

РЫНОК ЧАСТНЫХ ЦЕННЫХ БУМАГ РФ В 1998–2012 ГОДАХ: СТАТИСТИКО- ПОЛИТЭКОНОМИЧЕСКИЙ ВЗГЛЯД

Г.И. Ханин

Российская академия народного хозяйства
и государственной службы
при Президенте РФ (РАНХиГС);
Новосибирский государственный
технический университет,
Новосибирск

khaning@yandex.ru

В статье (являющейся продолжением статьи в журнале «Идеи и идеалы», № 2, т. 1, 2012) анализируется развитие рынка частных корпоративных ценных бумаг в РФ в 1998–2012 годах. Проблема рассматривается преимущественно под статистико-политэкономическим углом зрения. Показывается огромное количественное расширение этого рынка в данный период и его роль в экономике. При этом подвергаются критике за огромную недооценку официальные данные о роли чистой эмиссии ценных бумаг в финансировании капитальных вложений во второй половине 2000-х годов. По этому показателю российская экономика оказывается сравнима с экономикой развитых капиталистических стран. Рынок ценных бумаг рассматривается как важнейший индикатор развития капитализма. Его прогресс по сравнению с концом XX века значителен. Вместе с тем многие показатели этого рынка не позволяют делать уверенный вывод, что капитализм в России состоялся. Успехи этого рынка помимо ничтожной исходной базы являются крайне неустойчивыми и связаны преимущественно с исключительно благоприятными внешнеэкономическими условиями развития российской экономики в 2000-е годы. Вместе с тем произошло известное управленческое улучшение в деятельности российских крупных компаний, что в совокупности с улучшившейся внешнеэкономической конъюнктурой значительно повысило рентабельность многих крупных компаний. Слабостью российского рынка ценных бумаг является узость российских инвесторов, особенно физических лиц, и поэтому его высокая зависимость от спроса иностранных инвесторов, высочайшая концентрация капитализации и оборота рынка акций и облигаций, колоссальная волатильность.

Ключевые слова: российская экономика, рынок ценных бумаг в РФ, рынок акций в РФ, рынок корпоративных ценных бумаг в РФ, источники финансирования капитальных вложений, индикаторы капитализма.

DOI: 10.17212/2075-0862-2015-1.1-33-55

Введение

Рынок частных ценных бумаг я рассматриваю в данной статье преимущественно как индикатор развития капита-

лизма. Фактические данные о его развитии в 2000-е годы рассматриваются мною (в отличие от подавляющего числа работ на эту тему) именно под этим углом зрения.

Ввиду ограниченности места я эту проблему рассматривает преимущественно со стороны спроса.

Рассматривая состояние рынка ценных бумаг в 1990-е годы, я показал, что огромные усилия по созданию рынка ценных бумаг, предпринятые в 1992–1998 годах и принесшие некоторые результаты во второй половине этого периода, окончились оглушительной катастрофой в ходе финансового кризиса 1998 года [23]. В его ходе были парализованы все элементы этого рынка и обанкротились многие его агенты. Возникла опасность полного его исчезновения. Стало очевидно, что существование этого рынка на базе деградирующей экономики и чрезвычайно уродливых квазирыночных институтов невозможно. По мере улучшения экономического положения РФ и некоторого оздоровления рыночных институтов этот рынок стал возрождаться и увеличиваться в объеме и значении. Однако, его развитие в 1999–2012 годах в части корпоративных ценных бумаг носило неравномерный характер. Главное отличие состояло в изменившемся соотношении между рынком государственных и частных ценных бу-

маг. В предыдущий период в его структуре преобладали государственные ценные бумаги. Это определялось хронической дефицитностью всех видов бюджетов. По мере устранения дефицитности бюджетов исчезла острая необходимость в эмиссии государственных облигаций. В то же время значение рынка частных ценных бумаг сохранялась и экономическая база их существования по мере улучшения экономического положения эмитентов укреплялась. Созданная в предыдущий период и уцелевшая (хотя и сильно сократившаяся) инфраструктура рынка ценных бумаг позволяла возродить рынок частных ценных бумаг.

Рынок акций в 1998–2012 годах

Нет необходимости доказывать, что акции являются в развитой рыночной экономике основной ценной бумагой и основным индикатором развития капитализма. Поэтому рынку акций автор посвящает большое внимание.

Начну рассмотрение состояния рынка акций с его абсолютной и относительной (по отношению к ВВП) капитализации (табл. 1).

Таблица 1

Капитализация рынка акций в РФ в 1997–2012 годах (на конец года)

Показатели	1997	1998	2001	2007	2012
Капитализация рынка акций (млрд долл. США)	72,0	11,0	69,3	1327	782
Капитализация/ВВП в %	16,5	4,0	22,6	98,1	40,4

Источники: за 1997–2001 годы *Миркин Я.М.* [11, с. 81] (по РТС); за 2007–2012 годы *Новиков А.В., Новикова И.Я.* [14, с. 20] (данные о капитализации рынка в рублях за 2007–2012 годы переведены в доллары США по официальному курсу рубля на конец года: 2007 год – 24,55 рубля, 2011 год – 32,2 рубля [Российский Статистический Ежегодник (далее РСЕ), 2012, табл. 22.34]).

Как видно из табл. 1, уже к 2001 году после огромного (почти в семь раз) сокра-

щения за 1998 год фондовый рынок практически восстановил докризисный уро-

вень. Но его относительные (к ВВП) размеры в этом году оставались крайне низкими – на уровне самых неразвитых формирующихся рынков [11, с. 77–80]. Очень скромными были абсолютные размеры капитализации. За 2001–2007 годы размеры капитализации выросли в огромной степени – более чем в 19 раз (!). Видимо, в мировой экономической истории редко наблюдался такой колоссальный рост. Этот рост породил у части российских и зарубежных экономистов эйфорию в отношении и перспектив фондового рынка и вообще российской экономики. Хотя должен был бы насторожить в отношении устойчивости такого феноменального роста, очень похожего на хорошо известный из истории финансовых рынков «мыльный пузырь». Неожиданно Россия оказалась среди передовых развитых стран и по отношению капитализации к ВВП [Там же]. Этот мыльный пузырь сдулся в ходе очередного финансового и экономического кризиса 2008 года. После достижения экономической России в 2012 году уровня 2007 года объем капитализации снизился более чем на 40 % по сравнению с уровнем предкризисного 2007 года. Но он все же в 11 раз превысил уровень 2001 года. Отношение капитализации к ВВП оказалось на уровне наименее развитых стран и наиболее развитых развивающихся рынков в начале XXI века [Там же]. В 2011 году доля российского рынка в мировой капитализации составила 1,62 [14, с. 20]. Она сопоставима с ее долей в мировом ВВП. По этому показателю она оказалась на 14-м месте в мире [Там же, с. 21]. Это, конечно, прогресс по сравнению с концом 90-х годов, когда ее роль на этом рынке была незначительной. Но ее доля все же заметно ниже доли в мировом ВВП, по которому Россия входила,

если верить официальным данным по его объему, в первую десятку стран мира. Учитывая молодость российского рынка акций, это можно было бы считать неплохим достижением. Однако, объем капитализации далеко не исчерпывает значимость этого рынка для экономики России.

Прежде всего, даже более важное значение имеет оборот на этом рынке. Он говорит о его активности. В начале XXI века Россия по этому показателю занимала 30–32-е место [11, с. 31], уступая даже Финляндии и Турции (хотя и превосходя все страны Восточной и Центральной Европы) [Там же, с. 29–30]. По обороту акций доля России была в 2011 году заметно меньше, чем по капитализации, – всего 1,1 % мирового оборота акций при абсолютном объеме 6,85 триллионов рублей, или 276,3 миллиарда долларов [14, с. 21]. И это уже определенно намного ниже среднемирового уровня, не говоря уже об уровне развитых капиталистических стран (у США было 46 %) [Там же].

Изменилось соотношение между оборотом рынка акций и его капитализацией: в декабре 2001 года оно составило 41,4 % [11, с. 21], в 2012 году 27,2 % [12, с. 105]. Это очевидное относительное ухудшение активности рынка акций. Соотношение между оборотом и капитализацией оказалось значительно ниже среднемирового. Из приведенных выше данных нетрудно исчислить, что мировая капитализация в 2012 году (принимая ее уровень в России на уровне 2011 года) равнялась 48,27 триллионов долларов. В том же году мировой оборот акций составил 25,1 триллионов долларов, а соотношение оборота и капитализации составило 52 %. В то же время в 2012 году это соотношение значительно отличалось по отдельным компаниям России (табл. 2).

Таблица 2

Расчет соотношения оборота акций к капитализации компаний в 2012 году

Наименование компаний	Капитализация на 1.09.2012 (млрд долл.)	Суммарный оборот с 1.09.2011 по 30.08.2012 (млрд долл.)	Отношение оборота акций к капитализации компаний (4:3)
2	3	4	5
Газпром	114,99	74,4	64,7
Нефтяная компания «Роснефть»	63,67	19,98	31,3
Сбербанк России	62,33	96,0	151,6
Нефтяная компания «Лукойл»	48,31	27,67	57,2
ТНЛ-БП	39,2	0,32	0,8
НоваТЭК	34,17	3,27	9,5
Сургутнефтегаз	30,93	6,7	21,7
ГМК «Норильский никель»	28,2	19,4	69,5
Уралкалий	22,46	8,5	37,8
Газпромнефть	17,26	0,53	3,0
Морион	0,03	0,006	20,0
Подольский машиностроительный завод	0,03	0	0
Нефтекамский автозавод	0,03	0,002	6,0
Диод	0,03	0,009	30,0
МРСК Северного Кавказа	0,03	0,02	66,6
Колэнергообьт	0,03	0,002	6,66
Русские навигационные технологии	0,03	0,003	10,0
Институт стволовых клеток	0,03	0,005	16,6
Ставропольэнергообьт	0,03	0,0003	1,0
Омскшина	0,02	0,002	10,0

Источник: Ежегодные рейтинги 400 крупнейших компаний [9, с. 159, 165] (данные округлены).

Из данных табл. 2 очевидна огромная разница в соотношении оборота акций крупных и мелких компаний. По крупным компаниям оно намного превышает среднее. Исключения (ТНК-БП и Газпромнефть) связаны, очевидно, с тем, что акции этих компаний реализуются преимущественно на зарубежных фондовых биржах. По последним соотношение минимальное, намного ниже средне-

го. В одном случае вследствие округления оно даже равняется нулю. Сомнительно, что компании со столь низким соотношением объема оборота и капитализации можно было считать акционерными обществами. А ведь они намного крупнее основного количества акционерных обществ России.

При анализе роли рынка акций в России важное значение имеет структура это-

го рынка по отраслям экономики и компаниям. В этой структуре решающее значение имеет отраслевая структура экономики и рентабельность отраслей экономики. Нетрудно было предвидеть, что и в структуре капитализации, и в структуре оборота рынка главную роль играли сырьевые отрасли. В начале XXI века концентрация оборота рынка акций в России была чудовищной: 90,2 % оборота пришлось на пять сырьевых компаний, в том числе на РАО ЕЭС – 64,9 %, Лукойл – 12,9 % [11, с. 105]. Уровень концентрации капитализации был заметно ниже, так как соотношение оборота к капитализации у крупнейших компаний заметно выше, чем в среднем. Так, в 2000 году уровень капитализации пяти крупнейших компаний составил 31,6 миллиарда долларов, десяти крупнейших компаний – 40 миллиардов долларов при капитализации всего рынка [Там же]. По данным Я.М. Миркина [11], в размере 40 миллиардов долларов или по пяти компаниям 81,2 %, а по десяти компаниям – больше 100 %. Разница, очевидно, связана с разницей в датах: у Миркина в среднем за год, у Арсеньева на конец 2000 года.

Среди десяти крупнейших компаний, вошедших в рейтинг 500 мировых компаний по капитализации, появилось два коммерческих банка (Сбербанк и Внешторгбанк). Но остальные компании оставались сырьевыми (нефтяная и газовая промышленность) [14, с. 21]. Этот список уменьшился по сравнению с предыдущим годом за счет двух компаний обрабатывающей промышленности (металлургических компаний НАМК и «Северсталь» [Там же]). Концентрация рынка акций изменилась незначительно по сравнению с началом века. Так, в 2011 году доля капитализации пяти крупнейших компаний в общей

капитализации по России составила 328,5 миллиарда долларов (или 41,6 % общей), сумма сделок – 217,9 миллиарда долларов (или 76,3 %), лишь немного снизившись по сравнению с 2000 годом; капитализация по десяти компаниям составила 466,3 миллиарда долларов (или 59,6 %), общая сумма сделок 256,3 миллиарда долларов (или 92,3 %) [9, с. 158–165]. По-прежнему концентрация сделок остается чудовищной. Правда, из числа крупнейших российских компаний вследствие реформы электроэнергетики выпало РАО ЕЭС, но вместо него появился не менее крупный по капитализации «Газпром».

Обращает на себя внимание еще три обстоятельства в этом списке лидирующих по капитализации российских компаний. Во-первых, почти все они (кроме «Новатэка») наследники советских компаний. Во-вторых, подавляющее большинство из них полугосударственные. Российский капитализм за 25 лет (немалый срок) не создал почти ни одной крупнейшей компании (в 2007 году пионер в выходе на фондовый рынок в 90-е годы «Вымпелком» по капитализации еще занимал 7-е место, но в 2011 году, скорее всего, не от хорошей жизни выпал из списка даже 200 компаний России по капитализации (занимая заметное 24-е место по реализации продукции). Вновь созданная в начале XXI века торговая компания «Магнит» заняла в нем лишь 14-е место, что, конечно, тоже является успехом. В-третьих, повышение доли России в капитализации в мировом объеме связано преимущественно с ростом мировых цен на сырье и топливо. Это означает, что при их весьма вероятном падении оно неизбежно значительно снизится.

Таким образом, относительно приличный уровень капитализации в отношении к ВВП носит крайне неустойчивый характер

(что и выявил кризис 2008 года, а выходя за пределы обозначенного периода – и кризис 2014 года).

При этом рынок акций в России по-прежнему является крайне узким. Это относится прежде всего к количеству акций, торгуемых на отечественных и иностранных фондовых биржах. На них котируется примерно 0,5 % наименований акций всех российских акционерных компаний [14, с. 11]. При этом их число даже сокращается: с 350 в конце первого полугодия 2011 года до 292 в третьем квартале 2012 года [4, с. 47]. Это лишь немногим больше, чем в начале века, когда их было 273 [11, с. 107]. Подавляющее большинство акционерных компаний в России являются, следовательно, таковыми скорее лишь по названию. Причины малого количества котирующихся на фондовых биржах компаний достаточно очевидны. Во-первых, подавляющее большинство акционерных обществ в России являются собственностью буквально нескольких крупнейших акционеров, что было характерно для капитализма XIX века. Во-вторых, очень многие акционерные компании не удовлетворяют требованиям листинга, что связано с их малыми размерами. В-третьих, многие акционерные общества не хотят раскрывать ряд требований по информации, предъявляемых фондовыми биржами при листинге. Все эти причины связаны с крайней слабостью современного российского капитализма.

Первичное размещение акций

Ключевое значение в оценке роли рынка акций имеет его значимость в финансировании экономики. Акции начали выпускать как еще один финансовый инструмент для расширения экономики. В 1990-е годы этот инструмент исполь-

зовался в редчайших случаях и притом только на внешних биржевых рынках (например, компанией «Вымпелком») с привлечением через американские депозитарные расписки 3-го уровня очень небольших сумм (у «Вымпелкома» всего лишь 50 миллионов долларов) [23, с. 14]. Таким образом, в 1990-е годы эту важнейшую функцию рынок акций практически не выполнял. В 2000-е годы положение изменилось. Крупные российские компании начали эмитировать свои акции – осуществлять IPO. Первоначально размеры этого размещения были незначительными. В табл. 3 представлены данные о первичном размещении акций российских компаний за 1996–2004 годы.

Из табл. 3 следуют следующие выводы. Во-первых, в этот период первичные размещения были крайне редки: за 8 лет произведено всего 8 размещений, в среднем по одному в год. При этом было несколько лет, когда акции вообще не размещались (1997, 1999, 2001, 2003). Число лет, когда осуществлялось и не осуществлялось первичное размещение акций, было равным. Во-вторых, первичное размещение осуществлялось преимущественно в быстро развивающихся отраслях и компаниях потребительского сектора (сотовая связь, производство соков, информационные системы). В третьих, суммы первичного размещения были невелики абсолютно и по отношению к уставному капиталу компаний (чтобы исключить преобладание посторонних акционеров). В результате за все 8 лет общая сумма привлеченных таким образом средств лишь немногим превысила один миллиард долларов. В-четвертых, преобладали по числу (и особенно сумме) размещения на нью-йоркской фондовой бирже.

Таблица 3

Первичное размещение акций российских компаний за 1996–2004 годы

Период	Эмитент	Площадка	Сумма привлеченных средств, млн долл. (% от УК)	Примечание
Ноябрь 1996 г.	Вымпелком	НФБ	115 (30)	АДР
Июнь 2000 г.	Мобильные телесистемы	НФБ	305 (15,4)	АДР
Февраль 2002 г.	Вим-Билль-Дан	НФБ	207 (25+1 акция)	АДР
Апрель 2002 г.	ОАО «Информационные системы»	ММВБ	13,3 (16)	Первое российское размещение
Март 2004 г.	ОАО «Уралкалий»	РТС и ММВБ	127 (26)	«
Апрель 2004 г.	ОАО Концерн «Калина»	ММВБ	25,4 (28)	«
Октябрь 2004 г.	«Мечел»	НФБ	291 (10)	АДР
Ноябрь 2004 г.	ОАО «Седьмой континент»	РТС	80 (13,3)	
Итого			1163,7	

Источник: Семенкова Е.В. Савицкая В.А. Проблемы первичного размещения акций на российском рынке [18].

Перелом в первичном размещении акций российских компаний наступил в 2005 году. В этом году было проведено 13 первичных размещений – больше чем за весь предыдущий период, причем IPO АФК «Система» – на 1,5 миллиарда долларов [3]. Таким образом, одна компания привлекла больше средств, чем все остальные за предшествующий период. И это опять была преимущественно высокотехнологичная компания. Общий объем первичных размещений в 2005 году составил 4,6 миллиарда долларов [16, с. 66]. В 2006 году произошло 14 размещений на сумму 16,7 миллиарда долларов, в 2007 году – 21 размещение на 21,2 миллиарда долларов. Это больше, чем в Германии, и почти столько же, сколько в Великобритании [Там же]. Необычно большим для этого мирового рынка была средняя величина одного размещения – более одного миллиарда

долларов вместо 146 миллионов долларов в среднем по миру. На мировом рынке первичных размещений доля России по сумме размещений в 2005 году составила 9,2 %, в 2007 году 7,2 % – в несколько раз больше, чем ее доля в мировой капитализации [Там же, с. 61, 66].

В годы экономического кризиса количество IPO и сумма привлеченных сумм катастрофически сократились: лишь 938 миллионов долларов в 2008 году по трем компаниям и 5 миллионов долларов в 2009 году по одной компании [Там же, с. 66]. Сокращение числа сделок и суммы привлеченных средств по российским компаниям оказалось многократно сильнее, чем на мировом рынке IPO, и доля России на этом рынке сократилась в этот период также многократно [Там же, с. 61, 66]. Лишь в 2010 году российский рынок не-

сколько оправился от кризиса: было произведено 12 размещений на 5,2 миллиарда долларов, в четыре раза меньше по сумме привлеченных средств, чем в 2007 году, в то время как мировой рынок IPO достиг докризисного уровня [Там же, с. 61, 66]. Примерно такой же размер первичного размещения был в 2011 году [14, с. 9]. Очевидно, что в 2005–2007 годах мировой рынок очень сильно переоценил возможности российского рынка. В 2010–2011 годах доля России на мировом рынке первичных размещений установилась на весьма скромном уровне в 1,5 % в соответствии с ее долей в мировой капитализации. Взлет этой доли в 2006–2007 годах был обусловлен временным улучшением положения в российской экономике и аномально высокими мировыми ценами на нефть и газ, благоприятно повлиявшими на остальные отрасли российской экономики, в том числе и на капитализацию компаний.

Очевидно, что внешние источники финансирования инвестиций в основной капитал используются при нехватке внутренних источников. Для ряда отраслей экономики России такой потребности ни в 1990-е годы (из-за избытка основного капитала), ни даже в 2000-е годы не было. Так, предприятия нефтегазового комплекса имели даже избыток финансовых ресурсов в 2000-е годы. Неудивительно, что в 1990-е годы единственным заметным первичным выпуском акций явилась развивавшаяся практически с нуля сотовая компания «Вымпелком». В 2000-е годы в ряде отраслей выявилась нехватка производственных мощностей, особенно модернизированных, для осуществления которых не хватало собственных средств и других (кроме акций и облигаций) привлеченных средств. Например, коммерческие банки осторож-

ничали с предоставлением долгосрочных кредитов. Отсюда увеличение первичных размещений ценных бумаг до 2008 года. С начала экономического кризиса в России такая потребность резко сократилась. Вместе с тем отмеченная выше необычно высокая средняя сумма одного первичного размещения в России могла свидетельствовать о том, что расширение основных фондов у ряда компаний не было ни единственной, ни даже главной целью первичного размещения. Из сообщений деловых СМИ следовало, что в ряде случаев крупное первичное размещение предшествовало приобретению других компаний. А поскольку приобретать другие компании могли себе позволить только крупные компании, нетрудно сделать вывод, что крупные компании преимущественно производили первичное размещение в интересах приобретения других компаний, а менее крупные – в интересах расширения или модернизации основных фондов или расширения оборотных фондов. При этом приобретение других компаний было часто связано с большим финансовым риском, так как поглощались часто недостаточно рентабельные или даже убыточные компании.

Начиная с 2005 года коренным образом меняется отраслевая структура первичного размещения по сравнению с предыдущим периодом. Об этом можно судить по средней отраслевой структуре первичного размещения за 1996–2010 годы, поскольку предыдущий период входил в итог с ничтожным удельным весом по сумме размещений. В этой структуре преобладали уже нефть, газ и сервис для них (27 %), металлургия и добыча (16 %), банки и финансы (16 %), недвижимость (11 %), в то время как телекоммуникации – всего 7 %, розничная торговля – 3 % [16, с. 6].

Рынок акций и изменение собственности компаний

Значительные первичные размещения акций должны были изменить структуру собственности в российских компаниях. К ним в 2000-е годы получили доступ аутсайдеры, которых в 90-е годы старались не допускать к собственности. Это постепенно меняло облик крупных российских компаний. Если сравнить капитализацию российских компаний в 2012 году (782 миллиарда долларов) с общим объемом первичных размещений в 1996–2011 годах в размере 55 миллиардов долларов (7%), то можно получить примерное представление о произошедших изменениях в характере собственности в российских крупных компаниях. Отнюдь не радикальное, но уже ощутимое. Но к первичному размещению надо добавить вторичное размещение акций, т. е. размещение выпущенных ранее акций, находящихся в руках связанных с компанией других компаний, чаще всего дочерних или подставных. Статистика вторичных размещений публикуется с недавнего времени, что является свидетельством того, что это недавнее явление. Но уже в 2011 году размер вторичного размещения составил 5,87 миллиарда долларов и заметно превысил размер первичного размещения в этом году. С учетом вторичного размещения можно, по крайней мере для начала 2010-х годов, говорить о довольно активном перераспределении собственности российских компаний в пользу аутсайдеров. Поскольку приобретателями выпускаемых акций преимущественно являются иностранные инвесторы, это может свидетельствовать об увеличении их доли в российских компаниях (нередко это могут быть, правда, оффшорные компании российских же акционеров).

Другим индикатором перераспределения собственности является изменение доли free float российских компаний, т. е. доли акций, находящихся в свободном обращении. В начале XXI века эта доля была ничтожной, хотя точная величина неизвестна в силу отсутствия тогда раскрытия подавляющим большинством компаний соответствующей информации. Но оценка Я.М. Миркина позволяет предположить, что в начале XXI века она составляла 5-6% рыночной капитализации российских компаний [11, с. 67]. С тех пор она быстро росла. Но к началу 2010-х годов и здесь наметился регресс. Средний free float российских компаний, которые входили в расчет индексов Московской биржи, составил в 2012 году 18%, и если ориентироваться на установленный для листинга показатель в 25%, то из 81 крупнейших компаний в листинге останутся только 22 компании (!) [1, с. 49]. Такое необычное поведение этого показателя может объясняться обратным выкупом акций их прежними владельцами по более низким ценам, чем в момент продажи в период экономического подъема, и желанием сократить долю аутсайдеров, изменением структуры компаний в пользу компаний с меньшим free float или, скорее всего, обеими причинами. Тем не менее прогресс по приближению к мировым стандартам в этой области с начала 2000-х годов заметный, но еще очень далекий от этих стандартов.

При всех крупных изменениях по-прежнему в первичных размещениях преобладали зарубежные фондовые биржи. Так, даже в 2010–2012 годах доля российских бирж составила всего 20% – намного ниже не только развитых стран, но и других стран БРИКС (Индия – 86%, Китай – 92%, Бразилия – 93%, ЮАО – 71%) [14, с. 8].

Это говорило о крайней слабости организации российского фондового рынка.

В 2000-е годы, в отличие от 90-х годов, когда дивиденды на акции практически не выплачивались, выплата дивидендов стала почти всеобщим явлением для предприятий, чьи акции котировались на фондовых биржах. Нередко в период экономического подъема в качестве дивидендов выплачивалось до половины чистой (после уплаты налогов) прибыли. Это стало возможным благодаря значительно улучшившемуся финансовому положению этих компаний. Вместе с тем для многих из них такая практика возникла для обеспечения роста курсов акций и привлечения новых эмиссий. Первая задача была успешно решена. Со второй дело обстояло значительно хуже. Многие компании с достаточно приличными дивидендами и потребностями в привлечении финансовых ресурсов не обращались к рынку ценных бумаг. Они предпочитали обращаться к услугам коммерческих банков.

Особенностью российского рынка акций в 2000-е годы была слабая роль на этом рынке физических лиц. Правда, какая-то (не ясная количественно) часть работников предприятий еще сохраняет полученные в ходе приватизации акции, но практически ими не пользуется в качестве рыночного инструмента. Но и здесь имеется прогресс по сравнению с 90-ми годами. В начале XXI века на этом рынке было лишь (данные имеются только по Москве, где производилось, скорее всего, большинство сделок) 5 тысяч частных инвесторов [11, с. 69], в 2012 году уже 800 тысяч, в том числе активных (более одной сделки в месяц) 69 тысяч [14, с. 47]. Рост по всем участникам примерно в 10 раз, если допустить, что в Москве было 50 % участников рынка. При

всем том не только незначительный удельный вес во всем населении, но и среди ее состоятельной части, предпочитающей другие каналы использования своих накоплений. К тому же о вовлеченности физических лиц в торговлю акциями говорит скорее не общее число участников, а число активных участников, которых просто ничтожное количество. Это может явиться одним из важнейших индикаторов укорененности капитализма, и по этому показателю Россия и в настоящее время очень далека от современного капитализма. Для сравнения: в Бразилии – вполне сравнимой с Россией по численности населения и уровню экономического развития – в том же году было 20 миллионов акционеров [Там же, с. 16].

Рынок облигаций юридических лиц

Выпуск облигаций явился альтернативным первичному размещению акций средством привлечения денежных средств для российских компаний. Для многих из них он был намного более удобен, так как исключал потерю контроля над собственностью. Проще была и его инфраструктура. Здесь использовалась преимущественно инфраструктура западных рынков, на которых производились облигационные заимствования. Поэтому он и появился значительно раньше и в 90-е годы приобрел большие размеры. Уже в 1994 году финансовые институты, как наиболее доходные в то время, начали выпускать облигации на внешнем рынке (практически единственном; внутренний финансовый рынок тогда практически отсутствовал), а с 1997 года к ним присоединились нефинансовые институты. Только за период 1996–1998 годов произвели эмиссию долговых ценных бумаг 13 российских компаний, преимущественно коммерческих

банков сроком от 6 месяцев до 5 лет, но преимущественно на 2–3 года [13, с. 728]. Уже к началу 1999 года объем непогашенных облигаций финансовых институтов и корпоративных эмитентов составил вместе 3 миллиарда долларов [11, с. 43] против 400 миллионов долларов первичного размещения акций за этот же период. Фактический выпуск был значительно больше, так как часть облигаций была уже погашена.

По мере стабилизации российской экономики после финансового кризиса рынок корпоративных облигаций расширился. Так, только за год (с июня 1999 года по май 2000 года) было осуществлено 14 эмиссий рублевых корпоративных облигаций десяти эмитентами на сумму 18,8 миллиарда рублей или примерно 0,75 миллиарда долларов по курсу рубля и один на 75 милли-

онов валютных облигаций «Вымпелкомом» на 75 миллионов долларов [4, с. 68–69] – всего на сумму более 800 миллионов долларов. Основными эмитентами были относительно рентабельные (скорее по официальной отчетности) компании сырьевых секторов экономики – нефтяной, газовой и электроэнергетической промышленности, черной и цветной металлургии [Гам же]. Единственным исключением оказался «Вымпелком». В то же время из числа эмитентов исчезли коммерческие банки. Тем не менее и в этот, и в последующий периоды до 2002 года размеры эмиссии и рынка облигаций оставались незначительными. Подлинный расцвет этого рынка пришелся на 2002–2007 годы – в период экономического подъема. Результаты рынка за этот период представлены в табл. 4.

Таблица 4

Основные показатели российского рынка корпоративных облигаций в 2002–2007 годах

Показатели (на конец года)	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Объем рынка корпоративных облигаций, млрд руб. в том числе	108,9	159,8	267,6	481,3	901,8	1257,1
нефинансовых предприятий	57,9	117,4	213,9	378,3	662,9	846,2
банков и финансовых компаний	13,6	18,9	43,1	100,4	236,1	406,2
Количество эмиссий, обращающихся на рынке	99	152	201	302	488	607
Количество эмитентов, облигации которых обращаются на рынке	75	136	171	230	370	465
Объем вновь размещенных выпусков за год, млрд руб.	56,9	82,8	142,1	270,8	481,4	469,9
Средний объем выпуска облигаций, млн руб.	...	889	1228	1570	1836	2048
Средний срок обращения корпоративных облигаций, дней	...	1048	1157	1268	1362	1490
Отношение объема рынка корпоративных облигаций к ВВП, в %	1,0	1,2	1,6	2,2	3,4	3,8
Доля рынка корпоративных облигаций на рынке облигаций, %	30,2	28,7	27,8	34,8	43,5	47,8

Окончание табл. 4

Показатели (на конец года)	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Доля рынка корпоративных облигаций на долговом рынке, %	11,7	11,9	15,4	21,8	29,7	34,8
Доля рынка корпоративных облигаций в структуре основных источников финансирования предприятий реального сектора, %	3,1	4,6	6,0	7,8	9,6	8,2
Доля корпоративных облигаций в структуре основных источников инвестиций в основной капитал, %	0,1	0,2	0,2	0,3	0,0	...
Доля корпоративных облигаций в источниках ресурсной базы банков, %	0,2	0,2	0,4	0,7	1,2	1,6
Доля корпоративных облигаций, принадлежащих банкам, %	34,3	41,4	49,1	52,4	50,1	40,8

Источник: *Ветухин А.В.* [5, с. 18].

Наиболее показательны здесь данные в физическом выражении и относительные данные. Они говорят о значительном прогрессе рынка корпоративных ценных бумаг в период до 2008 года. В сущности, только в этот период он и появился. Достаточно сравнить число эмитентов в 1999–2000 году – 10 с их числом в 2007 году – 465. Рост более чем в 46 раз! Примерно во столько же раз выросло и число эмиссий. Эти данные говорят о том, что на этот рынок вышли не только крупнейшие предприятия, как в начале периода, но и многие крупные предприятия. Этот рынок из экзотического стал достаточно обычным для крупных российских предприятий. Для них подлинный капитализм в этом виде ценных бумаг стал реальностью. Понятно, что это потребовало серьезных усилий в усовершенствовании бухгалтерского учета (перехода на его международные стандарты), значительно большей открытости и регулярности публичной информации, что

ранее было крайне редким у российских компаний. В качестве примера прогресса в этой области упомяну эмиссию облигаций на сумму 3 миллиарда рублей сроком на 4,8 года компании, которая возникла в 90-е годы в одной из наименее развитых отраслей российской промышленности – в производстве кровельных и изоляционных материалов. В информационном меморандуме компании приводились многочисленные производственные и финансовые сведения о компании, ее истории и планах на ближайшие 5 лет [8].

Заметно вырос и средний срок обращения корпоративных облигаций. Почти в 4 раза выросла доля рынка корпоративных облигаций в ВВП: с 1 % в 2002 году (и ничтожной величины в начале периода) до 3,8 % в 2007 году. Заметно выросла доля корпоративных облигаций на рынке облигаций за счет государственных и муниципальных и на долговом рынке вообще за счет, кроме того, банковского креди-

та. Столь же заметно выросла доля корпоративных облигаций в финансировании реального сектора экономики. Более сомнительный характер носят данные о доле облигаций в финансировании основного капитала, поскольку невозможно, как мне представляется, определить характер использования полученных в долг денежных

средств. В любом случае приведенные в табл. 4 данные на этот счет явно занижены, поскольку по срокам многие корпоративные облигации являются средне- и долгосрочными.

В табл. 5 представлены основные показатели рынка корпоративных облигаций за 2007–2012 годы.

Таблица 5

Основные показатели российского рынка корпоративных облигаций за 2007–2012 годы

Показатели	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Количество эмитентов облигаций	465	463	405	368	308	292
Количество выпусков облигаций	607	650	630	666	692	767
Объем внутреннего рынка корпоративных облигаций по номинальной стоимости, млрд руб.	1272	1815	2569	2966	3473	4166
Объем рынка корпоративных облигаций, в % к ВВП	3,8	4,4	6,6	6,6	6,3	6,7
Размещение новых выпусков облигаций	201	154	147	158	170	206
Количество новых выпусков	207	170	186	207	208	262
Объем размещения, млрд руб.	480,8	673,0	1082,5	868,2	942,2	1219,9
Объем торговли корпоративными облигациями, млрд руб.	3670	3890	3605	5968	5813	6660
Коэффициент оборачиваемости корпоративных облигаций (8 : 3)	2,88	2,14	1,4	2,01	1,69	1,6
Объем торговли корпоративными облигациями по фактической стоимости на ФБ ММВБ, млрд руб.	2716	2604	2463	4470	5181	

Источник: Российский фондовый рынок, 2012 [15, с. 27–35].

Сравнение табл. 4 и 5 показывает, что в 2007–2012 годах рынок корпоративных облигаций развивался значительно медленнее, чем в предыдущий – такой же по продолжительности период, а в некоторых случаях даже откатывался назад. Причина очевидна: кризис и медленное восстановление экономики к докризисному уровню. В 2009 году на пике кризиса многие показатели рынка сократились. Затем произошло восстановление и даже рост. Но произошло и известное разочарова-

ние в этом виде внешнего финансирования.

Наиболее очевидно в плане разочарования огромное сокращение числа эмитентов облигаций: с 465 в 2007 году до 292 в 2012 году. Многие эмитенты, погасив старые облигации, не выпустили новых. Это, очевидно, говорит о разочаровании в облигациях большого количества эмитентов, средних по размерам.хлопоты с эмиссиями оказались им больше, чем выгоды от такого способа привлечения средств при

наличии других, менее хлопотных и дешевых (например, долгосрочного банковского кредита). Скорее всего, эмиссия корпоративных облигаций в этот период перестала быть модой. Вместе с тем количество облигаций на рынке продолжало расти. Крупные компании продолжали погасив старые облигации, выпускать новые. Об этом говорит некоторое увеличение количества новых выпусков облигаций (при сохранении числа размещений) и заметное увеличение объема нового размещения по номиналу в стоимостном выражении в текущих ценах, но также и в неизменных ценах, которые выросли в этот период заметно меньше. В результате продолжающихся новых эмиссий выросли абсолютный объем внутреннего рынка корпоративных облигаций и его доля по отношению к ВВП (с 3,8 % в 2007 году до 8,6 % в 2012 году). Произошло и большое увеличение торговли корпоративными облигациями и в текущих ценах, и в (меньше) неизменных ценах. Бросается в глаза огромное сокращение оборачиваемости облигаций. Это может расцениваться как следствие большей стабильности их доходности и потери интереса в их спекулятивных возможностях.

В целом тяжелый период 2007–2012 годов подтвердил, что корпоративные облигации стали устойчивым элементом хо-

зяйственной жизни России. Однако, он все еще используется преимущественно крупнейшими компаниями. Так, доля десяти самых крупных в обороте кооперативных облигаций в 2012 году составила 53,2 % [15, с. 31]. Невысоко и качество корпоративных облигаций: на облигации инвестиционного качества приходится лишь 33,2 % оборота на московской бирже [Гам же, с. 31].

Первичная эмиссия корпоративных ценных бумаг и их роль в финансировании капитальных вложений

У мирового рынка, конечно, были большие возможности по инвестированию в российские корпоративные облигации. Но он долго присматривался к этому рынку. И только с 1997 года начал в небольших количествах и незначительным числом приобретать еврооблигации с погашением в евро, выпускаемые крупными компаниями. К началу 2000-х годов объем непогашенных еврооблигаций составил 1074 миллиона долларов [4, с. 66] и практически сравнялся с объемом непогашенных внутренних корпоративных облигаций [11, с. 39]. Последующий период характеризовался исключительно бурным ростом рынка внутренних и внешних корпоративных облигаций (табл. 6).

Таблица 6

Внешний и внутренний рынок корпоративных облигаций РФ в 2000–2012 годах, млрд долл.

Показатели	2000	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2012
Внешний рынок	1,07	40,5	63,1	94,3	103,8	99,4	112,1	149,5
Внутренний рынок	1,0	16,7	34,2	51,2	54,3	84,9	97,9	133,6
Доля внешнего рынка, %	51,6	70,8	74,3	64,8	65,6	62,8	53,5	52,6
Доля внутреннего рынка, %	48,4	29,2	25,7	35,2	34,4	37,2	46,5	47,4

Источники: за 2001 год – внутренний рынок [11, с. 39], внешний рынок [4, с. 66]; за 2005–2012 годы – Российский фондовый рынок [15, с. 35].

Таблица 6 демонстрирует огромный рост корпоративного облигационного рынка РФ в 2000–2012 годах, возможно не имеющий аналога в мире. Достаточно сказать, что внешний рынок вырос почти в 140 раз, а внутренний – более чем в 133 раза. Конечно, сказался низкий исходный уровень рынка. Но и абсолютные его размеры к концу периода (283,1 миллиарда долларов) достаточно внушительны и с точки зрения источников финансирования, и в сравнении с развитыми странами мира.

В развитии рынка корпоративных облигаций выделяются два периода: стремительного роста в 2000–2008 годах и более медленного (даже с учетом разницы продолжительности периодов) роста в 2009–2012 годах. Вместе с тем абсолютные приросты рынка во второй период были выше, чем в первый. Так, по внешнему рынку он составил ежегодно в первый период 12,8 миллиарда долларов, во второй – 14,6 миллиарда долларов; по внутреннему рынку соответственно 6,66 миллиарда долларов, во второй – 17 миллиардов долларов. Примечательно, что рынок быстро рос и в период застоя российской экономики в 2009–2012 годах. Обращает на себя внимание и изменение доли внутреннего и внешнего рынка: в первый период значительно преобладал внешний рынок, к концу второго периода они почти сравнялись. Тем не менее остающаяся сильная зависимость рынка корпоративных облигаций от внешнего рынка делает его зависимым от внешних воздействий.

Стремительное развитие рынка корпоративных облигаций говорит, помимо исключительно благоприятной внешней конъюнктуры, о возросшей зрелости российского капитализма. С одной стороны, к нему росло доверие инвесторов из-за политической стабильности и возросшей

рентабельности экономики, прозрачности компаний, с другой – рос потенциал кредитной системы России. Вместе с тем возникает вопрос о способности российских компаний выплачивать растущие долги в период застоя и тем более экономического спада и ухудшения внешней конъюнктуры.

На размеры рынка корпоративных облигаций влияли рост эмиссии облигаций и растущая их дюрация.

Для определения характера российского капитализма большое значение имеет соотношение рыночной капитализации акций и корпоративных облигаций и их оборота. На это обстоятельство убедительно обращал большое внимание в своих работах Я.М. Миркин. В табл. 7 произведен расчет этого соотношения, а также коэффициента оборота акций и облигаций за 2001–2012 годы.

Вполне закономерно низкое отношение рыночной стоимости корпоративных облигаций к акциям. Рыночная стоимость акций отражает оценку всей стоимости компаний, а корпоративных облигаций – стоимости их облигационной задолженности. Обращает на себя внимание рост этой величины в 2012 году в связи с гораздо большей стабильностью стоимости облигаций. Что касается оборота облигаций, то здесь разница значительно меньше, а к 2012 году стала совсем невелика. Это связано с многократно большим оборотом корпоративных облигаций по сравнению с акциями. Низкий оборот акций определяется малым free float акций российских компаний, о чем уже говорилось выше. Обращает на себя внимание также сокращающийся оборот корпоративных облигаций, что связано, видимо, с меньшей их спекулятивной привлекательностью по сравнению с другими инструментами товарного и финансового рынков.

Таблица 7

**Соотношение рыночной стоимости и оборота акций и корпоративных облигаций
и коэффициента их оборота за 2001–2012 годы**

Показатели	2001	2007	2012
1. Рыночная стоимость корпоративных облигаций, млрд руб. (на конец года)	108,9	1272	4166
2. То же, в миллиардах долларов (1 : 13)	3,61	51,8	132,1
3. Рыночная стоимость акций, трлн руб. (на конец года)	2,0	32,57	31,53
4. То же, в миллиардах долларов (3 : 13)	69,3	1327	782
5. Соотношение рыночной стоимости корпоративных облигаций и акций (2 : 4), в процентах	5,2	3,9	16,8
6. Оборот корпоративных облигаций, млрд руб.	337,5	3670	6660
7. То же, в долларах	11,2*	149,4	211,2
8. Оборот акций, млрд руб.	874,0	14975,5	11335,0
9. То же, в миллиардах долларов	29,0**	610,0	359,5
10. Соотношение оборота корпоративных облигаций и акций (7 : 9)	0,38	0,244	0,587
11. Количество оборотов корпоративных облигаций (7 : 2)	3,1	2,88	1,6
12. Количество оборотов акций (9 : 4)	0,41	0,46	0,46
13. Официальный валютный курс рубля к доллару	30,14	24,55	31,53

* Данные за 2003 год [12, с. 94].

** См. [11, с. 29].

Источники: Официальный курс рубля к доллару, 2001 год [РСЕ, 2003, с. 674], за 2007 и 2012 годы [20; Финансы России – 2012, табл. 6.10] рыночная стоимость акций и оборот акций за 2001 год [11, с. 46], остальные данные из табл. 5 и 6.

С точки зрения роли в экономике очень важное значение имеет соотношение первичной эмиссии акций и корпоративных облигаций и их роль в финансировании капиталовложений. При этом я исхожу из того, что эти эмиссии, имея долгосрочный характер, финансируют именно капиталовложения. Это, конечно, упрощение. Поскольку они тонут в других денежных поступлениях, то часто используются для других целей: финансирования слияний и поглощений, увеличения оборотных средств, подку-

па чиновников и просто расхищаются. Другая проблема состояла в определении эмиссии корпоративных евробондов. Поскольку прямых данных найти, к сожалению, не удалось, их выпуск был определен исходя из объема чистой эмиссии корпоративных облигаций и доли внешнего рынка в объеме прироста корпоративных облигаций (табл. 6).

Итоги первичной эмиссии ценных бумаг в 2001–2012 годах и их роль в финансировании капитальных вложений представлены в табл. 8.

Таблица 8

**Первичная эмиссия акций и чистая эмиссия корпоративных облигаций
и их роль в финансировании капитальных вложений в 2001–2012 годах**

Показатели	2001	2007	2012
1. Первичная эмиссия акций, млрд долл.	0	21,2	5,2*
2. Чистая эмиссия корпоративных облигаций, млрд руб.	21,1	355,7	693,0
3. То же, в миллиардах долларов	0,7	14,5	22,0
4. Чистая эмиссия корпоративных евробондов, млрд долл.	0,8**	(26,5)	(23,1)
5. Всего эмиссия ценных бумаг (1 + 3 + 4), млрд долл.	1,5	62,2	50,3
6. Объем капиталовложений, трлн руб.	1,5	5,22	8,76
7. Официальный курс рубля к доллару	30,14	24,55	31,53
8. Объем капиталовложений в миллиардах долларов (5 : 6)	49,76	216,1	277,8
9. Отношение первичной эмиссии ценных бумаг к объему капиталовложений (5 : 8), в процентах	3,0	28,7	18,1

* Данные за 2010 год; ** Данные за июнь 1999 – май 2000 года

Источники: настоящая статья, первичная эмиссия акций, с. 38–40; эмиссия корпоративных облигаций – табл. 4 и 5 (данная статья); объем капитальных вложений в 2001 году – РСЕ, 2003, с. 595.

Таблица 8 позволяет сделать следующие выводы. Во-первых, за данный период произошло огромное (в 28 раз) увеличение объема первичных эмиссий ценных бумаг, выпускаемых российскими корпорациями. Во-вторых, в этой первичной эмиссии преобладали облигации. В-третьих, первичные эмиссии облигаций по объему и динамике оказались значительно устойчивее к колебаниям внутренней и внешней экономической конъюнктуры, чем акции. В-четвертых, роль первичной эмиссии корпоративных ценных бумаг в финансировании капитальных

вложений со сделанными выше оговорками оказалась в 2007–2012 годах весьма значительной и намного превышала официальные данные, что коренным образом меняет сложившееся представление о роли первичного размещения ценных бумаг в экономике России во второй половине 2000-х годов и в начале 2010 года.

Официальные данные об источниках финансирования инвестиций в основной капитал в 2007–2012 годах в абсолютном и относительном выражении (в процентах) представлены в табл. 9.

Таблица 9

Динамика и структура инвестиций в основной капитал в РФ в 2007–2012 годы

Показатели	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Инвестиции в основной капитал, трлн руб.	5,21	6,7	6,04	6,62	8,44	9,57
В том числе средства (в процентах)						
собственные	40,4	39,5	37,1	41,0	41,9	45,4
привлеченные,	59,6	60,5	62,9	59,0	58,1	54,6
в том числе кредиты	10,4	11,8	10,3	9,0	8,6	7,9
акции	1,8	0,8	1,0	1,1	1,0	1,0
облигации	0,1	0,1	0,1	0,01	0,00	0,00

Источники: Инвестиции в РФ, 2009, табл. 2.6; Инвестиции в РФ, 2011, табл. 2.6; Инвестиции в РФ, 2013, табл. 2.6.

При сравнении данных табл. 8 и 9 ошеломляет разница в объеме эмиссии акций и корпоративных облигаций. Если по моим расчетам она весьма значительна, то по данным Росстата смехотворно низка. Для сравнения обоих расчетов необходимы не валовые, а чистые эмиссии облигаций (с учетом погашения прежних

выпусков). Для этого из объема рынка облигаций вычитаем данные конца предыдущего года. При этом по непонятной причине существует разница между данными табл. 4, 5 и 6. Для надежности я взял более низкую величину из табл. 4 и 5. Для удобства сравнения оба этих расчета представлены в табл. 10.

Таблица 10

Сравнение расчетов Росстата РФ и Ханина Г.И. по объемам эмиссии корпоративных ценных бумаг в 2007 и 2012 годах, млрд руб.

Показатели	2007	2012
1. Объем эмиссии акций (Ханин)	520,4	164,0
2. Объем эмиссии акций (Росстат)	102,8	95,0
3. Соотношение (1 : 2)	5,06	1,71
4. Объем чистой эмиссии корпоративных облигаций (Ханин)	355,7	693,0
5. Объем чистой эмиссии корпоративных облигаций (Росстат)	5,2	4,2
6. Соотношение (4 : 5)	68,4	165,0
7. Объем эмиссии корпоративных ценных бумаг (Ханин) (1 + 4)	876,1	857,0
8. Объем эмиссии корпоративных ценных бумаг (Росстат) (2 + 5)	108,0	99,8
9. Соотношение (7 : 8)	8,1	8,59

Источники: табл. 8 и 9.

Таблица 10 показывает огромное расхождение между данными Росстата и моими расчетами по эмиссии корпоративных ценных бумаг: в 8,1 раз в 2007 году и в 8,59 раз в 2012 году. Странно то, что это расхождение не привлекло внимания специалистов в этой области, даже такого как Я.М. Миркин, в работах которого проблема первичной эмиссии ценных бумаг, при всей ее огромной важности, вообще не нашла отражения. Главной причиной этого огромного расхождения, скорее всего, является то, что Росстат целиком полагается на отчетность предприятий, которые по непонятной причине преуменьшают роль ценных бумаг в финансировании накопления основных фондов. Другой причиной является крайняя затруднительность разграничения каналов использования эмиссии ценных бумаг.

Данные о роли эмиссии корпоративных ценных бумаг в финансировании капиталовложений могут говорить о далеко зашедшем процессе капитализации российской экономики в 2000-е годы. Их роль оказывается сравнимой с их ролью в США – стране с наиболее развитым рынком ценных бумаг в прошлом, включая 60–70-е годы (более поздних данных в отечественной литературе не удалось обнаружить, но, учитывая огромную инерционность американской экономики, вряд ли они изменят выводы). Так, в 1901–1912 годах чистые эмиссии ценных бумаг составили к валовым капиталовложениям 53 %. В 1923–1929 годах – 57 %, в 1958–1962 годах – 27 % [2, с. 403]. При сравнении следует учесть, что по США берутся расчеты по корпорациям, а по РФ – вся экономика со значительным некорпоративным и государ-

ственным секторами. Более поздние данные по всей экономике говорят о том (помимо амортизации и нераспределенной прибыли корпораций), где преобладает эмиссия ценных бумаг, источники образуют в США в 1973 году 32,6 %, в Англии – 37,9 %, в ФРГ – 52 %, в Японии – 46,4 % [10, с. 77] (в ФРГ и Японии среди этих источников, очевидно, преобладают банковские кредиты). Однако, три обстоятельства предостерегают от чрезмерного обольщения несомненными успехами российского капитализма в этой области. Во-первых, этот успех был связан с огромной ролью фантастического и конъюнктурного роста мировых цен на топливо. Во-вторых, среди покупателей эмитированных ценных бумаг преобладали иностранцы, имеющие несравненно большие свободные финансовые ресурсы. Это делает данный рынок заложником отношений РФ с западными странами (что и выявилось в ходе обострения отношения с ними в 2014 году в связи с событиями на Украине). В третьих, в отечественной эмиссии корпоративных ценных бумаг в огромной степени преобладают облигации, а не акции, в отличие от США, где эмиссия акций и облигаций отличалась незначительно [2, с. 403]. Это различие имеет очень большое значение. Акции не только источник внешнего финансирования компаний, как корпоративные облигации. Они выполняют и другие важные функции в системе современной рыночной экономики: перераспределения собственности, расширения круга собственников, барометра экономического развития и ряд других. Поэтому именно биржа акций, а не внебиржевой рынок корпоративных облигаций является символом капитализма. Роль эмиссии акций в финансировании корпораций отличается в развитых странах с рыночной экономикой: она велика в ан-

гლოსаксонских странах и намного меньше в других странах с развитой рыночной экономикой (Я.М. Миркин называет их странами с долговой экономикой). Но это все же страны, где основные торговцы рынка – отечественные финансисты, а не зарубежные, как в России. И этот рынок по волатильности совершенно несравним с российским, который даже в 2008 году оказался самым волатильным в мире [12, с. 274].

При этом я вовсе не собираюсь отрицать роли корпоративных облигаций в повышении финансовой и управленческой рыночной культуры. Этот рынок также требует перехода на международные стандарты бухгалтерской отчетности, значительной открытости, соблюдения финансовой дисциплины и бережливости.

Заключение. Есть ли капитализм в России?

Не вызывает сомнения, что размер и значимость в экономике рынка ценных бумаг является, наряду со страхованием, важнейшим индикатором развития капитализма. По обоим этим индикаторам РФ в начале XXI века была близка к нулю. За 2001–2012 годы рынок ценных бумаг в России осуществил огромный шаг вперед и в количественном и в качественном отношении. В отношении роли первичной эмиссии ценных бумаг в финансировании капитальных вложений его роль сравнима с аналогичной ролью в других развитых странах с рыночной экономикой. Расширился круг вовлеченных в рынок компаний и частных лиц. С этой точки зрения в отличие от страхования [24, с. 25–39] капитализм в РФ достиг внушительных успехов. Но если вспомнить другие его особенности: малая роль акций в первичном размещении, сверхконцентрированность на небольшом

числе компаний, ничтожное количество акционеров – физических лиц (0,1 % населения вместо 28,7 % в США, 23,9 % в Великобритании, и гораздо большей доли даже в Бразилии (9,8 %) и Китае (7 %), одновременно с РФ начавших переход к рыночной экономике [14, с. 16]); преобладание иностранных финансовых институтов на рынке; его колоссальная волатильность, огромная зависимость от мировых цен на нефть – утвердительный ответ на вопрос в подзаголовке окажется значительно менее обоснованным. Еще менее утвердительным он будет в свете ничтожного уровня страхования. Неравномерность развития отдельных финансовых институтов имеется и в других странах, но везде она не так значительна, как в РФ. И, конечно, при всей огромной важности страхования и рынка ценных бумаг как индикатора развития капитализма требуется учет и других аспектов институционального развития экономики РФ в данный период.

Литература

1. *Агеева С.Д.* Российский рынок акций: движение в противоположном от запланированного направлении // ЭКО. – 2013. – № 7. – С. 42–54.
2. *Аникин А.В.* Кредитная система современного капитализма. – М.: Наука, 1964. – 434 с.
3. *Антоненко Н.С., Галушкина Я.С., Пантэ Я.И.* Основные тенденции развития российского крупного бизнеса: 2000-е годы // Журнал новой экономической ассоциации. – 2013. – № 1(17). – С. 136–157.
4. *Арсеньев В.В.* Руководство по российскому рынку капитала. – М.: Альпина Паблишер, 2001. – 279 с.
5. *Ветохин А.В.* Рынок корпоративных облигаций и направления его развития: автореф. дисс. ... канд. экон. наук. – Воронеж, 2008.
6. Госкомстат РФ Финансы России-2002. – URL: http://www.gks.ru/bgd/regl/Bo2_51/main.htm
7. Департамент исследований и информации Банка России. Обзор финансового рынка Первое полугодие 2013 года. – № 75. – 48 с.
8. Информационный меморандум. Облигационный заем. Группы компаний «Технониколь». – М., 2007.
9. Ежегодные рейтинги 400 крупнейших компаний // Эксперт. – 2012. – № 39. – С. 94–162.
10. *Меньшиков С.М.* Инфляция и кризис регулирования экономики. – М.: Мысль, 1979. – 221 с.
11. *Миркин Я.М.* Рынок ценных бумаг России. Воздействие фундаментальных факторов, прогноз и направление дальнейшего развития. – М.: Альпина Паблишер, 2002. – 624 с.
12. *Миркин Я.М.* Финансовое будущее России. – М.: Geleos Publishing House Ltd, 2011. – 496 с.
13. *Михайлов Д.М.* Мировые финансовые рынки. Тенденции и инструменты. – М.: Экзамен, 2000. – 767 с.
14. *Новиков А.В., Новикова И.Я.* Финансовый рынок России: динамика развития после кризиса // ЭКО. – 2013. – № 7. – С. 6–25.
15. Российский фондовый рынок: 2012. События и факты. – 100 с. – URL: <http://www.naufor.rudownloadpdf/factbooku/ru/PER2012.pdf>
16. *Рубцов Б.В., Напольнов А.З.* Мировой и российский рынок IPO: анализ тенденций и перспективы развития // Эффективное антикризисное управление. – 2011. – № 5.
17. *Семенкова Е.В.* Корпоративная стратегия и операции с ценными бумагами // Финансовый менеджмент. – 2007. – № 2.
18. *Семенкова Е.В., Савицкая В.А.* Проблемы первичного размещения акций на российском рынке. – URL: <http://referant.ru/813140>
19. Финансовая служба Государственной статистики РФ. Финансы России-2006. – URL: http://www.gks.ru/bgd/regl/B02_51/main.htm
20. Финансовая служба государственной статистики РФ. Финансы России-2008. – URL: http://www.gks.ru/bgd/regl/B02_51/main.htm
21. Финансовая служба Государственной статистики РФ. Финансы. России-2010. – URL: http://www.gks.ru/bgd/regl/B02_51/main.htm

22. Финансовая служба государственной статистики РФ. Инвестиции в России-2013 <http://www.gks.ru/wps/connect/rosstat-main/rosstat/ru/statistics/publications/catalog/doc-11397109875>

23. Ханин Г.И. Рынок ценных бумаг России в 90-е годы // Идеи и идеалы. – 2012. – № 2(12). – Т. 1. – С. 35–55.

24. Ханин Г.И. Рынок страхования России в 1998–2012 // Terra economicus. – 2014. – № 3. – С. 87–101.

25. Ханин Г.И. Экономическая история России в новейшее время. Российская экономика в 1992–1998 годах. – Новосибирск: Изд-во НГТУ, 2014. – 712 с.

PRIVATE SECURITIES MARKET OF THE RUSSIAN FEDERATION IN 1998–2012 YEARS: STATISTICAL AND POLITICAL ECONOMY ASPECTS

G.I. Khanin

Siberian Institute of Management –
Branch of the Russian Presidential
Academy of National Economy
and Public Administration;
Novosibirsk State Technical University,
Novosibirsk

khaning@academ.org

The article (which is a continuation of the article in the “Ideas & Ideals”, Novosibirsk, No. 2, Vol. 1, 2012) analyzes the development of the market of private corporate securities in Russia in 1998-2012. The problem is considered mainly from the point of view of statistics and political economy perspectives. The author shows huge quantitative expansion of this market in this period and its role in the economy. At the same time he criticizes the official data for huge underestimation of the role of the net issue of securities in the financing of capital investments in the second half of 2000s. According to this indicator, the Russian economy is comparable to the economy of the developed capitalist countries. The securities market is considered as an important indicator of the development of capitalism. Its progress compared with the end of the 20th century is significant. However, many indicators of this market do not allow making a confident conclusion that capitalism in Russia exists. The success of this market in addition to insignificant source database are extremely unstable and are mainly associated with the exceptionally favorable external conditions for the development of the Russian economy in 2000s. However, there was a certain managerial advancement in the activity of Russian companies, which together with improved economic conditions have significantly increased the profitability of many large companies. The weakness of the Russian securities market is the narrowness of Russian investors, especially individuals and therefore its high dependence on foreign investors’ demand, the highest concentration of market capitalization and market turnover of stocks and bonds, the enormous volatility.

Keywords: the Russian economy, the Russian market of securities, the Russian stock market, the Russian market of corporate securities in the Russian Federation, the sources of capital investments financing, indicators of capitalism.

DOI: 10.17212/2075-0862-2015-1.1-33-55

References

1. Ageeva S.D. *Rossijskij rynek akcij: dvizhenie v protivopozhnom ot ziplanirovannom napravlenii* [Russian stock market: the flow in the opposite direction from the planned direction] // JeKO, 2013. – № 7. – S. 42–54.
2. Anikin A.V. *Kreditnaja sistema sovremennogo kapitalizma* [Credit system of modern capitalism]. Moscow: Nauka 1964. – 434 c.
3. Antonenko N.S., Galushkina Ja.S., Pappe Ja.Sh. *Osnovnye tendencii razvitiya rossijskogo krupnogo biznesa: 2000 gody* [Main trends of development of Russian big business: 2000] // Zhurnal novoj jekonomicheskoi asociacii № 1 [Journal of the new economic Association No. 1].
4. Aresen'ev V.V. *Rukovodstvo po rossijskomu rynku kapitala* [Guide to the Russian capital market]. Moscow: Al'pina Publisher, 2001 279 c.
5. Vetohin A.V. *Rynek korporativnyh obligacij i napravlenija ego razvitiya* [The corporate bond Market and ways of its development abstract]. Avtoreferat diss. ... kand. jekonomicheskikh nauk. Voronezh, 2008.
6. Goskomstat RF Finansy Rossii-2002 [Goskomstat of the Russian Federation the Russian Finance-2002]. – URL: http://www.gks.ru/bgd/regl/Bo2_51/main.htm
7. Departament issledovanij i informacii Banka Rossii Obzor finansovogo rynka Pervoe polugodie 2013 goda № 75 48 c. [The Department of research and information of the Bank of Russia financial market Survey First half 2013].
8. Informacionnyj memorandum Obligacionnyj zaem Gruppy kompanij «Technonikol» [Information Memorandum Bond loan of the Group of companies “TechnONIKOL”. Moscow: 2007.
9. Ezhegodnye rejtingi 400 krupnejshih kompanij [Annual ratings of the 400 largest companies] // Jekspert[Expert] 2012, № 39. S. 94–162.
10. Men'shikov S.M. *Infljacija i krizis regulirovanija jekonomiki* [Inflation and the crisis of economic regulation]. Moscow: 1979. – 221 s.
11. Mirkin Ja.M. *Rynek cennyh bumag Rossii. Воздействие fundamental'nyh faktorov, prognoz i napravlenie dal'nejshego razvitiya* [Securities Market of Russia. The impact of fundamental factors, prognosis and direction for further development]. Moscow: Mysl' Publ., 2002.
12. Mirkin Ja.M. *Finansovoe budushbee Rossii* [Financial future of Russia]. Moscow: Geleos Publishing House Ltd 2011.
13. Mihajlov D.M. *Mirovye finansovyje rynki. Tendencii i instrumenty* [Global financial markets. Trends and tools]. Moscow: Jekzamen, 2000. – 767 s.
14. Novikov A.V. Novikova I.Ja. *Finansovyy rynek Rossii: dinamika razvitiya posle krizisa* [Financial market of Russia: dynamics of development after the crisis] // JeKO, 2013. – № 7. – S. 6–25.
15. Rossijskij fondovyy rynek: 2012. Sobytiya i fakty [The Russian stock market: 2012. Facts and events]. 100 p. – URL: <http://www.naufor.rudownloadpdf/factbooku/ru/PER2012.pdf>
16. Rubcov B.V. Napol'nov A.Z. *Mirovoj i rossijskij rynek IPO: analiz tendencij i perspektivy razvitiya* [World and Russian IPO market: analysis of tendencies and prospect for the development] // Jekfektivnoe antikrizisnoe upravlenie [Effective crisis management], 2011 № 5.
17. Semenkova E.V. *Korporativnaja strategija i operacii s cennymi bumagami* [Corporate strategy and operations with securities] // Finansovyy menedzhment [Financial management], 2007. – № 2.
18. Semenkova E.V. Savickaja V.A. *Problemy pervichnogo razmeshhenija na rossijskom rynke* [Problems of initial placement on the Russian market]. URL: <http://referant.ru/813140>
19. Finansovaja sluzhba Gosudarstvennoj statistiki RF Finansy Rossii-2006 [Financial service of state statistics of the Russian Federation Investments in Russia – 2006]. URL: http://www.gks.ru/bgd/regl/B02_51/main.htm
20. Finansovaja sluzhba gosudarstvennoj statistiki RF Finansy Rossii-2008 [Financial service of state statistics of the Russian Federation Investments in Russia – 2008]. – URL: http://www.gks.ru/bgd/regl/B02_51/main.htm
21. Finansovaja sluzhba gosudarstvennoj statistiki RF Finansy Rossii – 2010 [Financial service of state statistics of the Russian Federation In-

vestments in Russia – 2010]. – URL: http://www.gks.ru/bgd/regl/B02_51/main.htm

22. Finansovaja sluzhba gosudarstvennoj statistiki RF Investicii v Rossii - 2013 [Financial service of state statistics of the Russian Federation Investments in Russia – 2013]. – URL: <http://www.gks.ru/wps/connect/rosstat-main/rosstat/ru/statistics/publications/catalog/doc-11397109875>

23. Hanin G.I. *Rynok cennyh bumag Rossii v 90 gody* [The securities Market of Russia in 90 years] // *Idei & ideally*. Novosibirsk, 2012, № 2 (12). – Т. 1. – С. 35–55.

24. Hanin G.I. Rynok strahovanii Rossii v 1998-2012 [The insurance Market of Russia in 1998-2012] // *Terra economicus*, 2014. – № 3. – С. 87–101.

25. Hanin G.I. *Jekonomicheskaja istorija Rossii v novejshee vremja Rossijskaja jekonomika v 1992–1998 gody* [Economic history of Russia in the modern Russian economy in 1992-1998 years]. Novosibirsk: Izd-vo NGTU, 2014. – 712 s.