



Рынок ценных бумаг:
*Спектр активов и перспективы
развития*

Евгений Дорофеев

ОАО Банк «Петрокоммерц», ГУ-ВШЭ, МБИ



Периоды развития фондового рынка России

- *Начальный этап развития (примерно до 1994 г.)*
- *Перераспределение собственности (примерно до 1997 г.)*
- *Стагнация и восстановление после дефолта (примерно до 2004г.)*
- *Формирование рынка отечественного капитала (с 2005 г.)*

Начальный этап развития (примерно до 1994 г.)

- Участники финансового рынка

- *Государство*

- потребитель бюджетных поступлений, преимущественно экспортных

- *Частные банки:*

- брокеры по конвертации валютной выручки
- трансфер-агенты бюджетных поступлений

- *Розничные валютнообменные фирмы*

- *Граждане:*

- цели сбережения – не потерять на инфляции

Левада-Центр: субъективная потребительская корзина содержала более 80% импортных товаров

- следовательно, сбережения валютные или высокодоходные рублевые

Начальный этап развития (примерно до 1994 г.)

• Активы рынка

• *Валюта:*

- массовость поступления, в т.ч. в наличной форме
- низкие издержки конвертации за рубежом
 - доллар США, марка ФРГ

• *Краткосрочные спекулятивные инструменты:*

- краткосрочные ГКО

Более 60% оборота – сроки до 3 мес.

- билеты МММ

Доходность – выше валюты. Критерий степени рискованности – success story

• *Прочие активы:*

- приватизационные ваучеры

Низкая инвестиционная привлекательность при отсутствии доступа к непубличной информации

Перераспределение собственности (примерно до 1997 г.)

- Участники рынка

- *Государство*

- потребитель бюджетных поступлений, в т.ч. от приватизации

- *Частные банки/компании* (новое):

- участники сделок по приватизации

В т.ч. залоговых аукционов. Экономическая сущность – распределение госактивов с целью снижения бюджетных инвестиций в поддержание предприятий.

Регистрация собственности в стабильных юрисдикциях

- *Иностранные инвесторы:*

- участники рынка ГКО-ОФЗ
- Carry-trade
- стратегические миноритарные инвесторы сырьевых компаний

Формирование биржевого рынка



Перераспределение собственности (примерно до 1997 г.)

- Активы рынка (новое)

- *Публичные акции* частных компаний:

- активные биржевые торги – примерно с 1994 г., индекс РТС – с 1995 г.
 - первично – монетизация приобретенной собственности
 - как следствие – неоправданно высокие обороты торгов
 - отделение рынка акций от рынка рублевых корпоративных инвестиций

- *Облигации* частных компаний:

- основная масса – plain vanilla (постоянный купон), в т.ч. конвертируемые выпуски (для нерезидентов)
- floaters – не прижились

Отсутствие длинных денег к инвестированию в публичные активы

Стагнация и восстановление после дефолта (примерно до 2004г.)

- Участники рынка (новое)

- *Государственные банки:*

- проводники роли ЦБ как кредитора частных банков в последней инстанции

- *Иностранные инвесторы:*

- стратегические инвесторы в дешевые российские активы (особенно гособлигации и акции госмонополий)

- *Пенсионные фонды:*

- инструмент принудительного кредитования госбюджета

Активы, доступные для инвестирования – только долговые активы высшего рейтинга, более 80% объема которых было сосредоточено в ОФЗ и ОБР

- *ПИФы, фонды банковского управления:*

- попытка организации массового добровольного инвестирования

Пока больших успехов не видно: менее 10% оборотов рынка, заметно меньше собственного оборота средств банков, формирующих УК ПИФов.

Стагнация и восстановление после дефолта (примерно до 2004г.)

- АКТИВЫ РЫНКА (новое)

- *Конвертация акций* крупных компаний *в ADR/GDR*:
 - признание эмитентами и государством отсутствия достаточной внутренней инвестиционной базы
 - полноценное проявление стратегического внешнего интереса к дешевым российским активам
- *Биржевые производные инструменты на*:
 - валюта, нефть, золото
 - ликвидные акции, индекс РТС

Маржинальные сделки с плечом без цели хеджирования (кроме валюты)

Как следствие: сильная неустойчивость оборотов при колебаниях цены базового актива, отсутствие интереса к инструментам у крупных игроков из-за невозможности эффективного закрытия позиций

Формирование рынка отечественного капитала (с 2005 г.*)

- Участники рынка (новое)

- *Государство и окологосударственные частные инвесторы*

Массовая консолидация собственности в государственных и родственных корпорациях. Мотивы – экономическая безопасность и социальная стабильность, а также private benefits ценой качества макроэкономического роста

- *Крупные внутренние инвесторы-физлица*, реализовавшие активы в ходе IPO/SPO

Созданный в России капитал полноценно инвестируется в России

- *Нерезиденты – фонды прямых инвестиций*

- целевые вложения в отдельные проекты в отличие от портфельных вложений в акции крупных компаний

- *Граждане* как субъекты индивидуальных *долгосрочных инвестиций*

Преимущественно низкорискованные активы – банковские вклады, в т.ч. металлические. Основной мотив – минимизация транзакционных издержек при высокой ликвидности вложений в случае непредвиденного ухудшения инвестклимата

***В т.ч. в период кризиса 2008-2009 гг.**

Формирование рынка отечественного капитала (с 2005 г.)

- Активы рынка (новое)

- *Новые акции компаний*, размещенные в ходе *IPO/SPO* (в т.ч. в виде ADR/GDR)
- *Существенный рост активности рынка слияний и поглощений*
 - появление долгосрочных внутренних частных инвестиций в публичные активы

Весьма важное явление: сравнимость доходности публичных и непубличных активов

- кратный рост отношения оборотов рынка к капитализации
- *Российские депозитарные расписки* (РДР)
 - признание сравнимости ликвидности внутреннего рынка с внешними площадками
- *Объединение бирж*
 - расширения списка инструментов, доступных каждому инвестору

Ближайшие перспективы

- *Десегментация рынков отдельных типов активов* (акций, облигаций, производных и т.д.)
- *Глобализация портфелей* как инвестиционных институтов, так и частных лиц
- *Повышение степени прозрачности инвестиций*, в т.ч. зарубежных

Рост количества и качества публичной и фискальной информации об активах и их бенефициарах, в т.ч. изначально конфиденциальной

- *Как следствие:*
 - *рост транзакционных издержек при осуществлении стратегических инвестиций* при
 - *снижении транзакционных издержек портфельных инвестиций*
 - *рост относительной доли и скорости перетока «горячих денег»*