

## ПРОБЛЕМЫ РАЗВИТИЯ БИРЖЕВОЙ СРЕДЫ В РОССИИ

### PROBLEMS OF DEVELOPMENT OF THE EXCHANGE ENVIRONMENT IN RUSSIA

С. Д. Носов,  
аспирант

*В статье, основанной на глубоком анализе теоретического материала и практической оценки экспертов финансового рынка, автор дает обзор текущего состояния рынка ценных бумаг РФ, производит его сравнительный анализ с рынком США, с последующим выявлением проблем влияющих на развитие отрасли.*

*Brief annotation: In an article, based on a thorough analysis of the theoretical material and practical evaluation of financial market experts, the author gives an overview of the current state of the Russian securities market, makes it a comparative analysis of the U.S. market, followed by the identification of the problems affecting the development of the industry.*

**Ключевые слова:** фондовый рынок, биржевой брокер, ценные бумаги, инвестор, трейдинг, ликвидность.

**Key words:** stock market, stock broker, securities, investor, trading, liquidity.

Современная экономическая теория финансовых рынков вступила в новую фазу своего развития. Это обусловлено несколькими факторами. Во-первых, усложнением и глобализацией мировой экономики. Во-вторых, появление новейших компьютерных технологий, сделавших возможным исследование сложных явлений и процессов. В-третьих, повышающимся интересом населения к инструментам инвестирования и готовностью эффективно использовать накопленные денежные средства.

Не представляется возможным говорить о финансовой системе государства, не задействовав один из ее базисов – рынок ценных бумаг.

На сегодняшний день рынок ценных бумаг является не только одним из ключевых инструментов экономики, но и становится одним из важнейших составляющих, как для обычного человека, так и для инвестора, профессионального трейдера или финансового института. Сотни миллионов людей во всем мире полагают, что ценные бумаги (все виды акций, облигаций и другие финансовые инструменты) являются самым привлекательным объектом для вложения денег.

Целью данной статьи является проведение ретроспективного анализа биржевой среды России и выявление проблем современного рынка ценных бумаг.

Изменения, проводимые в финансовом секторе России (реструктуризация банковской и брокерской системы, выстраивание современной модели фондового рынка и др.) ориентированные на построение эффективной рыночной экономики, сопровождаются рядом существенных позитивных и негативных явлений в сфере брокерской деятельности. Эффективность работы брокерских компаний в качестве посредников на рынке ценных бумаг в России совершенно недостаточна.

С момента образования РЦБ в России, число брокерских компаний составляет – 605<sup>1</sup>, действительно крупных из которых, около 20 (табл. 1). Самый крупный российский брокер, на сегодняшний день, имеет около 191 000<sup>2</sup> клиентов, крупный американский – 1 000 000<sup>3</sup>.

По словам Михаэля Майнвэлда<sup>4</sup> – число клиентов у крупных брокерских компаний, действительно достигает около 1 млн., это при том, что зарубежные брокерские дома уделяют предпочтение институциональным клиентам<sup>5</sup>, а значит, точное число просто не возможно подсчитать, так как не ясно, сколько клиентов находится в каждом «пуле»<sup>6</sup> денежной массы, т.е. общий объем клиентов может в несколько раз превышать официальное значение.

<sup>1</sup> Данные с официального сайта биржи ММВБ-ПТС <http://www.micex.ru/markets/stock/members/list> на 29.09.2012 г.

<sup>2</sup> Данные с официального сайта биржи ММВБ-ПТС <http://rts.micex.ru/ru/spot/members-rating.aspx?rid=111>. Компания ВТБ 24 (ЗАО)

<sup>3</sup> Данный представлено интернет рейтинговым агентством ratingfx.ru, брокер - Interactive Brokers LLC.

<sup>4</sup> Mihael Mainwald – вице-президент Lek Securities Corporation (один из крупнейших американских брокеров).

<sup>5</sup> Институциональный инвестор [institutional investor] – финансовая структура (банк, инвестиционный фонд, страховая компания и т.п.), размещающая собранные у населения средства (сбережения) в инвестиции, приобретаемая для этого акции и другие ценные бумаги. Alexander Elder. Trading for a Living // A Wiley Finance Edition. – 2010. – P. 27.

<sup>6</sup> Денежный пул (Cash pooling) – слияние денежных средств.

Лидеры брокерского обслуживания на рынке ценных бумаг

Наименование компании	Торговый оборот, руб. ММВБ	Оборот, руб. ФОТРС	Кол-во клиентов	Собственные средства
ФГ БКС	145 991 787 527	1 670 136 833 963	106282	1 196 221 732
ЗАО ФИНАМ	136 714 619 617	625 699 073 420	119642	3 152 095 619
ФК ОТКРЫТИЕ	100 897 917 242	1 917 594 375 120	34676	1 414 919 081
ГК АЛОР	83 946 778 891	305 871 995 021	28745	333590724
ЗАО СБЕРБАНК КИБ	55 834 547 397	266 954 263 327	18512	5 709 776 678
ВТБ 24 ЗАО	52 266 860 088	273 419 541 761	191194	140 643 151 000
АЙ ТИ ИНВЕСТ-ПРОСПЕКТ	45 182 990 916	1 036 160 799 605	8564	120272244
ООО АТОН	39 062 479 867	124 289 409 692	42587	1 023 411 447
ОАО ИК ЦЕРИХ КЭ-ПИТАЛ МЕНЕДЖМЕНТ	28 243 612 749	198 326 463 776	10090	120 522 407
ОАО АЛЬФА-БАНК	21 681 820 528	346 974 487 721	60087	140 224 563 000
КИТ ФИНАНС ООО	18 173 104 490	213 338 820 874	19765	689 858 368

Таблица составлена на основе ежемесячных отчетов биржи ММВБ-ПТС <http://rts.micex.ru/>

Ключевым фактором, влияющим на столь существенное отставание брокериджа в России от зарубежных аналогов, является не развитость биржевой среды.

По мнению биржевых экспертов, к наиболее существенным проблемам российского рынка ценных бумаг стоит отнести:

Не развитость сегментов российского рынка ценных бумаг. Так, относительный (сравнительно с ВВП) размер рынка корпоративных облигаций в 20 раз меньше среднемирового. Соотношение активов финансовых учреждений и ВВП меньше среднемирового по страховым компаниям в 15 раз, по негосударственным пенсионным фондам – в 65 раз, инвестиционным фондам (открытым и интервальным) – в 76 раз.

Крайне слабое участие населения в операциях на фондовом рынке. По самым оптимистическим оценкам, количество участников на фондовом рынке в России не превышает 1,5 млн. человек, в то время как в США и Китае таковых более 100 млн., в крупных европейских странах – более 10 млн. человек. Столь низкие статистические показатели вызваны не только статусом «молодого рынка», но и низкой финансовой грамотностью населения.

Высокая волатильность<sup>1</sup> и низкая ликвидность<sup>2</sup> российского рынка (соответственно, высокая степень риска). К настоящему времени уровень волатильности по сравнению с минувшим десятилетием снизился, однако по-прежнему остается высоким. Как свидетельствуют данные Национального Рейтингового Агентства<sup>3</sup>, волатильность российского рынка в последние годы в 3 раза выше, чем волатильность развитых рынков, и по степени рискованности уступает только Латинской Америке. Отдельно стоит отметить, чрезмерную концентрацию рынка акций: 90% капитализации приходится на десяток недостаточно прозрачных компаний преимущественно топливно-энергетического комплекса; олигополию среди посредников (8–10 крупнейших посредников доминируют в некоторых сегментах), что создает условия для манипулирования рынком; высокую концентрацию собственности в контрольных пакетах и низкую долю акций в свободном обращении (free float<sup>4</sup>). В связи с низкой ликвидностью фондового рынка, сегмент крупных игроков остается вообще не развитым, и их операции осуществляются преимущественно на внебиржевом рынке.

Низкое доверие населения к западному рынку ценных бумаг и отсутствием возможности инвести-

<sup>1</sup> Волатильность – непостоянство, изменчивость курса на бирже за конкретный рассматриваемый период.

<sup>2</sup> Ликвидность – способность активов быстро и с наименьшими издержками быть проданными на рынке.

<sup>3</sup> Национальное Рейтинговое Агентство – российская организация, аккредитованная министерством финансов РФ, которая осуществляет деятельность по рейтингованию участников финансового рынка с 2000 года.

<sup>4</sup> Free-float – число акций, находящихся в свободном обращении за вычетом акций, которыми владеют стратегические инвесторы, топ-менеджмент, государство и т.д., т.е. это часть акций, доступных обычным частным инвесторам и спекулянтам (миноритарным акционерам), никак не связанных с самим эмитентом, выпускающим эти акции и не участвующих в стратегическом контроле за предприятием.

рования в него, в рамках российского законодательства. Для большинства жителей нашей страны, инвестиции в зарубежные ценные бумаги, кажутся очень сложным механизмом, хотя это далеко не так, и как инструмент диверсификации рисков и сохранения капитала, весьма актуальный вариант.

Как отмечает, Кирилл Дружков, заместитель генерального директора ООО «Мирокси Инвест» – «одной из существенных проблем развития биржевой среды в РФ является отсутствие значительной прослойки среднего класса, без которого появление массового инвестора не представляется возможным».

Недостаточное распространение народных IPO<sup>1</sup>. За последние 5 лет, IPO крупнейших компаний, на мой взгляд, в большинстве являются провальными.

Существенное отставание нормативно-правовой базы и уровня регулирующих органов. Проведя параллель с регулирующими органами США (Конгресс США, SEC<sup>2</sup>, FED<sup>3</sup>, FDIC<sup>4</sup>, FINRA<sup>5</sup>, SIPC<sup>6</sup> и Саморегулирующиеся организации), российская система выглядит низкоэффективной и не защищающей права инвесторов.

На сегодняшний день, наиболее эффективной системой регулирования признана система США. При анализе регулятивной системы управления РЦБ России и Америке нужно выделить ряд преимуществ западной системы (табл. 2), внедрение которых нормализует работу российской системы и как следствие увеличит приток инвесторов в представленный сектор экономики.

Таблица 2

**Преимущества американской системы регулирования**

Преимущество иностранной системы	Описание (значение) использования
1. Единый контрольный орган (SEC)	На данный орган возложена основная ответственность за исполнение федеральных законов о ценных бумагах и регулированию всех финансовых рынков
2. Независимый внутренний надзорный орган (FED – ФРС)	Исполнительный государственный орган, отражающий интересы не только государства, но и коммерческих структур, за счет разностороннего аппарата членов органа
3. Служба по защите инвесторов (SIPC)	Служба, защищающая права инвестора в случае банкротств брокеров, мошеннических действий и др. «финансового вреда», обеспечивающая страховое покрытие <sup>7</sup> до \$500 000 депозита клиента
4. Сбалансированность системы регулирования	- высокая степень «прозрачности» контроля; - четкая структура ответственности; - высокий уровень нормативно-правовой базы; - доступность механизмов взаимодействия регуляторов для инвесторов

Проанализировав регулятивную инфраструктуру в рамках которой осуществляется работа российских и западных брокеров, следует отметить следующие аспекты биржевой деятельности (табл. 3).

Согласно проведенному анализу, российский рынок ценных бумаг отличается в худшую сторону от американского, в целом, по многим показателям: короткой историей, слабой организованностью, меньшими оборотами торгов и ликвидностью, ассортиментом и количеством, торгующихся на нем финансовых инструментов, меньшим количеством брокеров и инвесторов, слабым регулятивным механизмом, отсутствием единого органа контроля.

Но при всех недостатках у него есть и существенные преимущества: повышенная долгосрочная волатильность (размах на который растут и падают цены), высокий потенциал роста, широкие возможности для развития сегмента биржевого брокериджа, и самое главное, возможность формирования лидирующего высокотехнологичного РЦБ, при условии использования американского и европейского опыта, и как следствие этого колоссального притока зарубежных инвестиций.

Недостатки выявленные при анализе инфраструктуры фондового рынка России, наибольшим образом сказываются на динамике роста ценных бумаг.

<sup>1</sup> IPO (Initial Public Offering) – первоначальное публичное предложение акций компании на продажу широкому кругу лиц.

<sup>2</sup> SEC (Securities and Exchange Commission) – Комиссия по ценным бумагам и биржам США.

<sup>3</sup> FED (FEDeral Reserve System (FRS)) – Федеральная резервная система (ФРС) США.

<sup>4</sup> FDIC (Federal Deposit Insurance Corporation) – Федеральная государственная корпорация страхования банковских депозитов.

<sup>5</sup> FINRA (Financial Industry Regulatory Authority) – Служба регулирования отрасли финансовых услуг США.

<sup>6</sup> SIPC (Securities Investor Protection Corporation) – Корпорация по защите инвесторов.

<sup>7</sup> Размер страховой компенсации определен на официальном сайте органа <http://www.sipc.org/>

Преимущества и недостатки рынка ценных бумаг Америки и России

Рынок	Преимущества	Недостатки
АФР	<ol style="list-style-type: none"> <li>1) Количество торгуемых бумаг (более 13 000 эмитентов)</li> <li>2) Высокая ликвидность (объемы торгов)</li> <li>3) Возможность покупать ценные бумаги со всего мира</li> <li>4) Возможность эффективней торговать по техническому и фундаментальному анализам, благодаря длительной истории рынка</li> <li>5) Наличие «жестких» регуляторов рынка</li> <li>6) Возможность использовать фин. инструмент ETF<sup>1</sup></li> <li>7) Возможность торговли для крупных инвесторов</li> <li>8) Торговля в зарубежных валютах</li> <li>9) Возможно зарабатывать с ECN<sup>2</sup></li> <li>10) Высокий авторитет рынка</li> <li>11) Высокий уровень Интернет-ресурсов (информационная поддержка)</li> <li>12) Большое количество участников торгов</li> </ol>	<ol style="list-style-type: none"> <li>1) Состояние переторговонности</li> <li>2) Сильное влияние экономических новостей (данные экономического календаря)</li> <li>3) Торговля инсайдом</li> </ol>
РФР	<ol style="list-style-type: none"> <li>1) Динамично развивающийся рынок</li> <li>2) Территориальное расположение (преимущество для российских инвесторов)</li> <li>3) Высокий потенциал роста 3-го и 4-го эшелонов</li> <li>4) Участник BRIC</li> <li>5) Возможный рост в будущем за счет развивающийся экономики и масштабы сырьевых ресурсов</li> <li>6) Большое количество экспертов в области разработки механических торговых систем</li> </ol>	<ol style="list-style-type: none"> <li>1) Отсутствие длительной истории рынка</li> <li>2) Большое влияние маркет мейкеров</li> <li>3) Отсутствие ликвидности для крупных игроков</li> <li>4) Состояние перекупленности или перепроданности в голубых фишках</li> <li>5) Зависимость от западных рынков</li> <li>6) Высокое давление нерезидентов</li> <li>7) Небольшое количество ликвидных бумаг</li> <li>8) Возможно временное закрытие бирж при сильных движениях</li> <li>9) Манипуляции ВЭБ</li> <li>10) Слабая поддержка рынка государством</li> <li>11) Низкий уровень интернет сервиса</li> <li>12) Небольшое количество игроков (трейдеров)</li> </ol>

Составлено автором.

Сравнивая динамику роста акций стран BRIC (рис. 1), стоит отметить, что ценовой диапазон ценных бумаг России имеет невысокие показатели, что отражает не готовность населения (как в России, так и зарубежом) инвестировать в российские активы:

Проанализировав особенности РЦБ, можно сформировать ряд выводов при выстраивании современной оптимальной биржевой среды:

1. Для того чтобы предпринимать осознанные действия на РЦБ, необходимо правильно оценивать его состояние и происходящие на нем процессы.
2. Задача создания инвестиционного механизма, ориентированного на поддержку реальной экономики, до сих пор не решена. Система мобилизации и трансформации сбережений в долгосрочные инвестиции и перераспределения капитала от неэффективных субъектов экономики к более эффективным не действует.
3. В большинстве развитых стран рынок ценных бумаг является не только одним из основных

инструментов размещения средств, но и важным источником финансовых ресурсов. Данные операции активно используются банками для управления финансовыми рисками, включая кредитный (за счет выпуска asset-backed securities), и долгосрочного планирования ликвидности. Анализ рынка ценных бумаг свидетельствует о том, что в России ситуация еще далека от мирового уровня. Однозначно можно отметить, что без прихода на рынок крупных институциональных инвесторов, увеличение ликвидности на рынке не состоится.

4. Оставаться конкурентоспособным по отношению к западным и восточным соседям российский рынок сможет только за счет увеличения ликвидности, в том числе за счет иностранных ценных бумаг. Очевидным следствием концентрации спроса является возможность реализации инвестиционных идей, не только с использованием российских ценных бумаг, но за счет инвестирования в зарубежные крупнейшие компании, что в свое очередь приведет к ответным вложениям.

<sup>1</sup> Торгуемый на бирже фонд (англ. Exchange Traded Fund, ETF) – индексный фонд, паи которого обращаются на бирже. Структура ETF повторяет структуру выбранного базового индекса.

<sup>2</sup> Electronic Communication Network (ECN) – электронная система осуществления сделок купли-продажи биржевых товаров, которая пытается устранить роль посредников. ECN связывает ведущих брокеров и отдельных трейдеров между собой, чтобы они могли торговать напрямую, минуя биржевые механизмы посредников.



Рис. 1. Динамика индексных фондов (ETF) стран БРИК

5. В ближайшие годы, важнейшими задачами регулирующих органов должны стать: поддержание стабильности на фондовом рынке; предотвращение чрезмерного размаха колебаний; ограничение интересов спекулянтов за счет повышения информативности цен и прозрачности рынка; снижение для корпораций (прежде всего с государственным участием) долговых рисков, в первую очередь зарубежных; создание страховочной системы для смягчения возможных кризисных явлений на российском рынке, в случае мировых экономических потрясений; введению мегарегулятора.

Согласно сформулированным выводам можно с уверенностью сказать, что необходимость развития РЦБ в России есть, и задача открытия его максимальному количеству инвесторов, не является предметом частного обогащения, а служит усилению экономики страны в целом и привлечению в нее дополнительного финансового потока.

**Библиографический список**

1. Найман Э.Л. Малая энциклопедия трейдера. М.: Альпина Бизнес Букс, 2009. – С. 34–40.
2. Вайн С. Глобальный финансовый кризис. Механизмы развития и стратегии выживания. М.: Альпина Бизнес Букс, 2009. – С. 41–53.

3. Машинская Е.А. Инвестиционная стратегия или как привлечь инвестора. М.: Гросс Медиа, 2008. – С. 70.
4. Станьер П., Инвестиционные стратегии: руководство: как понимать рынки, риски, вознаграждение и поведение инвесторов: пер. с англ. М.: Олимп-бизнес, 2009. – С. 32–37.
5. Кирихов Э. П. Развитие рынка ценных бумаг в России: задачи государственного регулирования // Финансы и экономика. – 2007. – С. 16.
6. Donald E. Weeden, The New York Stock Exchange and the Struggle Over a National Securities Market, Ironwood Lithographers. 2008. – P. 83–85.
7. Thomas J. Dorsey, Thriving as a Broker in the 21st Century, Bloomberg Press. 2007. – P. 9–15.
8. Федеральная служба по финансовым рынкам [сайт]. URL: <http://www.fcsm.ru/ru/legislation/documents/projects/>
9. ОАО «РБК Информационные системы» [сайт]. URL: <http://quote.rbc.ru/topnews/2013/05/16/33945832.html>
10. Московская Биржа [сайт]. URL: <http://rts.micex.ru/>
11. New York Stock Exchange (NYSE) [сайт]. URL: <https://nyse.nyx.com/financial-literacy/>
12. Securities and Exchange Commission (SEC) [сайт]. URL: <http://www.sec.gov/rules.shtml>
13. Американский финансовый портал [сайт]. URL: <http://finance.yahoo.com/q?s=RSX&q=1>