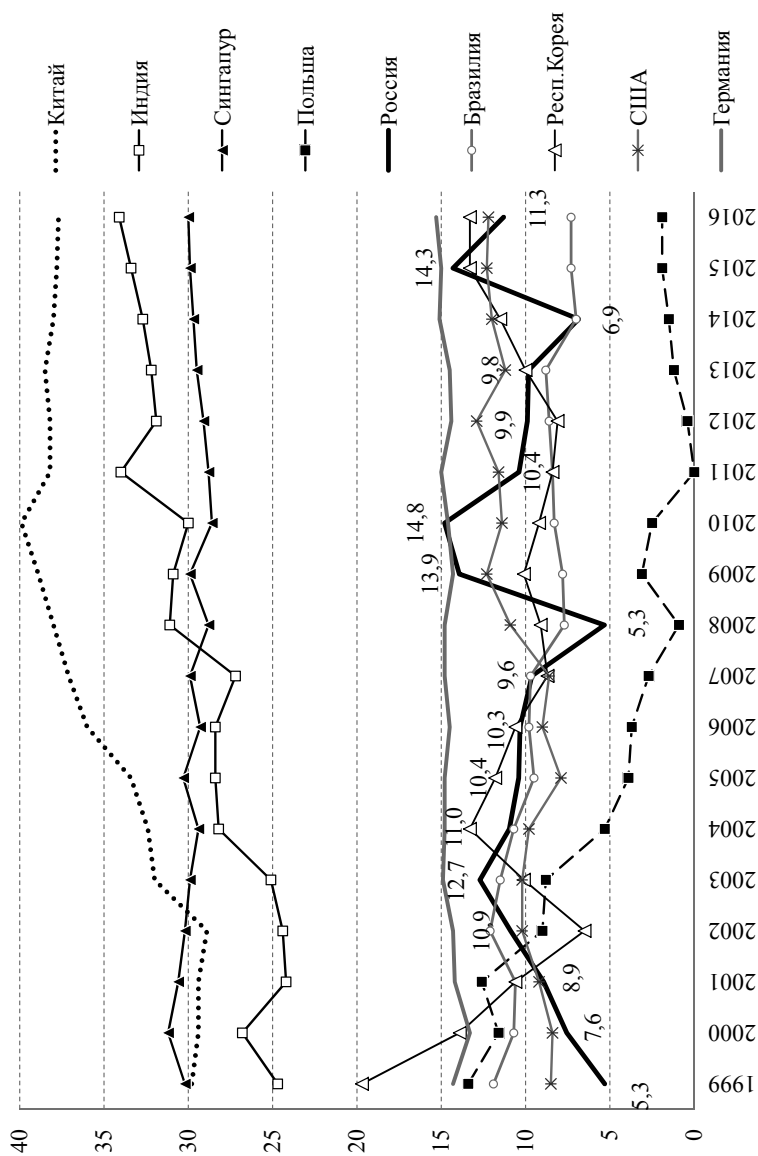
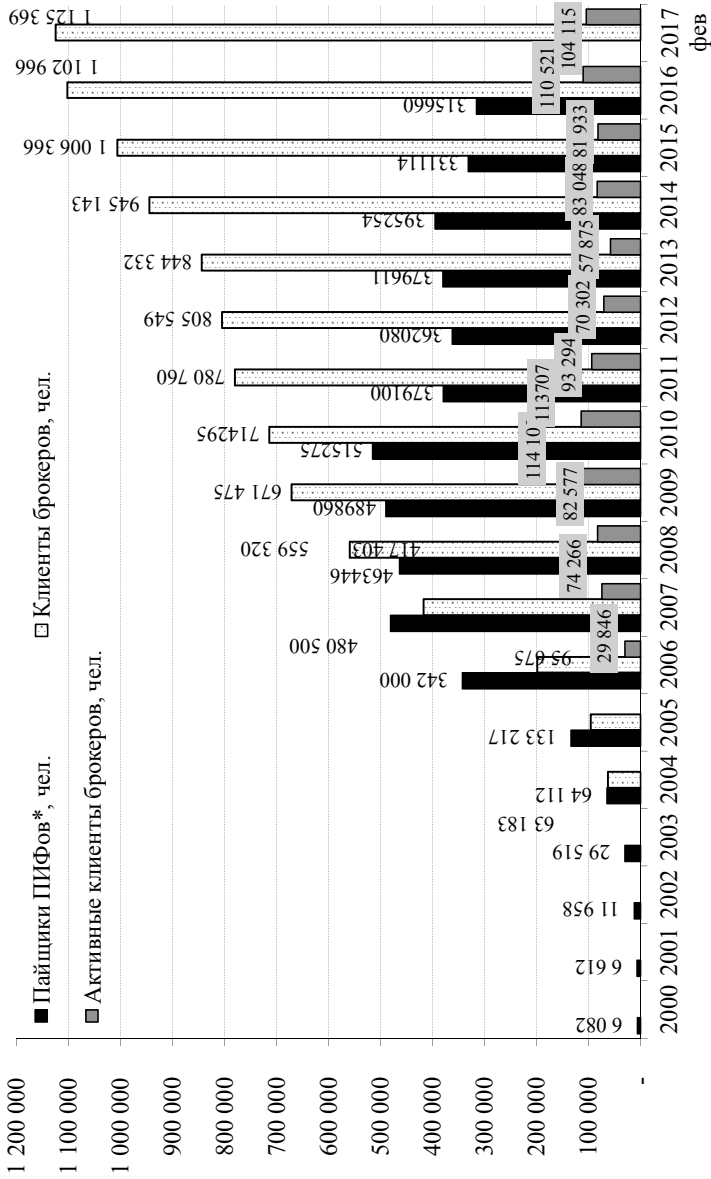


Рис. 73. Норма сбережений домашних хозяйств, % к располагаемому доходу в 1999–2016 гг.  
 Источник: расчеты автора по данным Passport – Euromonitor International и Росстата по России.



\* Данные за февраль 2017 г. отсутствуют.

Рис. 74. Число рыночных розничных клиентов УК и брокеров

Источник: расчеты автора по данным Московской биржи, НЛУ и «Эксперта РА».

высокой на фоне развитых стран, развивающихся стран Восточной Европы, Латинской Америки и Республики Корея. В 2015 г. норма сбережений домашних хозяйств в размере 14,3% располагаемого дохода была одной из самых высоких за период 1999–2016 гг. Снижение данного показателя в 2016 г. до 11,3% отражало рост пессимизма населения по поводу перспектив роста реальных доходов. Согласно исследованию Центра социологических исследований РАНХиГС, число россиян, имеющих накопления, снизилось в 2016 г. до 40% по сравнению с 55% – показателем, зафиксированным в опросах по итогам 2015 г. По словам авторов исследования, отказ от накоплений произошел в начале 2016 г., что было связано с ухудшением материального положения респондентов [51].

В этих условиях появление новых инвестиционных продуктов и услуг на внутреннем финансовом рынке вряд ли может повлиять на рост нормы сбережений населения. Повышение предложения на рынке капитала может быть связано лишь с изменением внутренней структуры сбережений домашних хозяйств, например, с уменьшением сбережений в виде наличной валюты, депозитов в банках или с сокращением задолженности по кредитам, например, в пользу пенсионных сбережений и полисов страхования жизни, вложений в форме коллективных инвестиций.

На рис. 74 приводятся данные о количестве счетов индивидуальных инвесторов у брокеров и числе лицевых счетов в реестрах владельцев инвестиционных паев ПИФов. С декабря 2015 г. по февраль 2017 г. общее количество счетов розничных клиентов брокеров на Московской бирже выросло с 1,01 млн до 1,13 млн, или на 12,0%. За это же время число активных счетов клиентов биржевых брокеров увеличилось с 81,9 тыс. до 104,1 тыс., или на 27,1%. По оценкам агентства «Эксперт РА», число рыночных розничных инвесторов ПИФов уменьшилось с 331,1 тыс. до 315,7 тыс., или на 4,6%.

Самым примечательным событием в сфере частных сбережений в 2014–2016 гг. стало принятие революционных поправок в законодательство, предусматривающих введение с 1 января 2013 г. существенных льгот по НДФЛ при налогообложении доходов по ценным бумагам при сроке владения ими не менее трех лет, а с 1 января 2015 г. – льгот по взносам граждан на так называемые индивидуальные инвестиционные счета (ИИС)<sup>1</sup>.

---

<sup>1</sup> По своему статусу данные счета являются аналогом двух инвестиционных механизмов, популярных во многих странах: индивидуальных пенсионных счетов (IRAs), распространенных в США, Польше, Республике Корея, Канаде и в других странах, а также индивидуальных сберегательных счетов (ISAs), применяемых в Великобритании. При этом в силу

В соответствии с Федеральным законом от 28 декабря 2013 г. № 420-ФЗ «О внесении изменений в статью 27.5-3 Федерального закона «О рынке ценных бумаг» и части первую и вторую Налогового кодекса Российской Федерации» доходы от инвестирования во вновь приобретаемые ценные бумаги освобождаются от налогов, если физическое лицо владело ими три года и более. Предельный размер вычета из налоговой базы составляет 3 млн руб. за каждый год пребывания ценных бумаг (паев) в собственности. Льгота по НДФЛ не распространяется на доходы в виде дивидендов по акциям и купонных выплат по облигациям, за исключением случаев, когда лицо владеет данными ценными бумагами не напрямую, а через открытый паевой инвестиционный фонд. По этой причине наибольшую выгоду данная налоговая льгота приносит пайщикам открытых ПИФов, инвестирующим на длительный срок. Кроме того, в соответствии с Федеральным законом «О рынке ценных бумаг» и Налоговым кодексом РФ с 1 января 2015 г. граждане получили право открывать у брокеров и доверительных управляющих ИИС с льготным налогообложением по НДФЛ. Данный счет может пополняться на сумму до 400 тыс. руб. в год<sup>1</sup>.

По данным Московской биржи на конец февраля 2017 г., количество ИИС составило 209,3 тыс. по сравнению с 25,9 тыс. на конец мая 2015 г. (рис. 75). То есть за неполные два года число ИИС у брокеров и доверительных управляющих выросло в 8,1 раза. При этом лидерами по числу открытия ИИС являются четверка брокеров – структур крупнейших банков (Сбербанк, ВТБ 24, «Открытие», Альфа-банк). В феврале 2017 г. их доля в общем количестве ИИС на рынке составляла 56,7%. На долю четырех небанковских брокеров (БКС, «Финам», «Атон», «Алор») приходилось 36,3% ИИС. Как видно из рис. 75, с декабря 2015 г. отрыв банковских брокеров от небанковских по рассматриваемому критерию постоянно увеличивается.

В целях обеспечения сохранности средств частных инвесторов на ИИС в январе 2017 г. группой депутатов в Государственную Думу был внесен законопроект о системе страхования данных активов. Он предполагает, что в случаях аннулирования лицензии брокера, управляющего или депозитария и невозможности возврата активов клиентов на ИИС данные клиенты смогут вернуть стоимость своих активов в пределах 1,4 млн руб. за счет специального гарантийного фонда, управляемого уполномоченной организацией.

---

краткосрочности сбережений на ИИС в большей мере данный продукт похож на ISAs, чем на IRAs.

<sup>1</sup> Предполагается внесение в законодательство поправок об увеличении данной предельной суммы до 1 млн руб.

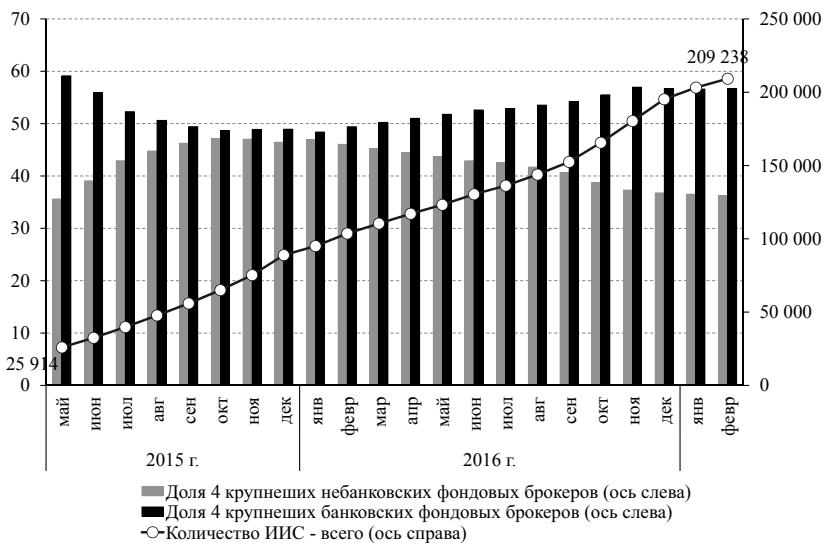


Рис. 75. Динамика индивидуальных инвестиционных счетов и конкуренция банковских и небанковских брокеров с мая 2015 г. по февраль 2017 г.

Источник: расчеты автора по данным Московской биржи.

Однако проблемой ИИС в их нынешнем виде является то, что они пока не стали альтернативой брокерским счетам с точки зрения удлинения горизонтов инвестирования и ограничения спекулятивных операций<sup>1</sup>. Их правовой статус позволяет совершать такие же спекулятивные операции, как маржинальные сделки, короткие (без покрытия) продажи ценных бумаг, кредитование за счет хранящихся на них активов спекулятивных сделок других клиентов<sup>2</sup>. Нередко имеет место механический процесс переоформления классических брокерских счетов в брокерские счета ИИС в целях получения налоговых льгот их владельцами. Все это говорит о необходимости тщательного мониторинга состава и структуры активов клиентов, хранящихся на ИИС, а также индикаторов оборачиваемости индивидуальных портфелей владельцев ИИС. В итоге предназначением ИИС по сравнению с классическими брокерскими счетами и счетами

<sup>1</sup> По данным НАУФОР, в 2016 г. приток новых денежных средств частных инвесторов на ИИС составил 20 млрд руб. по сравнению с 300 млрд руб., поступивших на классические брокерские счета [53].

<sup>2</sup> По нашим оценкам, средний владелец ИИС в настоящее время полностью обновляет свой индивидуальный портфель примерно в течение одной недели.



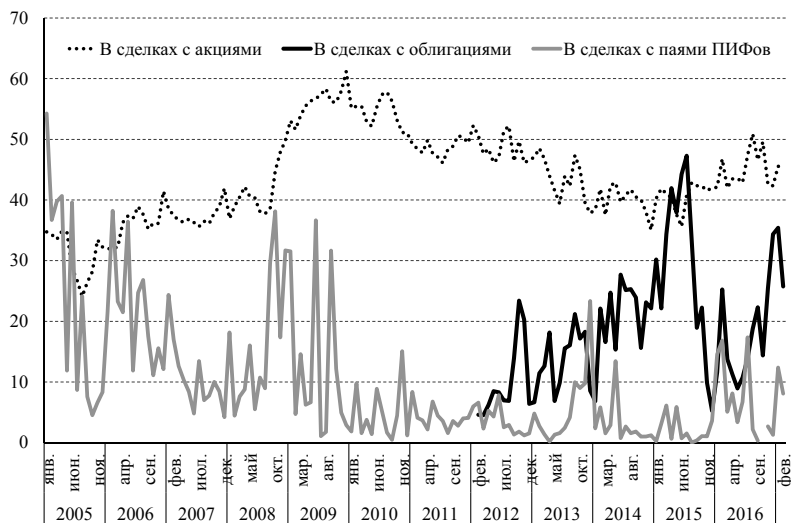


Рис. 76. Доля сделок физических лиц в общем объеме рыночных (аукционных) сделок на Московской бирже, %

Источник: расчеты автора по данным Московской биржи.

доверительного управления является то, чтобы вложения частных инвесторов становились более долгосрочными и безопасными.

Для разработки ИПК в России интересен опыт современной пенсионной реформы в Польше, где с 2018 г. предполагается введение новых корпоративных пенсионных планов (РПК) с автоматической подпиской, в рамках которых средства, аккумулируемые на индивидуальных счетах участников, будут поступать под управление Польского фонда развития (Polski Fundusz Rozwoju) [55].

Оценка текущей роли частных инвесторов на различных сегментах рынка Московской биржи приводится на рис. 76. Данные показывают, что в объеме рыночных (аукционных) сделок с акциями и облигациями физические лица уже сейчас играют важную роль на бирже, даже несмотря на то что сам по себе рыночный сегмент торгов очень мал по сравнению с общим объемом оборотов на бирже, включая денежный рынок. С декабря 2015 г. по февраль 2017 г. доля внутренних частных инвесторов в рыночном сегменте биржевых сделок с акциями увеличилась с 42,0 до 44,9%, сделок с облигациями – с 5,2 до 25,8%. Доля физических лиц в сделках с паями закрытых ПИФов на бирже в феврале 2017 г. составляла 8,1%.

Таким образом, опыт участия населения в торгах на бирже и практика ИИС демонстрируют готовность физических лиц более активно работать на фондовом рынке. Однако недостаточный уровень развития коллективных инвестиций не позволяет в полной мере использовать потенциал внутренних сбережений. В результате основная активность граждан на внутреннем фондовом рынке сосредоточивается на краткосрочных и спекулятивных сделках, что сопряжено со значительными рисками для данной категории инвесторов. Переключение частных инвесторов на более долгосрочные стратегии инвестирования требует реформирования моделей бизнеса финансовых посредников, введения новых стандартов их деятельности, повышения роли конкуренции на рынке финансовых услуг.

### 5.3. Деятельность банков на финансовом рынке

Традиционно банки играют двойственную роль на фондовом рынке. С одной стороны, они являются инвесторами в ценные бумаги и берут на себя жизненно важные функции для нормальной деятельности фондового рынка (маркетмейкеров, андеррайтеров, продавцов и инвестиционных консультантов). С другой стороны, занимаясь кредитованием бизнеса и привлекая депозиты населения, банки являются прямыми конкурентами фондового рынка.

В 2005–2016 гг. вложения банков в долговые ценные бумаги росли немного быстрее, чем стоимость портфеля банковских кредитов бизнесу (рис. 77 и 78). По сравнению с 2005 г. стоимость портфеля долговых ценных бумаг у банков выросла в 9 раз, в то время как кредитный портфель для бизнеса – в 8,2 раза. То есть активность банков на фондовом и кредитном рынках росла примерно одинаковыми темпами. При этом стоимость вложений банков в долевые инструменты за тот же период времени выросла всего в 1,6 раза, что свидетельствует о разумном действии системы регулирования, не допускающей чрезмерных вложений банков в акции как рискованные активы. Что касается депозитов населения, то они росли быстрее стоимости кредитов бизнесу и примерно теми же темпами, что и вложения банков в долговые инструменты. Можно предполагать, что в ближайшие годы по мере стабилизации инфляции рост депозитов населения может замедлиться, часть сбережений населения в форме банковских депозитов может трансформироваться в более долгосрочные пенсионные накопления и паевые фонды.

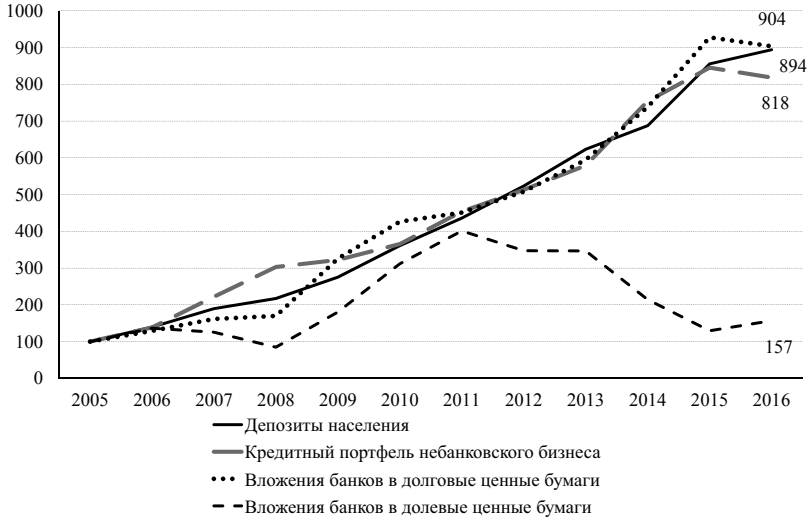


Рис. 77. Динамика отдельных видов активов и обязательств банковской системы, % (100% – 2005 г.)

Источник: расчеты автора по данным Банка России.

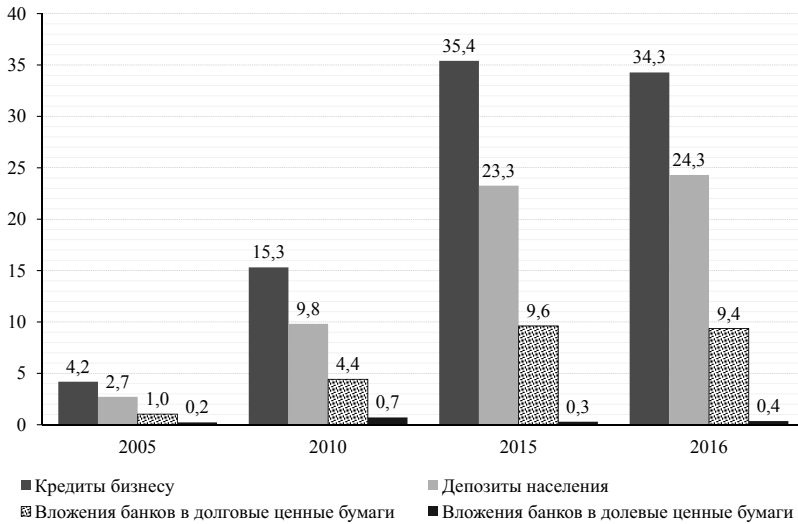


Рис. 78. Динамика отдельных видов активов и обязательств банковской системы, трлн руб.

Источник: расчеты автора по данным Банка России.

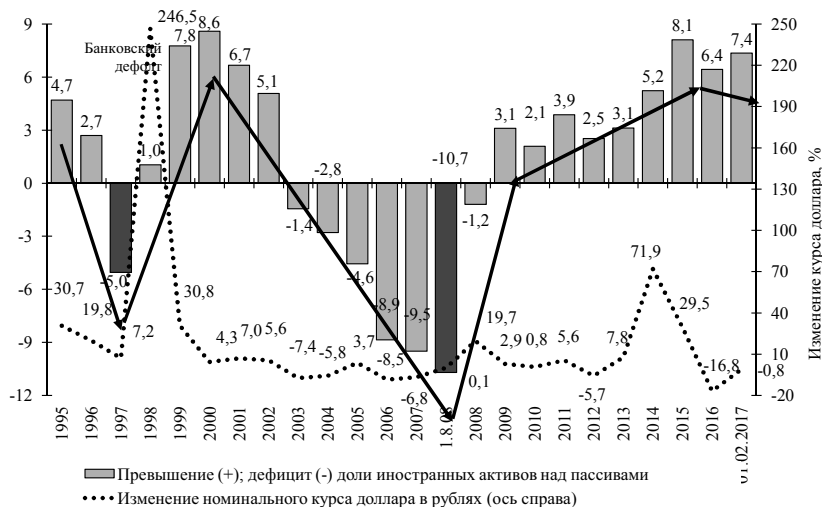


Рис. 79. Превышение (+) / дефицит (-) иностранных активов банков над пассивами (% от стоимости активов (пассивов) банков)

Источник: расчеты автора по данным Банка России.

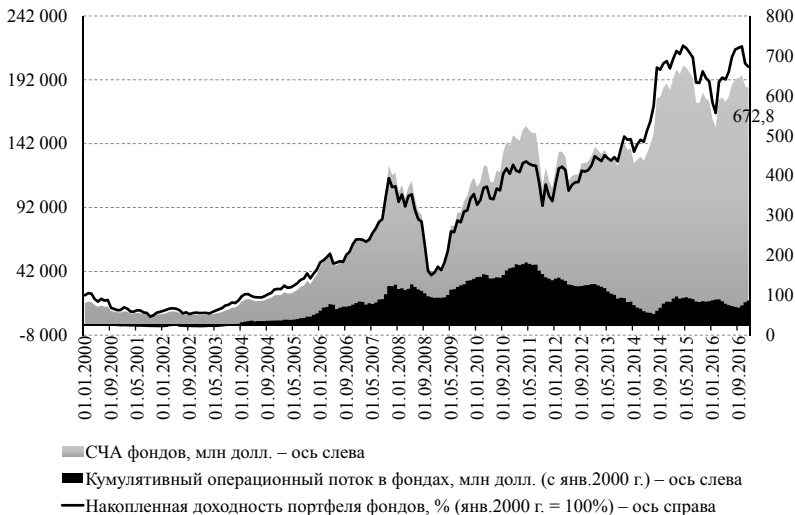
Стоимость портфеля кредитов бизнесу уменьшилась с 35,4 трлн руб. в 2015 г. до 34,3 трлн руб. в 2016 г., или на 3,1%. Объем депозитов населения за тот же период времени, наоборот, вырос с 23,3 трлн до 24,3 трлн руб., или на 4,3%. Стоимость портфеля долговых ценных бумаг в банках также уменьшилась с 9,6 трлн до 9,4 трлн руб., или на 2,1%.

В 2016 г. при сохранении высокой учетной ставки на уровне 10%, низкой инфляции в размере 5,4% и укреплении рубля на внутреннем финансовом рынке сложились благоприятные условия для сагу trade. Однако, как показано на рис. 79, банковская система сохраняла стабильность и не принимала участия в реализации данной спекулятивной стратегии. Об этом свидетельствует показатель превышения стоимости валютных активов банков над стоимостью их валютных обязательств перед нерезидентами, который в 2016 г. и в начале 2017 г. находился в зоне устойчиво позитивных значений. Напомним, что нарушение данного соотношения и накопление значительных чистых обязательств банков перед нерезидентами в 1998 г. и в августе 2008 г. приводило к кризисам в банковской сфере, когда при девальвации национальной валюты банки оказывались не в состоянии исполнять свои обязательства по краткосрочным валютным займам и депозитам перед нерезидентами.

## 5.4. Конкуренция за привлечение средств иностранных инвесторов

На многих развивающихся рынках иностранные портфельные инвесторы часто действуют по очень схожим сценариям. Их решения о притоках или оттоках средств в таких фондах принимаются исходя из общих циклических закономерностей и веса той или иной страны в глобальных фондовых индексах, а не индивидуальных особенностей экономик и эмитентов разных стран.

На *рис. 80* приводится сводная картина по размерам активов, денежному потоку и общей доходности портфелей иностранных фондов, инвестирующих в акции 8 крупнейших развивающихся экономик. С 2000 по 2010 г. инвесторы иностранных фондов, инвестирующих в развивающиеся рынки, наращивали свои вложения в данные фонды, с 2011 г. – преимущественно забирали средства назад. Однако активы фондов имеют тенденцию к росту, что достигается за счет роста накопленного



*Рис. 80.* Общие размеры, денежные потоки и накопленная доходность иностранных фондов, специализирующихся на инвестициях в Россию, Китай, Индию, Бразилию, ЮАР, Республику Корея, Индонезию и Мексику, с января 2000 г. по декабрь 2016 г.

*Источник:* расчеты автора по данным ресурса EPFR.

инвестиционного дохода. Вложения в сумме 100 долл., осуществленные в начале 2000 г., в конце 2016 г. стоили 672 долл. Это означает, что ежегодная доходность таких фондов в среднем за 17 лет составляла 11,9% годовых в долларах.

В 2016 г. стоимость активов иностранных фондов, инвестирующих в рассматриваемые 8 развивающихся стран, составляла 185,9 млрд долл. по сравнению со 175,3 млрд долл. по итогам 2015 г. При этом в 2016 г. инвесторы вывели из данных фондов 0,8 млрд долл.

Более детально все 8 развивающихся рынков, включая российский, рассматриваются на *рис. 81* и в *табл. 41*. Стоимость активов иностранных фондов, специализирующихся на инвестициях в российские акции, в 2016 г. составила 12,2 млрд долл. Размеры фондов, инвестирующих в Россию (Russia-EMEA-Equity), были выше, чем по Бразилии, Индонезии, ЮАР и Мексике, но значительно меньше фондов, инвестирующих в акции компаний из Китая, Индии и Республики Корея. За 17 лет – с января 2000 г. по 2016 г. – средняя доходность вложений в российские акции у иностранных фондов составила 11,3% годовых в долларах, что выше, чем в Бразилии, Китае, Республике Корея, но ниже, чем в Индонезии, Индии, ЮАР и Мексике.

Таблица 41

**Показатели иностранных инвестиционных фондов, инвестирующих в акции развивающихся рынков, за период с января 2000 г. по декабрь 2016 г.**

Страна	Стоимость чистых активов на 01.01.2000 г., млн долл.	Стоимость чистых активов на 31.12.2016 г., млн долл.	Баланс продаж акций (паев) фондов, млн долл.	Инвестиционный доход, млн долл.	Средняя годовая доходность за 2000–2016 гг. (сложный процент), % годовых
Россия	1 169	12 227	6 690	4 368	11,3
Бразилия	895	8 340	2 360	5 084	9,9
Индонезия	222	1 905	-16	1 699	16,6
Китай	3 679	36 566	-2 405	35 292	10,4
Республика Корея	3 622	17 724	1 370	12 732	9,0
Индия	5 907	101 043	19 754	75 382	14,9
ЮАР	500	3 667	-1 427	4 594	17,3
Мексика	1 226	4 435	-7 368	10 578	19,8
Всего	17 220	185 907	18 958	149 729	11,9

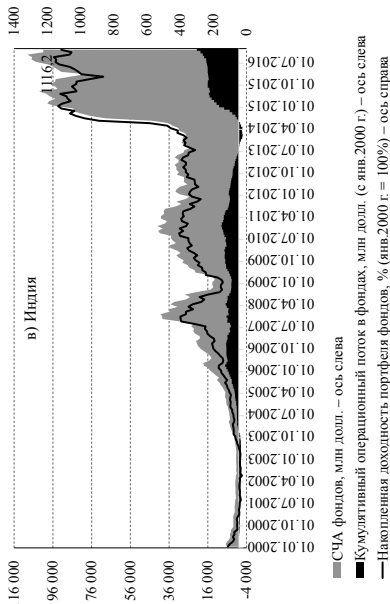
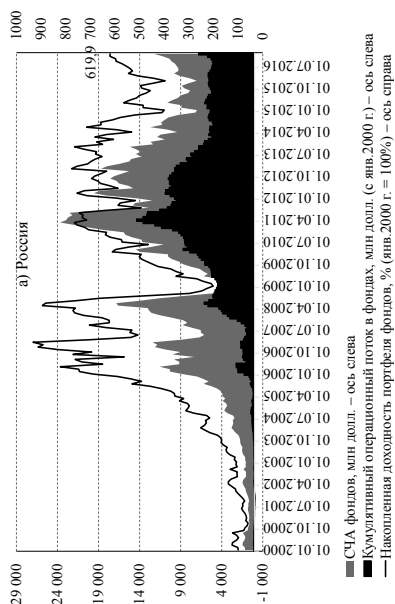
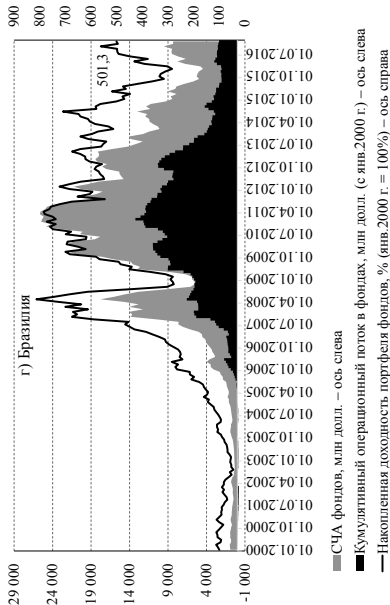
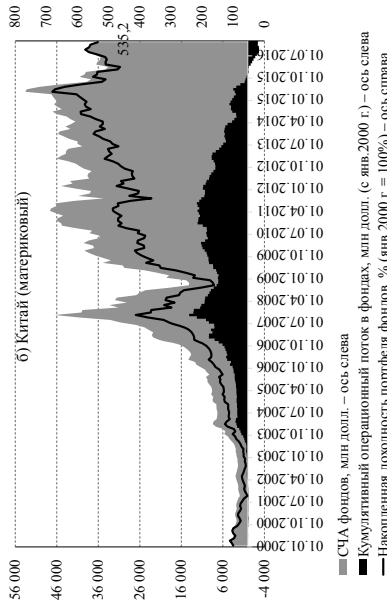
Источник: расчеты автора по данным ресурса EPFR.

В фонды, ориентированные на вложения в акции российских компаний, за период 2000–2016 гг. частные инвесторы внесли средств больше, чем вывели из них, баланс продаж акций (паев) данных фондов составляет 6,7 млрд долл. Аналогичная ситуация наблюдалась лишь в фондах, инвестирующих в Бразилию, Индию и Республику Корея. Из фондов других рассматриваемых развивающихся рынков инвесторы больше вывели средств, чем вложили. Однако по размеру инвестиционного дохода, заработанного фондами в течение 17 лет, Россия существенно уступает большинству рассматриваемых рынков, что свидетельствует о меньшей его привлекательности для иностранных инвесторов по сравнению с рынками конкурирующих стран.

С точки зрения притока новых средств инвесторов в иностранные фонды, специализирующихся на инвестициях в рассматриваемые рынки, 2016 г. был не самым удачным. Чистый денежный поток средств инвесторов в данные фонды по всем 8 рынкам составил лишь 0,5 млрд долл.

В данном случае Россия стала одним из лидеров среди развивающихся стран по притоку новых средств в иностранные фонды акций в сумме 1,2 млрд долл., уступив лишь Индии, где чистый приток средств составил 3,8 млрд долл. По бразильским фондам данный показатель составил всего 0,2 млрд долл., близким к нулю оказался показатель по фондам, инвестирующим в акции компаний из ЮАР и Индонезии. Чистый отток средств произошел в фондах, инвестирующих в Китай, в размере 2,2 млрд долл., в Республику Корея – 1,8 млрд долл. и в Мексику – 0,6 млрд долл.

Таким образом, в 2016 г. впервые за долгие годы произошел чистый приток средств инвесторов в иностранные фонды, инвестирующие в Россию. Однако пока данный приток является проявлением стратегии *safty trade* и не носит устойчивого характера. С точки зрения долгосрочных перспектив рост внутреннего рынка акций в России, вероятнее всего, будет опираться на внутренний инвестиционный спрос.





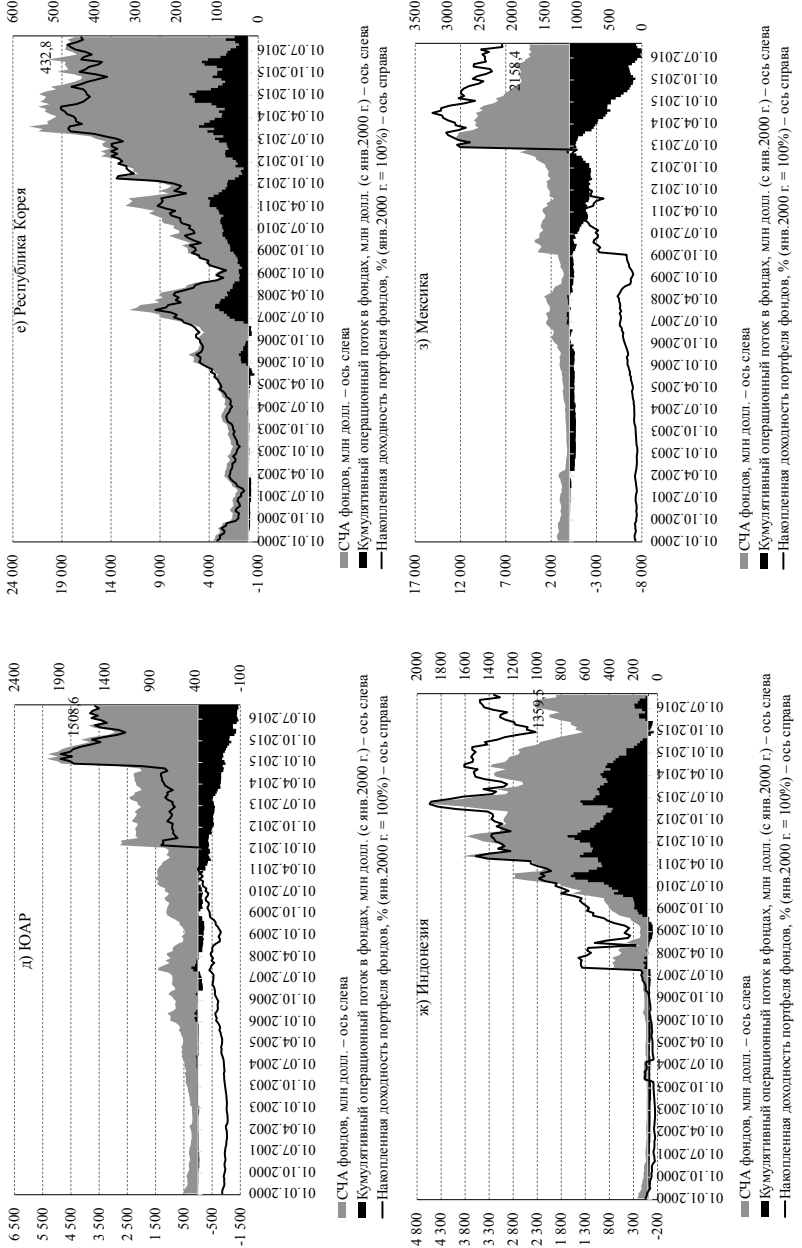


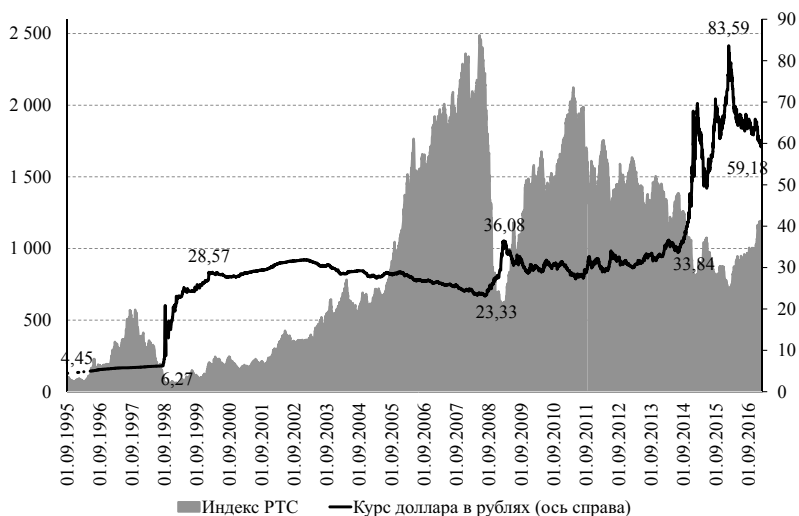
Рис. 81. Размеры, денежные потоки и накопленная доходность иностранных фондов, специализирующихся на инвестициях в Россию, Китай, Индию, Бразилию, ЮАР, Республику Корея, Индонезию и Мексику, с января 2000 г. по декабрь 2016 г.  
 Источник: расчеты автора по данным ресурса EPRF.

## 6. Риски российского финансового рынка на среднесрочную перспективу

В заключение остановимся на перечне наиболее существенных рисков российского фондового рынка на среднесрочную перспективу.

### 6.1. Риски девальвации рубля и их влияние на внутренние сбережения

Как показано на *рис. 82*, наибольшим риском для сохранности внутренних рублевых сбережений в России является регулярная девальвация национальной валюты. Как правило, девальвация рубля идет по одному и тому же сценарию. Снижение цены на нефть и отток капитала порождают внезапное обесценение рубля, а потом наступает период, длящийся 7–8 лет, когда рубль остается стабильным и даже немного укрепляется. Однако проблема заключается в том, что внезапные девальвации



*Рис. 82.* Индекс РТС (100 пунктов на 1 сентября 1995 г.) и валютный курс рубля (руб. за доллар) за период с 1 сентября 1995 г. до 27 января 2017 г.

*Источник:* расчеты автора по данным Банка России и Московской биржи.

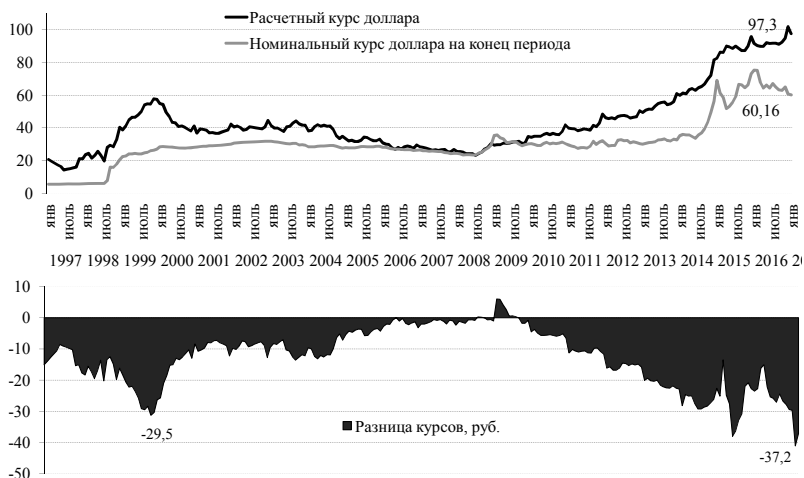


Рис. 83. Зависимость номинального курса доллара в рублях от расчетного курса, январь 1997 г. – январь 2017 г.

Источник: расчеты автора по данным Банка России и Минфина России.

обесценивают стоимость рублевых сбережений и к исходным значениям даже в период стабильности рубль она не возвращается.

Источником девальвации являются структурные диспропорции российской экономики, делающие рубль зависимым от внешнеэкономической конъюнктуры и поведения иностранных портфельных инвесторов.

В настоящее время (начало 2017 г.) финансовый рынок переживает цикл укрепления рубля с 83,59 руб. за доллар по состоянию на 22 января 2016 г. до 59,18 руб. на 27 января 2017 г. Поскольку структурные изменения в экономике даже при условии благоприятного сценария ее развития будут занимать достаточно длительное время, в среднесрочной перспективе сохраняются риски неблагоприятных внешних условий для курса рубля.

Долговременный опыт показывает, что в России фактический курс рубля часто следует за расчетным, определяемым путем деления величины денежной массы (M2) на стоимость золотовалютного резерва<sup>1</sup>. Опережающий рост расчетного курса по сравнению с официальным курсом, как правило, свидетельствует о более мягкой монетарной политике

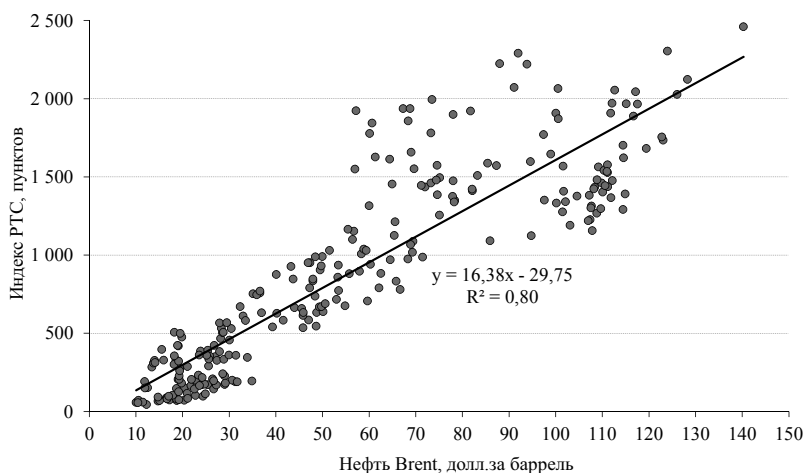
<sup>1</sup> Данный индикатор не является универсально информативным для разных стран, особенно с диверсифицированной экономикой, однако из-за высокой зависимости курса рубля от экспортной выручки его аналитическая ценность для российской финансовой системы существенна.

властей и увеличивающихся рисках девальвации рубля (*рис. 83*). Например, нарастающее превышение расчетного курса рубля над его фактическим значением с начала 2010 г. по декабрь 2014 г., когда оно достигло 25,1 руб., закончилось девальвацией рубля в декабре 2014 г. – январе 2015 г. С марта 2016 г. тенденция опережающего роста расчетного курса возобновилась, отражая рост рисков последующего ослабления национальной валюты. В январе 2017 г. при официальном курсе 60,16 руб. за доллар расчетный курс равнялся 97,3 руб. То есть спред между фактическим и расчетным курсами составлял 37,2 руб., что является одним из самых высоких значений за прошедшие 20 лет.

Серьезные риски для стабильности рубля сегодня связаны с рублевым «навесом», сформированным в банковской системе.

## 6.2. Зависимость стабильности рынка от цен на нефть

В значительной мере цены акций российских компаний зависят от цен на нефть. Коэффициент детерминации ( $R^2$ ) между абсолютными ежемесячными значениями индекса РТС и ценой на нефть сорта Brent с сентября 1995 г. по февраль 2017 г., изображенный на *рис. 84*, равен 0,80, что



*Рис. 84.* Зависимость индекса РТС от цены на нефть марки Brent с сентября 1995 г. по февраль 2017 г.

*Источник:* рассчитано автором по данным компании «Финам» и Московской биржи.

говорит об очень тесной зависимости между данными показателями. В существенной мере цена на нефть влияет и на валютный курс.

### 6.3. Carry trading и ее риски

В настоящее время в России сложились относительно благоприятные условия для роста carry trade. Этому способствуют укрепление курса национальной валюты, сохранение высоких процентных ставок по операциям с рублевыми активами, а также отсутствие значимых ограничений в области валютного регулирования.

Негативные последствия стратегии carry trade могут проявляться по нескольким направлениям: резкое усиление волатильности курса национальной валюты и цен финансовых активов, а также в виде кризиса ликвидности в банковской системе. Как было показано в разделе 5.3 (рис. 79), риски негативного влияния carry trade на банки в настоящее время ограничены, поскольку под влиянием действующих нормативов и иных факторов российские банки пока не принимают активного участия в данных сделках. Несмотря на относительно высокую долю нерезидентов в структуре владельцев акций и облигаций российских эмитентов, реализация активных стратегий carry trade здесь ограничена в силу низкой ликвидности внутреннего фондового рынка. Как было показано в разделе 5.4 (табл. 41), в течение 17 лет – с 2000 по 2016 г. – чистый приток средств иностранных фондов (Russia-EMEA-Equity) в российские акции составил 6,7 млрд долл., в том числе 1,2 млрд долл. в 2016 г.

В этих условиях наиболее высокий риск негативных проявлений carry trade характерен для валютного рынка и курса рубля. Согласно прогнозу UBS Group AG, опубликованному в конце декабря 2016 г., в 2017 г. в силу высоких внутренних процентных ставок и роста цен на нефть рубль будет одним из наиболее выгодных вложений с точки зрения стратегии carry trade среди стран EMEA (Европа, Ближний Восток и Африка) с потенциальной доходностью 26% годовых [54].

В то же время, по мнению экспертов Банка России, риски негативного влияния carry trade на финансовый рынок часто являются завышенными, поскольку высокие процентные ставки – не единственный потенциальный фактор привлекательности этих операций, а коэффициент Шарпа при сделках с рублем из-за его повышенной волатильности уступает аналогичному индикатору эффективности операций на валютном рынке в других странах [56, с. 38].

## **6.4. Зависимость фондовых индексов от краткосрочного иностранного капитала**

Как было показано в наших работах (см., например, [57, с. 121–123]), на динамику российских фондовых индексов не менее значимое влияние, чем цены на нефть, оказывают также потоки инвестиций со стороны иностранных инвестиционных фондов, фиксируемые аналитическим ресурсом EPFR.

Иностранные фонды, специализирующиеся на инвестициях в акции российских компаний, как правило, придерживаются следующей инвестиционной стратегии: они заводят денежные средства в российские акции на дне кризиса, когда акции стоят дешево, а в период роста рынка стараются не упустить тот момент времени, при котором необходимо выводить средства из уже переоцененных (дорогих) акций. Сигналами для начала вывода средств из таких фондов, как показывают наши исследования [58, с. 11–18, 59], являются существенные снижения прогнозов популярного среди институциональных инвесторов и международных финансовых организаций ресурса Consensus Economics темпов роста крупнейших мировых экономик, предвещающие падение спроса на нефть и девальвацию национальных валют в развивающихся странах<sup>1</sup>.

Высокая доходность российского рынка акций на фоне укрепляющегося рубля привела к притоку дополнительных средств нерезидентов на данный сегмент рынка во 2-й половине 2016 г. Однако все это не сопровождалось качественными изменениями инвестиционного климата и экономической политики. Неустойчивыми остаются цены на нефть. Кроме того, в марте 2017 г. вновь начался процесс повышения процентных ставок в США. Все это может повлиять на возобновление устойчивого оттока средств портфельных иностранных инвесторов с российского фондового рынка.

## **6.5. Диспропорции между денежным и фондовым рынками**

Как было показано выше на примерах с рынком акций и облигаций (разделы 3.1.2– 3.2.3), за последние несколько лет произошло радикальное изменение структуры биржевого рынка данных инструментов,

---

<sup>1</sup> Более подробно о данной стратегии инвестирования см.: [59].

которые привели к доминированию денежного рынка над фондовым. Несмотря на примеры с неисполнением обязательств отдельными участниками рынка РЕПО, сам по себе данный сегмент рынка не несет существенных кредитных рисков. Основная часть расчетов по сделкам РЕПО проходит через центрального контрагента. Однако отрицательной стороной преобладания денежного рынка является то, что он концентрирует активность участников на поиске краткосрочных источников фондирования и ограничивает эффективность выполнения биржей функции по перераспределению финансовых ресурсов в пользу более успешных компаний, компаний среднего бизнеса и инновационных проектов.

Кроме того, снижение ликвидности в секторе рыночных (аукционных) торгов ведет к сокращению числа инструментов, по которым формируются рыночные цены, что может привести к существенным искажениям в ценообразовании финансовых инструментов.

### **6.6. Вытеснение внутренних участников рынка из структуры собственности инфраструктурных организаций**

От доступа к услугам инфраструктурных организаций и оперативности их реакции на инновации, осуществляемые локальными финансовыми организациями, во многом зависят состояние конкуренции на рынке финансовых услуг и инновационная активность участников рынка. Степень внимания, проявляемого инфраструктурными организациями, их менеджерами к запросам внутренних участников рынка, в существенной степени определяется местом, которое занимают данные организации в структуре собственности биржи.

Вместе с тем, как было показано в разделе 4.2.1, после объединения бирж РТС и ММВБ в силу разных причин частные финансовые организации оказались вытесненными из структуры собственников биржи. На их долю сегодня приходится около 3% акций биржи, в то время как государственным структурам и нерезидентам принадлежат соответственно 44 и 52% ее акций.

Изменения в структуре собственности на бирже также создают риски потери государственного контроля за центральным депозитарием, в котором хранится чувствительная с точки зрения интересов национальной безопасности и рыночной конкуренции информация о бенефициарах российских компаний.

## 6.7. Рост роли государства как участника финансового рынка

Помимо присутствия государства на рынке в качестве регулятора, в последние годы наблюдается усиление его роли в качестве непосредственного актора рыночных отношений. На внутреннем финансовом рынке это проявляется по ряду направлений:

в опережающем росте под воздействием ДКП Банка России и Минфина денежного рынка по сравнению с фондовым, в том числе за счет дополнительной премии к доходности, получаемой участниками рынка РЕПО. По оценкам информационно-аналитического ресурса Banki.ru [60], на 1 февраля 2016 г. на четыре государственных банка (ВТБ, Сбербанк, РСХБ и Газпромбанк) приходилось 71,8% общей суммы рублевой задолженности банковской системы перед Банком России;

- в росте объемов заимствований государством на внутреннем рынке за счет выпусков ОФЗ;
- в повышении доли контролируемых государством компаний в объемах эмиссии корпоративных облигаций до 48,2% в 2016 г. и росте объемов нерыночных выпусков облигаций со стороны данных компаний;
- в увеличении доли КГК на рынке андеррайтинговых услуг (по критерию объемов облигационных выпусков) до 59,4% на рынке корпоративных облигаций и 67,4% – региональных облигаций;
- в высокой доли КГУ в объемах торгов – 21,8% на биржевом рынке акций и 27,9% на рынке облигаций;
- в высокой доли Банка России и других государственных структур в структуре собственности Московской биржи – 44,3% при доле частных российских инвесторов немногим более 3%.

Высокая роль государства и его структур на финансовом рынке, в конечном счете, ведет к ограничению конкуренции как движущей силы развития рынка и порождает ситуации конфликта интересов.

## 6.8. Избыточность административного бремени

В исследовании Абрамова, Радыгина, Черновой [25] на данных разных стран показано, что текущий высокий уровень интеграции систем регулирования и контроля на финансовом рынке в России не соответствует уровню развития ее финансовой системы, для которой была бы естественной менее интегрированная модель. Это не означает необходимости новых



изменений сложившейся в 2013 г. системы регулирования и надзора, однако формирует риски роста административного бремени по отношению к участникам рынка.

Спустя три года можно констатировать, что данные опасения оправдались, создание мегарегулятора привело к существенному росту административной нагрузки на финансовых посредников в виде возросших требований по отчетности (прежде всего непубличной), новых нормативов достаточности капитала, ограничений прав клиентов брокеров в зависимости от их профиля риска. Пока не удается сделать более определенными перспективы пенсионных накоплений и ИПК. В отношении перспектив регулирования пока не найден разумный баланс между строгостью надзора и рисками, неизбежно возникающими в случае перехода к модели стимулирования экономического роста за счет внутренних сбережений.

Необходимо осуществлять тщательный мониторинг издержек, которые несут участники рынка, СРО, Банк России и Минфин в процессе принятия новых нормативно-правовых актов, правоприменения действующего законодательства, надзора, публичной и непубличной отчетности.

## **6.9. Влияние внешних санкций на российский финансовый рынок**

В 2014 г. введение санкций осуществлялось двумя этапами. В марте 2014 г. США, ЕС и ряд других стран ввели индивидуальные санкции против отдельных частных лиц и компаний. В июле 2014 г. начали действовать секторальные санкции, ограничившие доступ к глобальным финансовым рынкам крупнейшим российским компаниям («Роснефть», «Транснефть», «Газпром нефть», Уралвагонзавод, Оборонпром, ОАК и др.) и государственным банкам (Сбербанк, ВТБ, Газпромбанк, Россельхозбанк, Внешэкономбанк, Банк Москвы). Основными каналами влияния данных санкций на финансовый рынок являлись ограничения объемов заимствования средств российскими компаниями в форме долгового финансирования [61, с. 42], удорожание стоимости заимствования и отток иностранных инвестиций на рынке акций.

Имеющиеся оценки влияния санкций на финансовый рынок существенно отличаются друг от друга, однако в основном они выражаются в процентах от предполагаемого замедления темпов роста ВВП. Непосредственно анализу последствий санкций для финансового рынка посвящено не много работ. Так, по оценкам Е. Гурвича и И. Прилепского, суммарный

дополнительный чистый отток капитала, связанный с санкциями, был оценен на уровне 58 млрд долл. в 2014 г. и 160–170 млрд долл. за 2014–2017 гг. [62, с. 33]. По мнению министра финансов А. Силуанова, высказанному в конце 2014 г., от санкций в год Россия теряет около 40 млрд долл. [63].

Негативное влияние санкций на финансовый рынок может осуществляться через три основных канала: сокращение объема привлекаемых на глобальных рынках финансовых ресурсов, рост стоимости заимствований и сворачивание участия нерезидентов на внутреннем финансовом рынке. При этом в процессе событийного анализа сложно однозначно отделить эффект введенных с июля 2014 г. санкций от последствий обвала цен на нефтяном рынке, начавшегося с сентября 2014 г.

Как было показано на *рис. 36*, введение секторальных санкций ограничило доступ российских компаний на рынок еврооблигаций, что привело к сокращению их задолженности по еврооблигациям со 182 млрд долл. в 2013 г. до 136 млрд долл. в 2016 г. На основе указанных данных можно предполагать, что введение санкций привело к сокращению внешних финансовых ресурсов у российских компаний и банков в сумме 46 млрд долл. Монетарным властям пришлось отчасти замещать указанные средства за счет краткосрочного рефинансирования банковской системы. Сокращение возможности заимствований за рубежом, хотя и не является таким уж масштабным, все же болезненно сказывается на инвестиционных возможностях бизнеса, прежде всего из-за сохранения высокой ключевой ставки на внутреннем рынке, ограничивающей кредитную активность российских банков.

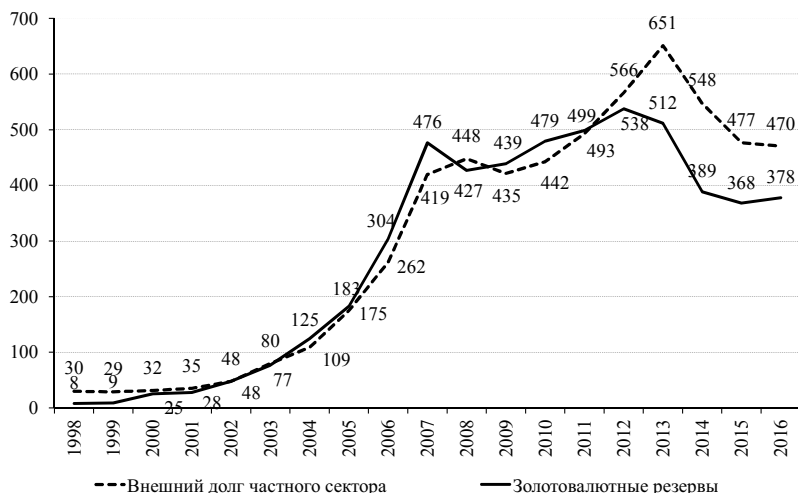
Введение санкций, но еще более – снижение цен на нефть и последующая за этим девальвация рубля привели к росту кредитных рисков и повышению стоимости заимствований на внутреннем и внешних рынках, достигших критического уровня в декабре 2014 г. – январе 2015 г. Однако, как показано на *рис. 49* и *50*, к настоящему времени значения индикаторов кредитного свопа по государственным еврооблигациям (CDS Russia 5Y) и доходности портфеля ОФЗ (Cbonds – GBI) вернулись к уровням, действовавшим в 2013 г., т.е. до введения секторальных санкций. Аналогичный процесс произошел на рынке корпоративных облигаций (*рис. 37*), где все же ставки заимствований пока остаются на 1–1,5 п.п. выше предкризисного уровня. Данные факты свидетельствуют о том, что имевший место в 2014–2015 гг. рост стоимости заимствований на финансовом рынке в большей мере объяснялся циклическими факторами состояния конъюнктуры на глобальных финансовых рынках, чем последствиями действующих секторальных санкций.

Что касается участия нерезидентов на внутреннем фондовом рынке, данные *рис. 30, 47 и 54* показывают, что введение секторальных санкций не оказало значимого влияния на уменьшение их активности на рынках акций, корпоративных облигаций и ОФЗ.

## 6.10. Риски высокой внешней задолженности

Санкции привели к тому, что российские компании и банки не смогли рефинансировать на международных рынках свои внешние долги и были вынуждены для их погашения приобретать дополнительный объем валюты на внутреннем рынке. В результате санкций сумма указанной задолженности сократилась с 651 млрд долл. в 2013 г. до 470 млрд долл. в 2015 г. (*рис. 85*). Одновременно с этим размер золотовалютного резерва в 2015 г. уменьшился с 512 млрд до 378 млрд долл., или на 26,2%.

Однако размер внешнего долга, прежде всего корпоративного, остается высоким, он превышает размеры золотовалютных резервов государства, что при неблагоприятных ситуациях может привести к серьезным финансовым трудностям.



*Рис. 85.* Рост долгов частного сектора и финансового излишка государства, млрд долл.

*Источник:* расчеты автора по данным платежного баланса за ряд лет.

## Заключение

В настоящем исследовании в понимании проблем российского финансового рынка мы исходили из следующих предположений:

- уровень развития фондового рынка оказывает существенное влияние на темпы экономического роста и качество жизни граждан [64–68];
- нынешний уровень зрелости российской экономики предполагает, что она должна опираться не только на банковскую систему и государственные институты развития, но и на конкурентный внутренний финансовый рынок<sup>1</sup>;
- доставшийся России в наследство от приватизации фондовый рынок является ее историческим преимуществом по сравнению со многими другими странами с развивающейся экономикой, которым она должна научиться пользоваться в глобальной экономической конкуренции.

В исследовании в большей мере нашли отражение проблемы, характерные для внутреннего финансового рынка. В результирующей части мы постараемся не только обобщить сделанные ранее выводы, но и кратко определить способы их решения. Для этого будет показано не только, что сегодня уже присутствует на рынке, но и то, чего там нет, но должно быть, чтобы он успешно выполнял свои функции.

По данным Всемирного банка, по численности населения Россия занимает 9-е место из 216 стран, по размеру ВВП с учетом ППП – 6-е место из 183 стран. По размеру внутреннего рынка Россия занимает 6-е место в мире из 138 стран (GCR 2016–2017, WEF).

По размеру капитализации компаний российская биржа занимает 24-е место из 80 бирж – членов ВФБ; по объему биржевых торгов акциями – 27-е место из 81 биржи; по числу компаний в листинге – 39-е место из 81 бирж. По количеству компаний в листинге на 1 млн жителей Россия занимает 69-е место из 79 стран. Налицо несоответствие уровня развития

---

<sup>1</sup> По мнению Я.М. Миркина, чем выше уровень развития экономики и, соответственно, чем больше ее финансовая глубина, тем более диверсифицированным является финансовый сектор (финансовые инструменты, институты, инвесторы), тем ниже роль банков (как «отправных точек», предоставляющих «базовые финансовые продукты» современной индустриальной экономики) [4, с. 69].

внутреннего фондового рынка экономическому и социальному потенциалам страны.

За прошедшие с начала 2015 г. два года, несмотря на сложную обстановку на глобальных рынках финансовых и товарных активов, геополитические риски, на внутреннем финансовом рынке удалось добиться важных позитивных сдвигов. Прежде всего, произошла стабилизация валютного курса и финансовой системы, на рынке государственных и корпоративных заимствований это позволило вернуться к ставкам доходности, действовавшим в период до санкций. В рейтинге глобальной конкурентоспособности Россия поднялась с 67-го места в 2013 г. до 43-го в 2016 г., обогнав Бразилию, ЮАР, вплотную приблизившись к Индии. На фондовом рынке сложилась эффективно работающая и признаваемая инвесторами в мире расчетно-клиринговая инфраструктура. Несмотря на сохранение международными рейтинговыми агентствами (S&P и Moody's) кредитных рейтингов России ниже инвестиционного уровня, доля нерезидентов на рынке ОФЗ повысилась с 18,7% в январе 2015 г. до 26,9% в феврале 2017 г. Впервые за долгие годы после кризиса 2008 г. в 2016 г. зафиксирован чистый приток средств в иностранные инвестиционные фонды, инвестирующие в акции российских компаний (Russia-EMEA-Equity), в сумме 1,2 млрд долл. Произошли позитивные изменения в области регулирования НПФ, заработала система государственных гарантий сохранности пенсионных накоплений. У внутренних частных инвесторов появились возможности инвестирования через новые продукты и финансовые инструменты – индивидуальные инвестиционные счета (ИИС) и «народные» ОФЗ. Появляется все больше налоговых стимулов к осуществлению частных сбережений.

Вместе с тем позитивные изменения происходят медленно и носят выборочный характер. По параметрам размера рынка акций и облигаций, развития институциональных инвесторов российский фондовый рынок отстает не только от фондовых рынков в развитых странах, но и от средних характеристик рынков развивающихся стран. Акции российских компаний стабильно недооцениваются крупными иностранными инвесторами, их финансовые мультипликаторы являются низкими и значительно уступают другим развитым и развивающимся странам. На долгосрочных временных горизонтах с точки зрения доходности и риска более высокие результаты на внутреннем рынке демонстрируют портфели облигаций по сравнению с портфелями акций или смешанными активами.

Кратко подведем итоги развития отдельных секторов внутреннего финансового рынка.

Из 1140 акционерных обществ, в которых центральный депозитарий НРД открыл счета номинального держателя, только 246 компаний входили в листинг Московской биржи. По сравнению с 2012 г. их число сократилось на 16,4%. Доля топ-20 по капитализации эмитентов на бирже составляет 76,4% капитализации. На бирже отсутствуют акции малых и средних компаний роста (в отличие от зарубежных аналогов сектор РИИ на Московской бирже обслуживает только компании со статусом «инновационная»). За редким исключением, в листинге не представлены материнские компании крупнейших интегрированных бизнес-групп и государственные корпорации. Непубличными, как правило, являются брокерские и управляющие компании, на рынке мало акций банков.

В 2016 г. прошли IPO-SPO семи компаний на сумму 137,4 млрд руб., что в 1,5 раза превысило показатель предшествующего года. Однако, по нашим расчетам, доля указанных средств, направленных на финансирование основного капитала, составила всего 0,1%. Росстат перестал публиковать информацию о роли эмиссий акций и облигаций в источниках финансирования основных средств ввиду ее малой значимости.

В 2016 г. в биржевом листинге насчитывались 391 эмитент и 1260 выпусков корпоративных облигаций; объем размещений корпоративных облигаций на бирже составил 3,7 трлн руб., увеличившись в 2,1 раза по сравнению с показателем 2015 г. Вместе с тем во многом рост рынка корпоративных облигаций стал опираться на нерыночные размещения. В общем объеме облигаций в обращении доля нерыночных выпусков выросла с 10% в 2013 г. до 50% в феврале 2017 г. На 24 крупнейших эмитента в 2016 г. пришлось 68% объемов эмиссии корпоративных облигаций (без учета выпуска краткосрочных облигаций ВТБ на сумму 2,1 трлн руб.).

Началось возвращение российских компаний на рынок еврооблигаций. В 2016 г. они привлекли на этом рынке 12,3 млрд долл., что в 3 раза больше, чем в предшествующем году.

Объем эмиссии государственных облигаций (ОФЗ и ГСО) в 2016 г. составил 1,1 трлн руб. с ростом на 26,2% к объему размещений 2015 г. В отличие от прошлых лет, в 2016 г. объем размещенных облигаций превысил суммы погашений предыдущих выпусков, что позволило направить на финансирование дефицита бюджета 500 млрд руб. Согласно «Основным направлениям долговой политики РФ на 2017–2020 гг.» в среднесрочной перспективе выпуск государственных ценных бумаг может превратиться в основной источник финансирования дефицита бюджета.

Привлекательность биржи для эмитентов во многом определяется наличием денежного спроса на их ценные бумаги. В настоящее время

данный спрос во многом поддерживается за счет краткосрочного фондирования посредников на денежном рынке, нестабильных по своей природе денежных потоков нерезидентов и отчасти краткосрочных ресурсов частных инвесторов. Пока не удалось реализовать проект МФЦ, предполагавший совершение через биржевую инфраструктуру сделок между нерезидентами.

86% объемов биржевых торгов с акциями составляют сделки РЕПО, представляющие собой сегмент денежного рынка, где участники осуществляют краткосрочные заимствования денежных средств под обеспечение ценными бумагами. По сравнению с 2010 г. объем данных сделок вырос в 3,4 раза. Такие сделки не способствуют перераспределению капитала в пользу эффективных компаний и рыночному ценообразованию. Только 13% сделок от объемов торгов акциями на бирже являются рыночными, где формируется рыночная цена инструмента и могут осуществляться более долгосрочные инвестиции. Стоимость данных сделок на бирже с 2010 г. сократилась на треть. Данная тенденция отражает дефицит реальных инвестиций на биржевом рынке акций.

Доля сделок РЕПО в биржевых сделках с корпоративными облигациями достигла 97%, по сравнению с 2010 г. их объем вырос в 6,2 раза. Доля сделок РЕПО с ОФЗ составляет 96,4% объема торгов, по сравнению с 2012 г. их объем вырос в 1,8 раза. Наоборот, только 0,9% сделок по объемам с корпоративными облигациями на бирже являются рыночными, т.е. заключаются на анонимных аукционах. На биржевом рынке ОФЗ доля таких сделок составляет всего 1,3%. По нашим оценкам, столь высокая доля денежного рынка в сделках с облигациями искусственно завышена за счет так называемой «премии за краткосрочность», которую получают участники рынка РЕПО от перепродажи на рынке более дешевых ресурсов, получаемых от монетарных властей по более высоким рыночным ставкам.

Доля нерезидентов в общем объеме торгов акциями составляет 36%, а с облигациями – 6%. По данным Банка России, в сделках с режимами аукционных торгов и РПС доля нерезидентов составляет: по акциям – 45–48%, по корпоративным облигациям – около 15%, по ОФЗ – 30%. То есть на рынке акций и ОФЗ нерезиденты являются основными поставщиками ликвидности, на рынке корпоративных облигаций их роль в этом умеренная.

Доля физических лиц в объемах рыночных сделок на бирже с акциями составляет 44,9%, она является относительно стабильной. По облигациям данный показатель равен 25,8%, он не отличается стабильностью. Несмотря на незначительный размер сегмента аукционного рынка, частные инвесторы играют на нем значительную роль, однако у них

преобладают краткосрочные спекулятивные стратегии. В среднем частный клиент брокера, по нашим расчетам, полностью обновляет свой портфель ценных бумаг за неделю, что само по себе несет огромные риски потерь из-за избыточной торговой активности.

Объем внутренних корпоративных облигаций в 2016 г. по показателю находящихся в обращении облигаций в долях ВВП (11,0% ВВП) превысил стоимость выпусков еврооблигаций компаний, равную 10,6% ВВП. В условиях секторальных санкций компании все больше ориентируются на внутренний рынок заимствований.

С 2007 г. на внутренних рынках акций и корпоративных облигаций наблюдается сжатие ликвидности (сокращение объемов торгов в сегменте рыночных сделок и РПС). Данный процесс усилился после 2011 г. Во многом это является следствием как недостаточного спроса на ценные бумаги со стороны разных групп инвесторов, так и сокращения торговой активности на глобальных финансовых рынках. Однако значительное влияние на данную проблему оказывали конкретные события в области экономической политики и реализации биржевой стратегии.

Наиболее сильное *позитивное влияние* на приток средств на внутренний рынок за прошедшие несколько лет оказали создание центрального депозитария и объединение бирж в конце 2011 г., а также либерализация рынка ОФЗ для иностранных инвесторов в феврале 2013 г. Позитивное влияние на работу облигационного рынка оказали умелые действия монетарных властей в 2015 и 2016 гг., которые позволили нормализовать ситуацию на финансовых рынках после шока на валютном рынке в середине декабря 2014 г., привели к достижению размеров доходностей федеральных и корпоративных облигаций до уровня 2013 г.

*Не оказали заметного влияния* на рынок корпоративных облигаций и акций его либерализация, проведенная в феврале и в июле 2014 г., а также переход на систему расчетов T+2, завершившийся в сентябре 2013 г. Не повлияли на рост числа акций в листинге Московской биржи создание централизованного депозитария в лице НРД и вступление в силу с сентября 2014 г. поправок в ГК РФ и в Федеральный закон «Об акционерных обществах» относительно публичных акционерных обществ.

Существенное *негативное воздействие* на снижение ликвидности внутреннего рынка ценных бумаг оказали введение секторальных санкций в июле 2014 г., снижение цен на нефть и девальвация, начавшаяся с сентября 2014 г., замораживание пенсионных накоплений в 2014–2019 гг.

Создание объединенной биржи в 2011 г. придало новый импульс развитию внутреннего фондового рынка. За эти годы биржа стала организационным



и технологическим центром развития внутреннего фондового рынка. На сегодняшний день ни один значимый проект на фондовом рынке не может быть реализован без участия биржи и ее инфраструктуры.

Вместе с тем существует ряд проблем, требующих отдельного рассмотрения.

Создание объединенной биржи привело к устранению конкуренции между организаторами торговли на внутреннем фондовом рынке. Предполагалось, что на ее место придет соперничество за эмитентов и участников торгов между Московской биржей и ее глобальными конкурентами. Однако при ослаблении курса на глобализацию финансовых отношений в мире после кризиса 2008 г., сужении зоны кросс-листинга ценных бумаг национальных эмитентов и ограниченности полноценного доступа российских участников рынка к зарубежным торговым площадкам конкуренция между биржами разных стран стала ограниченной, она практически не влияет на взаимоотношения Московской биржи и местных финансовых организаций. Таким образом, повышаются риски того, что улучшение финансового положения биржи может происходить независимо от того, насколько успешно развиваются фондовый и срочный рынки, как складывается ситуация с бизнесом самих участников биржевых торгов<sup>1</sup>.

Изменения в структуре собственности Московской биржи в 2016 г. привели к тому, что при доле государственных структур, равной 44,3%, и нерезидентов в размере 52,3% пакет акций, расплывенный между российскими частными лицами, уменьшился до 3,4%. При этом 62% биржевых оборотов с акциями приходится на частных брокеров, а на контролируемые государством компании – только 22% объемов сделок с акциями. На рынке облигаций на частных брокеров приходится 53% оборотов на бирже, в то время как на КГК – 28%. Это создает риски не только ограничения конкуренции, но и потери государственного контроля над центральным депозитарием.

Особенностью бизнес-модели Московской биржи является ее специализация на разных сегментах рынка, что обеспечивает устойчивость ее доходной базы. Однако риском подобной универсальности может стать ослабление заинтересованности биржи и ее акционеров в сбалансированном развитии всех сегментов финансового и валютного рынков. В этом

---

<sup>1</sup> В исследовании Абрамова, Радыгина, Черновой и Энтова эффективности деятельности компаний с государственным участием в России показано, что такие компании для повышения рентабельности капитала нередко, используя свое монопольное положение на рынке, прибегают к практике повышения цен на продукцию услуги [69].

смысле доля фондового рынка в суммарных оборотах биржевых торгов снизилась с 10,3% в 2011 г. до 3,0% в 2016 г. Падает значение фондового рынка и в доходной базе биржи – с 10,4% в 2014 г. до 8,0% в 2016 г.

Бизнес участников биржевых торгов является высококонкурентным, даже несмотря на уменьшение общей численности профессиональных участников рынка ценных бумаг с 1149 организаций в 2013 г. до 681 организации в 2016 г. Проблема в том, что уменьшение числа участников идет одновременно с сокращением торговой активности на бирже в сегменте рыночных сделок, со снижением комиссий и ростом административной нагрузки на бизнес.

По критерию доли в объемах торгов и количеству клиентов более динамично развиваются брокерские компании, входящие в банковские группы по сравнению с небанковскими брокерами. Причина этого заключается в медленной переориентации небанковских брокеров на новые модели бизнеса, предполагающие создание финансовых супермаркетов, сетей независимых консультантов и открытость архитектуры продаж. Не способствует формированию доверия частных инвесторов к брокерам и доверительным управляющим низкий уровень стандартов их деятельности, не соответствующий, по заключению экспертов МВФ, базовым требованиям к деятельности финансовых посредников, установленным IOSCO.

Движущей силой роста российского фондового рынка могли бы стать внутренние институциональные инвесторы, внутренние частные лица и нерезиденты.

В 2016 г. стоимость пенсионных накоплений и резервов составляла примерно 5,2 трлн руб., или 6,1% ВВП. За 14 лет проведения пенсионной реформы НПФ стали крупными инвесторами, на которые приходится примерно 12% стоимости корпоративных облигаций и 10% стоимости долговых инструментов регионов. Решение о замораживании пенсионных накоплений в 2014–2016 гг. сократило инвестиционный потенциал только у НПФ примерно на 500 млрд руб. Наряду с позитивными изменениями в регулировании и надзоре над данными организациями, которые происходили в 2014–2016 гг., необходимо все же признать, что частая смена правил игры не способствует успешному развитию внутренних институциональных инвесторов. В связи с инициативой по замене пенсионных накоплений на новую систему индивидуального пенсионного капитала (ИПК) открытым остается вопрос о том, насколько ИПК реально поможет улучшить систему пенсионного обеспечения тех 30 млн человек, которые уже сегодня доверили свои пенсионные накопления 46 НПФ. Но при любом сценарии пенсионной реформы в настоящее время необходимо

восстановить процесс аккумуляции и инвестирования пенсионных сбережений граждан. Если действующий механизм пенсионных накоплений и будущий ИПК хоть как-то обозначают путь решения проблемы корпоративных пенсионных планов, то перспективы индивидуальных пенсионных программ населения вообще никак не обозначены.

В 2015–2016 гг. начался рост открытых паевых инвестиционных фондов. Размеры их активов в 2016 г. достигли 136 млрд руб. – наивысшего значения за всю историю их существования. Однако подъем коллективных инвестиций пока опирается лишь на рост фондового рынка и укрепление рубля, т.е. на влияние макроэкономических факторов. Препятствиями для роста ПИФов за счет внутренних факторов являются слабый уровень развития инфраструктуры, устаревшие практики продаж и маркетинга, недостаточный уровень доверия и финансовой грамотности населения.

Оживление фондового рынка, наблюдавшееся в 2015–2016 гг., привело к нарастанию активности населения на фондовом рынке. Число счетов физических лиц у брокеров увеличилось в 2016 г. с 1,0 до 1,1 млн, или на 10,0%, в том числе активных счетов – с 81,9 тыс. до 110,5 тыс., или почти на 35%. С 2015 г. граждане получили возможность открывать у брокеров и доверительных управляющих индивидуальные инвестиционные счета с льготным режимом налогообложения. С мая 2015 г. по февраль 2017 г. число таких счетов выросло с 25,9 тыс. до 209,2 тыс. Новые льготы по НДФЛ были введены для тех, кто инвестирует в ценные бумаги на срок свыше трех лет.

Однако коренного перелома в участии населения в инвестировании на фондовом рынке пока не произошло. Во многом это связано с неконструктивным влиянием на инвестиционное поведение населения различных регулирующих органов. Примером являются частные изменения правил игры для тех, кто доверил пенсионные накопления НПФ. Другим примером являются ИИС, которые, вместо того чтобы стать инструментом индивидуальных пенсионных накоплений (по примеру IRAs в США, Польше, Республике Корея и других странах), в настоящее время превращены в разновидность брокерских счетов с льготным налогообложением, с которыми их владельцы совершают такие же спекулятивные сделки, как и с традиционных брокерских счетов.

В 2016 г. России удалось добиться чистого притока средств в иностранные инвестиционные фонды, инвестирующие в российские акции в сумме 1,2 млрд долл. Нерезиденты играют важную роль в ликвидности биржевого рынка акций и ОФЗ. Однако пока речь идет об иностранных фондах с краткосрочными инвестиционными горизонтами и рискованными

стратегиями инвестирования. Привлечение более стабильных и крупных инвестиций от портфельных инвесторов требует значимых позитивных изменений инвестиционного климата, которых пока, к сожалению, не видно.

Наиболее существенные проекты по привлечению нерезидентов на внутренний рынок ценных бумаг принесли смешанные результаты. Либерализация доступа нерезидентов на рынок ОФЗ в виде «моста» между центральным депозитарием и международными расчетно-клиринговыми системами «Евроклир» и «Клирстрим» в феврале 2013 г. вызвала заметный приток нерезидентов на данный сегмент рынка. Переход на стандарт расчетов T+2 на бирже, завершившийся в сентябре 2013 г., и либерализация доступа нерезидентов на рынок негосударственных облигаций в феврале 2014 г. практически не оказали никакого влияния на приток новых средств от нерезидентов. Без заметных результатов в 2016 г. был фактически свернут проект создания МФЦ в Москве и Санкт-Петербурге.

Ключевыми рисками российского финансового рынка на среднесрочную перспективу являются: девальвация национальной валюты, волатильность финансовых активов и рубля под воздействием нефтяных цен, особенности поведения иностранных портфельных инвесторов и стратегий carry trade, слабый рост фондового рынка под воздействием негативного влияния операций на денежном рынке, утрата государством и внутренними участниками рынка контроля в структуре собственности Московской биржи, рост прямого вмешательства государства в качестве участника внутреннего финансового рынка, рост административного бремени на участников рынка со стороны регуляторов, недоступность финансовых ресурсов в результате санкций на глобальных рынках, возможные обострения проблемы внешней задолженности бизнеса.

Проведенный в работе анализ позволяет сформулировать ряд предложений в сфере регулирования финансовых рынков.

*Отсутствие реальной стратегии развития финансового рынка.* Формально выполняющие ее роль «Основные направления развития финансового рынка РФ на период 2016–2018 гг.» все же не являются стратегией как таковой. Они не встроены в систему общей экономической стратегии и политики; не содержат конкретных ключевых параметров рынка, которые предполагается достичь; не предусматривают механизма ответственности конкретных исполнителей за достигнутые результаты.

В своей деятельности Банк России пытается регулировать тех, кто уже и так присутствует на рынке, а не тех, кого нет на нем. То есть он не стремится к тому, чтобы на рынок по своей воле пришли те, кого сегодня там

нет (новые эмитенты, инвесторы, готовые вкладывать в финансовых посредников, консервативные иностранные портфельные инвесторы, население). Регулирование тех, кто сегодня уже работает на рынке (эмитентов, посредников, управляющих активами, инвесторов), сопряжено с частой сменой правил игры, искусственными запретами и ростом административной нагрузки, что, скорее, понуждает действующих участников уходить с рынка, чем приходит на него новым лицам.

Наиболее важным критерием конкуренции на финансовом рынке является приход на него новых компаний-эмитентов и новых финансовых посредников. Фондовый рынок существует для того, чтобы облегчить получение предпринимателями то, что Шумпетер называл «предпринимательской прибылью». Для этого на рынке должны появляться новые компании – эмитенты и финансовые посредники. Однако этого не происходит. В последние годы число новых эмитентов на Московской бирже и количество новых лицензий профессионального участника рынка ценных бумаг исчисляются единицами. Дело не в том, насколько строго и оперативно выдаются, например, разрешения на эмиссию и лицензии на право осуществления той или иной профессиональной деятельности, а в том, что именно регулирование должно создавать такую среду на рынке, чтобы росли запросы на открытие новых видов бизнеса и привлечение средств новыми организациями. Такой среды в России пока нет.

Меры по ужесточению регулирования, расширению зоны его действия, введению новых форм надзора практически не соизмеряются с издержками. Отсутствуют какие-либо публичные расчеты реальной стоимости регулирования и надзора. Попытки переложения данных издержек на СРО наталкиваются на проблему отсутствия у участников рынка достаточного объема ресурсов для оплаты данных функций. Меры по введению поведенческого и пруденциального надзоров не должны быть обременительными для добросовестных участников рынка.

Целесообразно избегать ситуации автоматического перенесения на правила регулирования брокеров, негосударственных пенсионных фондов и доверительных управляющих методов банковского надзора. Спецификой работы указанных структур на рынке в отличие от банков является то, что их участники и инвесторы принимают на себя многие риски без гарантий со стороны государства. Это предполагает, что основным инструментом соблюдения прав и интересов данных инвесторов является полное раскрытие всей существенной информации, необходимой им для принятия инвестиционных решений. В таком механизме меры поведенческого надзора во многом обеспечиваются общественным контролем над финансовыми

посредниками со стороны профессионального сообщества, инвесторов, консультантов, академических исследователей, что существенно сокращает прямые издержки со стороны государства. К сожалению, можно привести много примеров в отношении отчетности ПИФов, НПФ, брокеров и доверительных управляющих, когда Банк России не уделяет должного внимания раскрытию информации перед обществом одновременно с созданием избыточной отчетности участников перед самим регулятором<sup>1</sup>.

Переход к стратегии роста в перспективе может потребовать более толерантного отношения регулятора к рискам у финансовых посредников и инвесторов. Особенностью финансовых рынков по сравнению с банковской системой, где государство берет на себя функцию гарантии сохранности вкладов, является принятие на себя инвесторами различных рисков в обмен на повышенную доходность вложений. Преимуществом финансовых рынков является их способность аккумулировать значительные суммы долгосрочных ресурсов, снижая премию за риск за счет его диверсификации среди широкого круга участников рынка. Развитая финансовая система распределяет риск, передавая его тем, кто может взять его на себя [8, с. 82–91]. Благодаря этой способности финансовых рынков, реализуемой через публичные акционерные общества, коллективные инвестиции, диверсификацию инвестиционных портфелей, хеджирование на срочном рынке, рынки акций и облигаций уже в течение нескольких веков помогают финансировать крупные проекты развития. Однако действующие модели регулирования и надзора, традиционный консерватизм Банка России по отношению к участникам рынка могут затруднить формирование особого механизма управления рисками на финансовом рынке, искусственно распространяя на небанковские финансовые организации практики банковского надзора, ограничивая число участников финансового рынка, повышая издержки по составлению отчетности и пруденциальному надзору, устанавливая неоправданные требования по капитализации бизнеса и ликвидности активов.

Ряд современных исследований, например Ма и Лин, обращают внимание на наличие определенного противоречия между денежно-кредитной политикой, направленной на таргетирование экономического роста

---

<sup>1</sup> Например, в соответствии с указанием Банка России от 16 декабря 2015 г. № 3901-У «О сроках и порядке составления и представления в Банк России отчетности акционерного инвестиционного фонда и отчетности управляющей компании инвестиционных фондов, паевых инвестиционных фондов и негосударственных пенсионных фондов» существенно ухудшен порядок раскрытия информации перед общественностью при резком увеличении объема раскрываемой информации перед Банком России.

и инфляции, и уровнем развития финансового рынка [70]. На примере показателей экономик 41 страны за период 2005–2011 гг. они продемонстрировали наличие значимой отрицательной зависимости между эффективностью ДКП и уровнем развития финансового рынка. Это означает, что, способствуя привлечению инвестиций и ускорению экономического роста, более развитая финансовая система может тем не менее снижать эффективность текущей ДКП. По нашему мнению, в этом случае при совмещении центральным банком функций организатора ДКП и финансового регулятора может возникать конфликт интересов, выражающийся в искусственном сдерживании развития финансового рынка и его влияния на ДКП.

В «Обзоре глобальной финансовой стабильности МВФ» в апреле 2017 г. подчеркивается, что наряду с ДКП развитие внутреннего финансового рынка является одним из наиболее действенных механизмов, влияющих на условия финансовой деятельности стран, под которой понимается доступность финансовых ресурсов. При этом в целях ограничения воздействия шоков на глобальном финансовом рынке правительство и монетарные власти должны уделять приоритетное внимание развитию банков и небанковских финансовых посредников, росту глубины и ликвидности внутренних рынков акций и облигаций [71].

Данный перечень проблем не является исчерпывающим, однако и он свидетельствует о том, что с точки зрения стратегии развития рынка, поддержания конкуренции, ограничения избыточной административной нагрузки остается множество открытых вопросов. От их решения во многом зависит, удастся ли качественным образом повысить конкурентоспособность внутреннего фондового рынка и его влияние на экономический рост.

## Список литературы

1. *Абрамов А., Радыгин А., Чернова М.* Долгосрочные портфельные инвестиции: новый взгляд на доходность и риски // Вопросы экономики. 2015. № 10. С. 54–77.
2. *Maу В.* Вспомнить 1980-е // Ведомости. 16 февраля 2016 г.
3. *Commodity Markets Outlook.* World Bank Group. Quarterly Report, April 2017.
4. *Миркин Я.М.* Финансовое будущее России: экстремумы, бумы, системные риски. М.: GEEOS Publishing House; Кэпитал Трейд Компани, 2011.
5. *Финансовые стратегии модернизации экономики: мировая практика / под ред. Я.М. Миркина.* М.: Магистр, 2014.
6. *Российская экономика в 2008 г. Тенденции и перспективы.* Вып. 30. М.: ИЭПП, 2009. С. 513–516.
7. *Boubakri Narjess, El Ghouл Sadok, Wang He, Guedhami Omrane, Kwok Chuck C.Y.* Cross-Listing and Corporate Social Responsibility // *Journal of Corporate Finance.* 2016. Vol. 41. P. 123–138.
8. *Зингалес Р.* Спасение капитализма от капиталистов: Скрытые силы финансовых рынков – создание богатства и расширение возможностей / пер. с англ. М.: Институт комплексных стратегических исследований; ТЕИС, 2004.
9. *Иванова А.* ПИК возвращается домой // Ведомости. 14 марта 2017 г.
10. *Busaba Walid Y., Guo Lin, Sun Zhenzhen, Yu Tong.* The dark side of cross-listing: A new perspective from China // *Journal of Banking & Finance.* 2015. No. 57. P. 1–16.
11. *Данилов Ю.А.* Эффективность финансового рынка России: выполнение социально-экономических функций и глобальная конкурентоспособность. М.: Издательский дом «Дело» РАНХиГС, 2017.
12. *Goodman В.* The Future of ETFs Barron’s gathered the ETF industry’s leaders to discuss what will drive growth, some needed changes, and how you should invest. Barron’s, March 11, 2017.
13. *PricewaterhouseCoopers.* Global financial markets liquidity study. August 2015.
14. *Adrian T., Fleming M., Shachar O., Vogt E.* Market Liquidity after Financial Crisis. Federal Reserve Bank of New York. Staff Report №796, October 2016, revised January 2017.
15. *Льюис М.* Flash Boys: Высокочастотная революция на Уолл-стрит / пер. с англ. М.: Альпина Паблишер, 2015.
16. *Investment Company Fact Book, 2016.* ICI, 56<sup>th</sup> Edition.
17. *Morningstar DirectSM Asset Flows Commentary: United States.* Morningstar Manager Research, 11 January 2017.



18. IMF. Financial Stability Report. October, 2012.
19. IMF. Financial Stability Report. October, 2015.
20. *Coates J., Hubbard G.* Competition in the mutual fund industry: evidence and implications for policy. Harvard Law School. Cambridge, Discussion Paper № 592, 08/2007.
21. *Kaousar I., Wehinger G.* Opportunities and limitations of public equity market for SMEs // OECD Journal: Financial Markets Trends. Vol. 2015/1, 2006.
22. Российский фондовый рынок: 2015. События и факты. М.: НАУФОР, 2016.
23. *Шумпетер Й.А.* Теория экономического развития. Капитализм, социализм и демократия / предисл. В.С. Автономова; пер. с нем. В.С. Автономова, М.С. Любского, А.Ю. Чепуренко; пер. с англ. В.С. Автономова, Ю.В. Автономова, Л.А. Громовой, К.Б. Козловой, Е.И. Николаенко, И.М. Осадчей, И.С. Семененко, Э.Г. Соловьева. М.: Эксмо, 2007.
24. *Melesky M., Podpiera A.* Institutional Structure of Financial Sector Supervision, Their Drivers and Historical Benchmarks // Journal of Financial Stability. 2013. Vol. 9. No. 3. P. 428–444.
25. *Абрамов А., Радыгин А., Чернова М.* Регулирование финансовых рынков: модели, эволюция, эффективность // Вопросы экономики. 2014. № 2. С. 33–49.
26. *Буклемешев О.В., Данилов Ю.А.* Современные тенденции институциональной структуры финансового регулирования: Монография. М.: Экономический факультет МГУ им. М.В. Ломоносова, 2017.
27. *Rajan R.G., Zingales L.* The Great Reversals: The Politics of Financial Development in the 20th Century // OECD Economics Department Working Papers. No. 265. 2000. OECD Publishing.
28. *Папнэ Я.Ш.* Российский крупный бизнес: первые 15 лет. Экономические хроники 1993–2008 гг. М.: Изд. дом ГУ ВШЭ, 2009.
29. *Терентьева А., Петлевой В., Песчинский И.* IPO с плюсом // Ведомости. 9 марта 2017 г.
30. *Данилов Ю.А.* Опыт реформ финансовых рынков в странах – конкурентах России на глобальном рынке капитала. М.: Изд-во Ин-та Гайдара, 2016.
31. *Абрамов А., Радыгин А., Чернова М.* Компании с государственным участием на российском рынке: структура собственности и роль в экономике // Вопросы экономики. 2016. № 12.
32. Обзор денежного рынка и рынка деривативов. Информационно-аналитические материалы Банка России. № 4. III квартал 2016 г.
33. Минфин России. Основные направления государственной долговой политики Российской Федерации на 2017–2019 гг. Опубликовано на сайте Минфина в Интернете. 2017.

34. *Dimson E., Marsh P., Staunton M.* Credit Suisse Global Investment Returns Yearbook 2017. Summary Edition. Credit Suisse Research Institute. 2017.
35. *Lu Y., Yakovlev D.* Exploring the Role of Foreign Investors in Russia's Local Currency Government Bond (OFZ) Market. IMF Working Paper. № WP/17/28. February 2017.
36. Russian Federation financial sector assessment program detailed assessment of implementation IOSCO objectives and principles of securities regulation. IMF Country Report № 16/304. September 2016.
37. *Акерлоф Д.* Охота на простака. Экономика манипуляций и обмена / Д. Акерлоф, Р. Шиллер; пер. с англ. Э. Кондуковой. М.: Манн, Иванов и Фербер, 2017.
38. Финансовое обозрение: условия проведения денежно-кредитной политики. Информационно-аналитический материал Банка России. № 4. IV квартал 2016 г.
39. Российская экономика в 2006 г. Тенденции и перспективы. Вып. 28. М.: ИЭПП, 2007.
40. *Месропян М.* Денежный октябрь // Ведомости. 6 ноября 2016 г.
41. *Стулов М.* Китайцы вышли из капитала Московской биржи // Ведомости. 4 февраля 2016 г.
42. *Усов И.* «Санкции снимут – будем думать // Ведомости. 18 ноября 2016 г.
43. Год Московской биржи: итоги и планы // Financial One. 24 декабря 2015 г.
44. Брокеры рассказали Кудрину об изъянах работы Московской биржи // Интерфакс. 10 апреля 2015 г.
45. Интерфакс-АФИ. Фондовая биржа оценила себя к IPO // Коммерсантъ. 26 марта 2012 г.
46. *Абрамов А.Е.* Проблемы IPO-SPO российских компаний. Экономико-политическая ситуация в России. М.: Институт экономической политики им. Е.Т. Гайдара, 2012. № 10. С. 54–58.
47. *Корищенко К.Н., Абрамова А.Е.* Влияние негосударственных пенсионных фондов на экономический рост. Москва, ноябрь 2016 г. Опубликовано на сайте: URL: <http://pensionreform.ru>
48. Презентация доклада: Корищенко К.Н., Абрамова А.Е. Влияние негосударственных пенсионных фондов на экономический рост // Интерфакс. 16 ноября 2016 г. URL: <http://www.interfax.ru/presscenter/537313>
49. *Абрамов А., Радыгин А., Чернова М.* Российские институциональные инвесторы и приватизационная политика. Экономическое развитие России, № 12, 2016 г.
50. *Абрамов А.Е.* Институциональные инвесторы в мире: особенности деятельности и институты развития. Кн. 2 / науч. ред. А.Д. Радыгин. М.: Изд. дом «Дело» РАНХиГС, 2014. С. 155–165.
51. *Фейнберг А.* Сбережения теряют ценность // РБК-daily. 15 марта 2017 г.

52. *Alpert B.N., Justice P., Serhan A., West C.* Global Fund Investor Experience Study // Morningstar. June 2015.
53. *Терченко Э.* Инвесторы не распробовали ИИС // Ведомости. 5 апреля 2017 г.
54. *Namatalla A., Gokoluk S.* Top 2017 Emerging EMEA Pics Are All Things Russia; Avoid Turkey. 27 december 2016. Bloomberg.
55. Ministerstwo Pozwoju. 2017. Responsible Development Strategy – Capital Accumulation Programme. [https://www.mr.gov.pl/media/22166/ResponsibleDevelopment\\_Strategy\\_CapitalAccumulationProgramme.pdf](https://www.mr.gov.pl/media/22166/ResponsibleDevelopment_Strategy_CapitalAccumulationProgramme.pdf).
56. Банк России. О чем говорят тренды. Макроэкономика и рынки // Бюллетень Департамента исследований и прогнозирования. Март 2017. № 2 (14).
57. Российская экономика в 2015 г. Тенденции и перспективы. Вып. 37 / В. Мау и др.; под ред. С.Г. Синельникова-Мурылева (гл. ред.), А.Д. Радыгина. М.: Изд-во Ин-та Гайдара, 2016.
58. IMF. Financial Stability Report. September 2011.
59. *Абрамов А.* Различия в поведении внутренних и иностранных частных инвесторов на российском фондовом рынке // Экономическое развитие России. 2015. № 11. С. 47–52.
60. *Хасанова С.* Разрешенный препарат: обойдутся ли банки без допинга ЦБ // Banki.ru. 14 марта 2016 г. Опубликовано на сайте: URL: <http://www.banki.ru/news/daytheme/?id=8768464>
61. *Мау В.А., Улюкаев А.В.* Глобальный кризис и вызовы экономической политики современной России. М.: Изд. дом «Дело» РАНХиГС, 2015.
62. *Гурвич Е., Прилепский И.* Влияние финансовых санкций на российскую экономику // Вопросы экономики. Январь 2016. № 1.
63. *Волкова О.* Контрсанкции против санкций: что хуже // РБК Daily. 21 марта 2016 г.
64. *Levine R.* Financial Development and Economic Growth: Views and Agenda // Journal of Economic Literature 1997. No. 35. P. 688–726.
65. *Demirgüç-Kunt A., Maksimovic V.* Stock Market Development and Financing Choices of Firms // World Bank Economic Review. 1996. No. 10. P. 341–370.
66. *Levine R., Loayza N., Beck T.* Financial Intermediation and Growth: Causality and Causes // Journal of Monetary Economics. 2000. No. 46. P. 31–77.
67. *Allen F., Carletti E., Qianc J., Valenzuela P.* Financial Intermediation, Markets, and Alternative Financial Sectors. Chapter 11 // Handbook of the Economics of Finance. Elsevier B.V., 2013.
68. *Gould D.M., Melecky M.* Risks and Returns: Managing Financial Trade-Offs for Inclusive Growth in Europe and Central Asia. Washington DC: World Bank, 2017.
69. *Абрамов А., Радыгин А., Чернова М., Энтов Р.* Государственная собственность и характеристики эффективности // Вопросы экономики. 2017. № 4.

70. *Ma Yong, Lin Xing kai*. Financial development and the effectiveness of monetary policy // Journal of Banking & Finance. 2016. No. 68. P. 1–11.
71. Are countries losing of domestics financial conditions? Chapter 3. Global Financial Stability Report: Getting the Policy Mix Right // IMF. April 2017. P. 83–108.

## **Информационные ресурсы**

Агентство Блумберг <http://www.bloomberg.com/>

Банк России: <http://www.cbr.ru/>

Всемирный банк, База данных цен на товарных рынках:

<http://www.worldbank.org/en/research/commodity-markets>

Всемирный банк, база данных WDI: <http://databank.worldbank.org/data/reports.aspx?source=world-development-indicators>

Всемирный банк Global Financial Development Database: <http://data.worldbank.org/data-catalog/global-financial-development>

Всемирная федерация бирж: <https://www.world-exchanges.org/home/>

Всемирный экономический форум The Global Competitiveness Report: <https://www.weforum.org/reports/the-global-competitiveness-report-2016-2017-1>

Гонконгская фондовая биржа: <http://www.hkex.com.hk/eng/index.htm>

Инвестиционная компания «Финам»: <https://www.finam.ru/>

Информационно-аналитический ресурс «Слияния и поглощения в России»: <http://mergers.ru/>

Лондонская фондовая биржа: <http://www.londonstockexchange.com/home/homepage.htm>

Международное энергетическое агентство: <http://www.iea.org/>

Минфин России: <https://www.minfin.ru/ru/>

Московская биржа <http://moex.com/>

Национальная лига управляющих: <http://www.nlu.ru/>

Немецкая фондовая биржа: <http://www.deutsche-boerse-cash-market.com/dbcm-en/>

Нью-Йоркская фондовая биржа: <https://www.nyse.com/index>

Пенсионный фонд Российской Федерации: <http://www.pfrf.ru/>

Росстат: <http://www.gks.ru/>

Финансовое информационное агентство Cbonds: <http://ru.cbonds.info/>

Эксперт РА – рейтинговое агентство: <http://raexpert.ru/>

EPFR (Emerging Portfolio Fund Research): <http://www.epfr.com/company.aspx>

Euromonitor International – Passport:

<https://www.portal.euromonitor.com/portal/account/login>

Factiva: <https://www.dowjones.com/products/factiva/>

International Financial Statistics (IFS) IMF: <http://data.imf.org/?sk=5dabaff2-c5ad-4d27-a175-1253419c02d1>

Investment Company Institute (ICI): <https://www.ici.org/>

Wall Street Journal <https://www.wsj.com/europe?cb=logged0.7219703086529705>

Yahoo: [www.finance.yahoo.com](http://www.finance.yahoo.com)

**Александр Евгеньевич Абрамов**

# **Российский финансовый рынок: факторы развития и барьеры роста**

*Редакторы:* Н. Главацкая, К. Мезенцева

*Корректор:* Н. Андрианова

*Компьютерный дизайн:* Е. Немешаева

Подписано в печать 20.06.2017

Тираж 400 экз.

125993, г. Москва,  
Газетный переулок, д. 3–5, стр. 1.

Тел. (495) 629–4713

Факс (495) 691–3594

**www.iep.ru**

**E-mail: info@iep.ru**

ISBN 978-5-93255-508-8



9 785932 555088