



Александр Потемкин
генеральный директор ММВБ

ФОНДОВЫЙ РЫНОК КАК ФАКТОР УДВОЕНИЯ ВВП

В последнее время развернулась бурная дискуссия о том, как достичь требуемых темпов роста экономики для решения задачи удвоения валового внутреннего продукта и можно ли это сделать в нынешних условиях. Очевидно, что резервы ускорения роста определяются в основном внутренними факторами и могут быть реализованы за счет развития внутреннего производства и снижения сырьевой зависимости. Но для практической реализации этой задачи необходимы значительные инвестиции, об источниках которых и пойдет речь.

УСЛОВИЯ ДЛЯ РОСТА

Решение поставленной Президентом РФ задачи удвоения ВВП к 2012 г. требует ежегодного роста не менее чем на 7,2% (за основу взят 2002 г.). Если в качестве срока взять 2010 г., то потребуется ежегодный рост в 9,4%. Вместе с тем средние темпы экономического роста России в 1999–2003 гг. составили 6,7%, прогноз на 2005–2006 гг. не превышает 6%. Необходимо ускорение роста, для которого требуются значительные инвестиции. Для того чтобы российский фондовый рынок можно было рассматривать как один из основных источников инвестиций для российских предприятий, необходимо как минимум трехкратное увеличение его доли в инвестициях в основной капитал. На дан-

ный момент его доля не превышает 10%, в то время как в развитых странах ее уровень достигает 40–60%. Какие же основные проблемы необходимо решить, чтобы радикально повысить инвестиционную эффективность и вклад российского фондового рынка в экономический рост?

Сегодня макроэкономическая ситуация в России в целом способствует процессу инвестирования — она является на более благоприятной и стабильной за все годы реформ. Наблюдавшийся длительное время непрерывный процесс ослабления рубля сменился его реальным укреплением, что способствует притоку инвестиций в рублевые активы. Существенно снизился внешний государственный долг, что сократило валютные риски бюджета.

Позитивная макроэкономическая ситуация уже привела к увеличению инвестиций и экономическому росту. При этом следует особо отметить, что в последние годы в России темпы экономического роста тесно коррелируют с инвестиционной активностью. Наибольший экономический рост (в 2000 и 2003 гг.) приходился на максимумы увеличения инвестиций в основной капитал (рис. 1).

Опыт европейских и азиатских стран свидетельствует о том, что темпы роста инвестиций должны в 1,5–2 раза превосходить целевые темпы роста экономики. Иными словами, для увеличения ВВП на требуемые 9,4% ежегодный прирост инвестиций в основной капитал должен составлять не менее 18,8%. В то же время в 2003 г. динамика капитал-

ных вложений в России выросла на 12%, что в абсолютном выражении при общем объеме инвестиций в основной капитал около 75 млрд долл. (по данным ФСГС) составляет приблизительно 10 млрд долл.

Следует отметить, что текущий уровень роста капитальных инвестиций не решает многих проблем. Например, по данным ЦЭК при Правительстве РФ, в 2003 г. снизился коэффициент обновления основных фондов, повысилась степень их износа, доля старого оборудования, прослужившего свыше 20 лет, составила в экономике в среднем 45%, а в электроэнергетике 57%.

Очевидно, что уровень инвестиций явно недостаточен и требует радикального увеличения. Возникает вопрос: за счет каких источников? Для того чтобы ответить на этот вопрос, проанализируем структуру инвестиций в основной капитал российских предприятий (рис. 2).

Основным источником инвестиций для российских предприятий продолжают оставаться собственные средства, в частности нераспределенная прибыль и амортизация. Однако прибыль компаний — величина непостоянная, к тому же у многих потенциально успешных предприятий, особенно на начальном этапе развития, она невелика. Одновременно сохраняется значительная налоговая нагрузка на реинвестируемую прибыль.

Из внешних источников финансирования инвестиций значительную долю составляют средства бюджетов и внебюджетных фондов. Однако они резко сокращаются, особенно в промышленности.

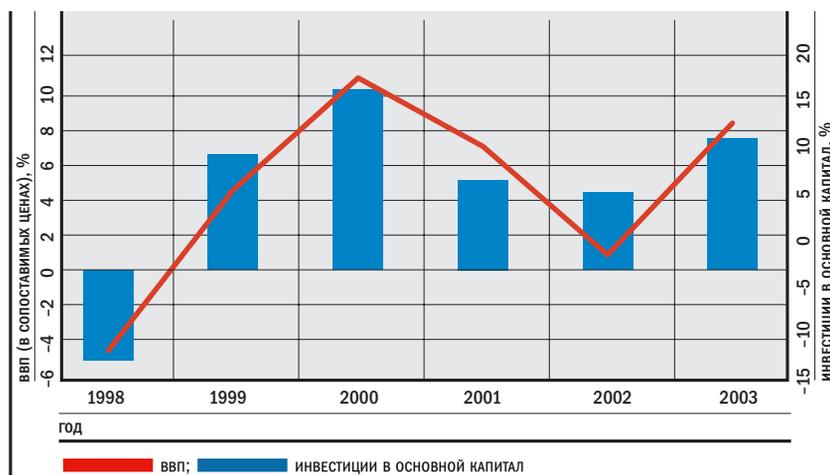
Банковские кредиты не имеют существенной доли в инвестициях в основной капитал. В 2003 г. они составили (по данным ЦЭК) лишь 5,3%, причем если на пищевую промышленность приходится 12,2%, то на электроэнергетику только 3,3%. Ограниченные возможности получения и использования кредитных ресурсов связаны с сохранением относительно высокой стоимости банковских кредитов. Кроме того, сегодня банковские кредиты — это в основном «короткие» деньги. Несмотря на снижение темпов инфляции и ощутимое улучшение инвестиционного климата в России, объем долгосрочных кредитов (сроком свыше 3 лет) по итогам первого полугодия, по данным ЦБР, составил около 8,5 млрд долл., или 7% от общего объема кредитов предприятиям и организациям.

Можно ли ожидать существенного роста инвестиций из данных источников? По всей видимости, нет. Трудно резко уве-

лчить прибыль предприятий, не придется ожидать роста бюджетных инвестиций, в короткие сроки практически невозможно значительно увеличить внутреннее предложение «длинных» кредитных ресурсов, да и ожидать бума иностранных инвестиций в настоящее время не приходится. Тем не менее есть все основания полагать, что при устойчивости благоприятной макроэкономической среды большой вклад могут вносить механизмы и инструментарий фондового рынка (на рис. 2 они включены в категорию «Прочие»).

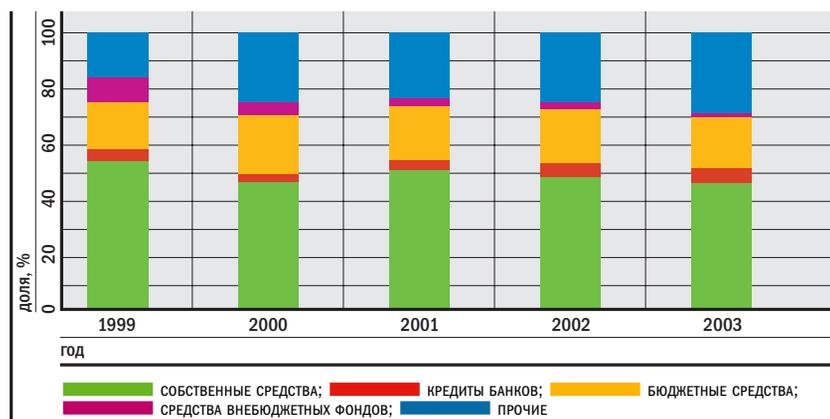
рынка — привлечение финансовых средств путем выпуска облигаций. По итогам 2003 г. совокупный объем средств, привлеченных посредством публичного размещения государственных, корпоративных и региональных ценных бумаг, составил около 8 млрд долл., что примерно в 2 раза выше, чем в 2000 г., и почти в 10 раз выше, чем в 2000 г. Вместе с тем это лишь 9% от валового объема инвестиций в основной капитал. Каковы же пути радикального повышения данного показателя?

Рисунок 1. ЭКОНОМИЧЕСКИЙ РОСТ И ИНВЕСТИЦИИ В ОСНОВНОЙ КАПИТАЛ



Источник: ФСГС России.

Рисунок 2. СТРУКТУРА ИНВЕСТИЦИЙ В ОСНОВНОЙ КАПИТАЛ



Источник: ФСГС России.

Мировой и первый отечественный опыт подтверждают это. По итогам 2003 г. доля средств, привлеченных с помощью эмиссии ценных бумаг (акций и облигаций), в совокупном объеме инвестиций составляла: в США — 60%, в Германии — 35%, во Франции — 40%.

Уровень инвестиционной эффективности во многом зависит от ликвидности, глубины и универсальности рынка. Финансовый рынок России постепенно приобретает схожие черты. Один из самых быстрорастущих сегментов российского

КОРПОРАТИВНЫЕ ОБЛИГАЦИИ

Корпоративные облигации де-факто стали основным инвестиционным инструментом российского фондового рынка. Опережающее развитие рынка облигаций вполне закономерно, так как данная форма заимствований не связана с размыванием собственности основных акционеров предприятий, позволяет занимать средства на более длительные сроки, в большем объеме и под мень-

шую ставку, чем при помощи банковских кредитов.

Развитие рынка корпоративных облигаций в России началось в 1999 г. С середины 1999 г. по июнь 2004 г. на ММВБ были размещены корпоративные облигации более 160 эмитентов на общую сумму свыше 200 млрд руб. по номиналу (рис. 3).

Заимствования на инвестиционные сроки с помощью корпоративных облигаций составляют значительную долю инвестиций в основной капитал, которая уже

ний, то в середине 2004 г. — менее 17%. В то же время доля машиностроения и металлургии повысилась с 13% в 2002 г. до 20% в 2004 г.

Рост общего объема заимствований с использованием корпоративных облигаций сопровождается расширением инвестиционных горизонтов. В первую очередь необходимо отметить значительное сокращение доли краткосрочных облигаций (со сроком обращения 1–2 года) с 20% в 2003 г. до 12% в середине 2004 г. Вместе с тем доля 3–4-летних размеще-

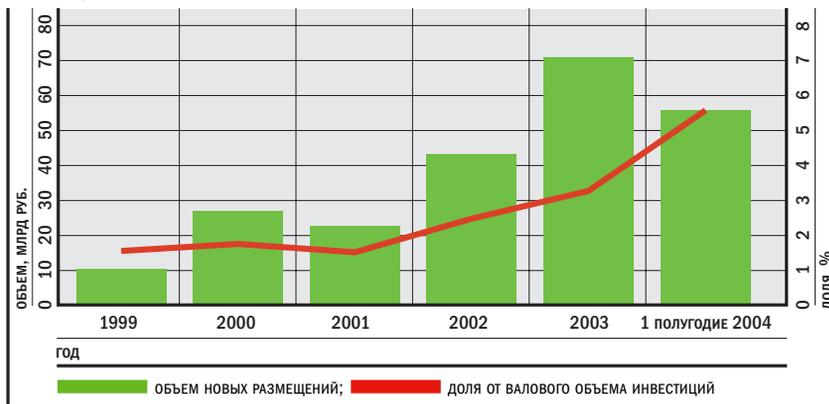
ного долга в развитых странах составляет от 30 до 95% ВВП. В России номинальный объем корпоративных облигаций в обращении составляет всего около 5 млрд долл., или немногим более 1% ВВП.

Актуальной проблемой рынка корпоративных облигаций, препятствующей приходу на него консервативных инвестиций, в том числе западных, является его слабая структурированность. Система рейтингования облигаций только начинает внедряться. Большинство выпусков облигаций не имеют международных кредитных рейтингов. Рейтинги, присвоенные по внутрироссийским шкалам, нередко вызывают серьезные нарекания и не могут служить адекватным и авторитетным суждением о кредитоспособности. Это существенно повышает риски инвесторов, не имеющих возможности разделить облигации на высоконадежные и «мусорные».

Кроме того, требуют решения такие вопросы, как дальнейшее снижение, а возможно, и отмена налога на эмиссию, а также упрощение всей процедуры выпуска корпоративных облигаций. Достаточно актуальный вопрос для рынка — необходимость регистрации отчета о размещении облигаций до начала вторичных торгов. В результате вторичные торги начинаются в лучшем случае через месяц после размещения, что несет в себе существенные риски для инвесторов. Пример решения этой проблемы уже существует — на рынке государственных и региональных облигаций, регулируемых Министерством финансов, размещение и вторичные торги могут начинаться одновременно. По-видимому, целесообразно переходить на единое регулирование облигаций, возможно, под эгидой будущего мега-регулятора.

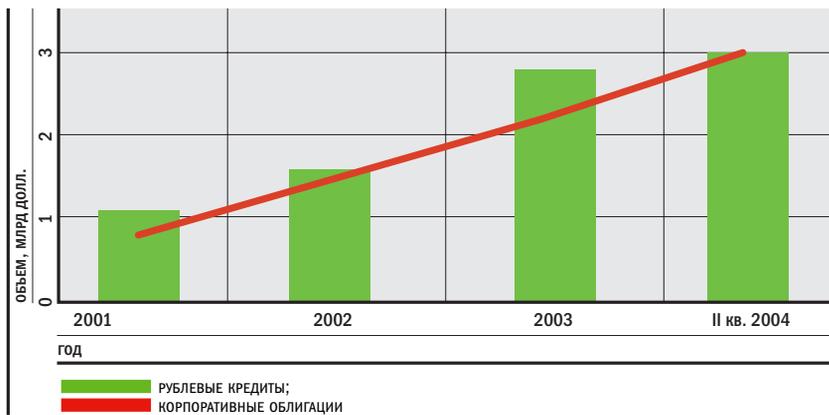
Решение этих и других проблем позволит привлечь на рынок корпоративных облигаций большое число заемщиков и значительные средства инвесторов.

Рисунок 3. ОБЪЕМ НОВЫХ ЭМИССИЙ КОРПОРАТИВНЫХ ОБЛИГАЦИЙ И ИХ ДОЛЯ В ВАЛОВОМ ОБЪЕМЕ ИНВЕСТИЦИЙ



Источник: ММВБ.

Рисунок 4. ОБЪЕМ ДЕНЕЖНЫХ СРЕДСТВ, ПРИВЛЕЧЕННЫХ ПРЕДПРИЯТИЯМИ НА СРОК СВЫШЕ 3 ЛЕТ



Источник: Бюллетень банковской статистики, ММВБ.

превысила долю банковских кредитов на инвестиционные цели (рис. 4).

В последнее время на рынок с предложением собственных ценных бумаг стали выходить относительно небольшие компании — представители среднего бизнеса, размещающие займы на 50–200 млн руб. Такая тенденция свидетельствует о постепенном повышении доступности фондового рынка в качестве источника инвестиций. Следствием стало увеличение отраслевой диверсифицированности рынка облигаций. Если в 2002 г. на сырьевые отрасли приходилось около 30% всего объема размеще-

ний выросла с 65% в 2003 г. до 74% в 2004 г. Таким образом, сегодня доля облигаций со сроками погашения 3 и более лет составляет на рынке около 90% (рис. 5).

Однако, несмотря на очевидные успехи, рынок корпоративных облигаций находится в начале своего развития, и его возможности реализованы далеко не полностью. Только 2% предприятий используют рынок корпоративного долга для финансирования капитальных инвестиций. Российский рынок пока не сравним с западным и по абсолютным показателям. Объем рынка корпоратив-

НАВСТРЕЧУ IPO

Если рынок корпоративных облигаций уже встал в ряд заметных источников инвестиций, то второй основной инвестиционный инструмент фондового рынка — первичное размещение акций (*initial public offering, IPO*) — пока находится в резерве. За все время существования российского фондового рынка (около 10 лет) на нем было проведено всего 4 размещения акций общим объемом около 230 млн долл., которые могут быть (иногда с натяжкой) отнесены к IPO.

В 2002 г. акции разместила компания «Росбизнесконсалтинг», в 2003 г. — «Аптека 36,6», в 2004 г. — компании «Калина» и «Иркут». Причем каждое из этих размещений имело свои особенности. В частности, по сообщениям информационных агентств, «Аптека 36,6» в последний момент заменила публичное размещение размещением акций по закрытой подписке среди ограниченного и заранее известного круга кредиторов, а размещение акций «Калины» было фактически доразмещением акций, уже торгуемых на бирже.

Практическое отсутствие IPO на российском фондовом рынке во многом связано с неразвитостью рынка в целом. Вместе с тем необходимо учитывать, что IPO — не лидер по объему привлечений в мире. Через корпоративные облигации средств привлекается в 3–4 раза больше. Кроме того, IPO — весьма тонкий инструмент, сильно зависящий от рыночной конъюнктуры. Проведение IPO может прекратиться на длительный срок и на развитых рынках, как это было в Германии после бума 2000 г. — почти 2 года там не было ни одного IPO.

Тем не менее IPO, в первую очередь на рынках англосаксонских стран (США, Великобритания, Канада и др.), является важнейшим инструментом фондового рынка — через него финансируется до 15–20% всех инвестиций в основной капитал. В странах континентальной Европы с учетом более весомой доли банков в инвестициях данный показатель составляет 5–10% (рис. 6).

У некоторых российских компаний имеется положительный опыт IPO в виде первичного размещения АДР на зарубежных биржах, в том числе на NYSE: «ВымпелКом» — 100 млн долл. (ноябрь 1996 г.), МТС — 371 млн долл. (июнь 2000 г.), «Вимм-Билль-Данн» привлек 238 млн долл. (февраль 2002 г.). Однако IPO на зарубежных биржах не может рассматриваться в качестве рецепта для большинства российских компаний — это весьма затратная и длительная процедура, которая по силам лишь весьма крупным компаниям, отличающимся прозрачностью, международным уровнем корпоративного управления и перспективами быстрого роста. Для большинства частных российских компаний наиболее удобным местом проведения IPO должен стать национальный фондовый рынок. Какие проблемы необходимо решить на этом пути?

Одна из проблем — сверхвысокая концентрация рыночного оборота. Сегодня 98% всех сделок на организованном рынке акций осуществляется с бумагами

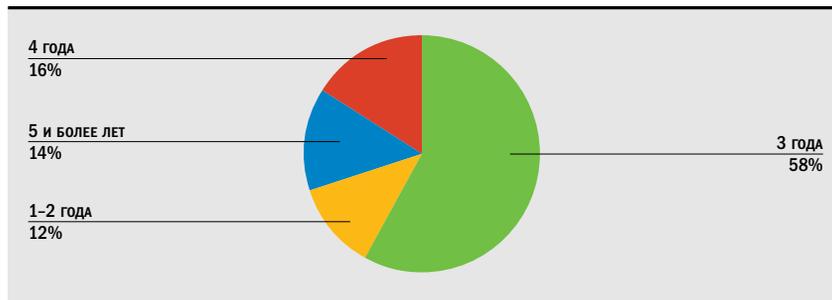
10 эмитентов. На остальные бумаги (а это почти 250 акций), торгуемые на ведущих биржах, приходится менее 2% оборота. Отсутствие ликвидности по большинству бумаг и привычка инвесторов оперировать очень узким кругом акций обрекает вновь размещаемые акции на попадание в категорию «неликвидов».

Также проблемой является низкая доля акций эмитента, находящихся в свободном обращении (*free float*). По данным *Boston Consulting Group (BCG)*, данный показатель в среднем по рос-

ватную цену размещения из-за отсутствия рыночных котировок компаний-аналогов. Как следствие — значительный риск получить заниженные котировки. Не способствует повышению спроса и неразвитость публичных механизмов размещения акций среди частных инвесторов, непосредственно работающих на рынке (имеющих брокерские счета). На российском рынке их пока мало — не более 100 тыс. при 60 млн в Китае и 80 млн в США.

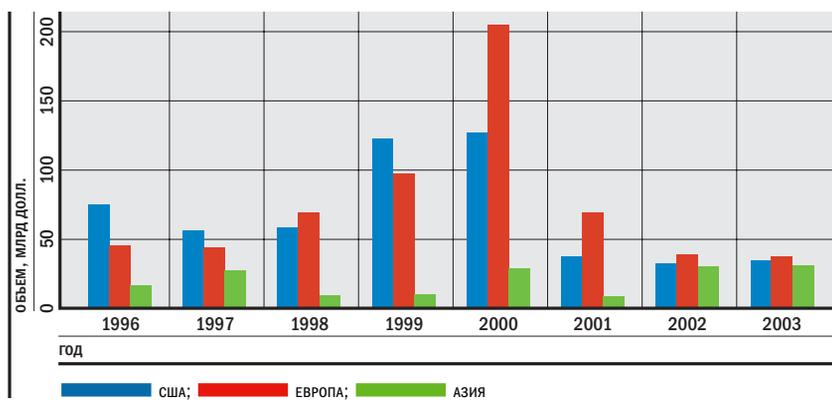
Существуют серьезные проблемы нормативного характера. Одна из них

Рисунок 5. СТРУКТУРА РЫНКА КОРПОРАТИВНЫХ ОБЛИГАЦИЙ ПО СРОКАМ РАЗМЕЩЕНИЯ — 2004 г.



Источник: ММВБ.

Рисунок 6. ОБЪЕМ ПРИВЛЕЧЕНИЯ КАПИТАЛА ЧЕРЕЗ IPO



Источник: WFE.

сийскому рынку составляет 27%. Для сравнения: в странах с развитыми рынками этот показатель достигает 80–90%. Низкий *free float* снижает ликвидность торгов акциями и интерес инвесторов к ним.

К IPO весьма редко прибегают зрелые компании, в основном это новые быстрорастущие структуры различных отраслей, сформировавшиеся из венчурного бизнеса. К сожалению, в России венчурный бизнес находится в зачаточном состоянии, и, как следствие, потенциальных кандидатов на IPO среди быстрорастущих технологических компаний мало.

Кроме того, проведение IPO на российском рынке пока остается достаточно рискованным для эмитента. Причина заключается в трудности определить адек-

связана с необходимостью утверждения регулятором отчета об итогах размещения ценных бумаг и приводит к разрыву между размещением и началом вторичных торгов длительностью не менее месяца. Если для облигаций данная проблема не столь критична (стоимость облигаций может измениться на несколько процентов), то для владельцев акций месячное «сидение на неликвидах» может обернуться значительными убытками.

Оценивая перспективы IPO на российском рынке, необходимо ответить на два вопроса: какие компании придут на рынок с IPO и какие технологии размещения наиболее перспективны на российском рынке?

О потенциальных кандидатах на IPO. Среди потенциальных эмитентов можно

выделить компании трех групп, или, пользуясь терминологией модной в последнее время «бостонской матрицы», трех кластеров. **К первому кластеру** относятся своего рода «дойные коровы» российской экономики — крупные добывающие корпорации, являющиеся основными экспортерами российского сырья. Большинство этих компаний публичные и уже не могут пройти IPO. Проведению IPO частных компаний этой группы препятствуют устоявшийся круг собственников и возможность дешевых заимствований на рынке еврозаймов.

размещение 16 компаний, на 2006 г. — 8 компаний, на 2007 г. — 3 компании, на 2008 г. — 1 компания, остальные не определились со сроком. До 10% акций на бирже планирует разместить 1 компания, до 22% — 4 компании, до 25% — 5 компаний, до 30% — 2 компании, до 40% — 2 компании.

О технологиях проведения IPO. Данный вопрос сегодня весьма актуален. Классическое IPO организуют инвестиционные банки, которые проводят *road-show*, собирают заявки инвесторов и сами по

привлеченных инвестиций. Но есть и другие варианты. Например, государство может содействовать активизации инвестиционного процесса с использованием рынка государственных ценных бумаг, в том числе гарантируя или размещая целевые займы, финансирующие реализацию инфраструктурных проектов национального масштаба. Это могут быть проекты строительства газо- и нефтепроводов в Европу, Китай и Японию, дорожное и железнодорожное строительство, телекоммуникационные проекты. Участие государства должно быть связано с теми проектами, которые либо не под силу частному бизнесу, либо не интересны ему из-за слишком длинного периода окупаемости.

Подобный опыт в истории нашей страны уже был. В конце XIX—начале XX вв. железные дороги строились как на средства, полученные размещением специальных железнодорожных государственных облигаций, так и на займы частных компаний, гарантированные правительством. Эти так называемые «гарантированные» облигации были одними из самых популярных российских ценных бумаг того времени. На 1 января 1914 г. государственные железнодорожные займы составляли около 35% общего размера государственного долга России.

Развитие фондового рынка может иметь и опосредованное отношение к экономическому росту, например, через повышение качества корпоративного управления и прозрачности эмитентов, финансовых инструментов, надежности и эффективности финансовой инфраструктуры. Это позволит привлечь на финансовый рынок дополнительные средства инвесторов, например «из-под матрасов» (30–50 млрд долл.) и вовлечь их в инвестиционный цикл. Инвестиционная часть пенсионных накоплений граждан (а она в 2010 г. будет составлять не менее 20 млрд долл.) также может быть инвестирована только в качественные и надежные инструменты. Существенные средства могут поступить на рынок и от паевых инвестиционных фондов, аккумулирующих средства частных инвесторов. Их активы в настоящее время достигли почти 100 млрд руб. и выросли с начала 2003 г. в 6 раз.

Конечно, развитие фондового рынка не является единственным «золотым ключиком» к процветанию и высоким темпам экономического роста. Вместе с тем при целенаправленных усилиях фондовый рынок может в ближайшие годы обеспечить до 20% инвестиций в основной капитал при нынешних 8–9%. Это будет заметным вкладом в ускорение экономического развития России. ■

ОТРАСЛЕВАЯ СТРУКТУРА КОМПАНИЙ, ПЛАНИРУЮЩИХ ПУБЛИЧНОЕ РАЗМЕЩЕНИЕ АКЦИЙ

| Отрасль | Число эмитентов |
|--------------------|-----------------|
| Угольная | 1 |
| Машиностроение | 1 |
| Металлургическая | 6 |
| Химическая | 1 |
| Легкая | 1 |
| Лесная | 1 |
| Пищевая | 9 |
| Ювелирная | 2 |
| Строительство | 1 |
| Сельское хозяйство | 1 |
| Телекоммуникации | 3 |
| Финансы | 4 |
| Торговля | 5 |
| Прочие | 5 |

Источник: По материалам российской печати.

Второй кластер, так называемые «звезды», составляют компании, ориентированные на внутреннего потребителя, достаточно динамично развивающиеся и нуждающиеся в крупных инвестициях. Выход на рынок еврооблигаций для них дорог, а внутренний рынок корпоративных облигаций не может полностью удовлетворить потребности в «длинных» деньгах. Представители именно этой группы компаний наиболее вероятные кандидаты на проведение российских IPO.

Наконец, **третий кластер**, получивший в «бостонской матрице» название «кошки», включает инновационные компании, большинство из которых ставит своей главной целью движение к IPO. Таких компаний в России пока мало, и лишь в перспективе при поддержке венчурного бизнеса они могут стать основными участниками IPO на фондовом рынке России.

О планах IPO за прошедшие полтора года заявила 41 российская компания различных сфер деятельности (см. таблицу), из них 6 компаний планируют размещение на российском рынке, 9 — на Западе, остальные пока не определились с площадкой. На 2005 г. запланировали

согласованию с эмитентом устанавливают цену размещения, часто ниже справедливой цены в надежде на бурный рост акции на вторичном рынке. Компании эмитенты при этой во многом монополизированной технологии получают меньше средств и вынуждены платить андеррайтерам достаточно высокие комиссионные — в среднем 7% от объема размещения. В последнее время некоторые компании, в том числе ведущий поисковый Интернет-портал Google, отказались от стандартных процедур IPO в пользу открытого аукциона в стремлении максимально повысить цену размещения (и соответственно получаемые средства) и снизить комиссионные, выплачиваемые посредникам.

Аукционная форма проведения IPO наиболее привлекательна для России. Причем уже готов инструментарий. В частности, в электронной торговой системе ММВБ с успехом используются аукционы различных типов при размещении государственных, корпоративных и региональных облигаций.

ПОДВОДА ИТОГИ

Развитие рынков акций и корпоративных облигаций таит в себе большие возможности для наращивания объемов