



Александр Абрамов
 профессор кафедры фондового рынка и рынка
 инвестиций Государственного университета —
 Высшей школы экономики

Перспективы и риски

В ВЫСШЕЙ ШКОЛЕ ЭКОНОМИКИ ПОПЫТАЛИСЬ ОЦЕНИТЬ КОЛИЧЕСТВЕННЫЕ ПАРАМЕТРЫ РОССИЙСКОГО ФИНАНСОВОГО РЫНКА НА ПЕРИОД ДО 2014 ГОДА

Российскому рынку финансовых услуг требуется современная стратегия развития, направленная на повышение конкурентоспособности не абстрактного фондового рынка, а на создание конкурентоспособных на глобальном рынке российских брокеров, управляющих компаний и инвестиционных банков.

Конкурентоспособность фондового рынка, прежде всего, является конкурентоспособностью его участников.

Конкурентоспособность фондового рынка, прежде всего, является конкурентоспособностью его участников — брокеров, управляющих компаний, инфраструктурных институтов. Большинство финансовых компаний в России теперь вооружены долгосрочной стратегией развития. Чего не скажешь о стратегии отрасли финансовых услуг. Конечно, имеется Стратегия развития финансового рынка России на период до 2020 года (далее — Стратегия), однако по содержанию стратегией данный документ не является. В нем нет анализа конкурентоспособности финансовых услуг российских компаний, анализа разных сегментов рынка, спроса на финансовые услуги со стороны разных категорий инвесторов и эмитентов, анализа стоимости финансовых активов, вовлеченных в операции на рынке, оценки доходов посредников и их капитализации. Целевые показатели развития

финансового рынка установлены аж на 2020 год. Возможно, то, что регулятор смотрит на десять лет вперед, и хорошо, однако реалистичность цифр от этого страдает. Откройте любой серьезный учебник по оценке стоимости бизнеса и стратегическому планированию, и вы найдете в нем указание, что количественные характеристики рынка можно прогнозировать лишь на пять лет вперед, а более отдаленные, постпрогнозные, данные являются очень условными. Вопрос о том, что реально произойдет с рынком, если Стратегия будет реализована, остается открытым. Регулятор отвечает только за процесс, а не результат.

На уровне компаний пятилетние стратегии развития, как правило, разработаны. Однако при отсутствии стратегии развития отрасли в целом планы отдельных компаний могут оказаться неисполнимыми из-за отсутствия координации их

усилий на отраслевом уровне, неясности перспектив реализации значимых для всего бизнеса проектов. С таким подходом сложно быть конкурентоспособным на глобальном рынке.

В ходе изучения курса «Экономика небанковских финансовых посредников» на факультете экономики ГУ-ВШЭ нами проделана попытка оценить количественные параметры российского финансового рынка на период до 2014 года. Целью исследования было ответить на вопрос о том, сколько доходов получит бизнес по оказанию небанковских финансовых услуг и на какую суммарную капитализацию он может рассчитывать, если сохранится нынешний инертный путь развития финансового рынка. Мы не претендуем на абсолютную точность оценок и прогнозов. Важнее было получить некоторую целостную, пускай и очень приблизительную, картину рынка финансовых услуг. Главным препятствием на пути получения более точной информации является неприлично низкий на фоне других развивающихся стран уровень финансовой статистики и абсолютная непрозрачность финансовых посредников в России.

В исследовании по каждой таблице и рисунку не раскрываются подробно источники информации. Давно известно, что более 95% любой закрытой информации о явлении можно получить из открытых источников. При отсутствии системных статистических и социологических исследований о благосостоянии домохозяйств, показателей деятельности посредников в России возможно воссоздать картину рынка путем анализа

разнообразной публичной информации. В качестве источников информации использовались данные Росстата, Банка России, ФСФР России, отдельных финансовых компаний, Global Market Information Database, поддерживаемой Euromonitor, Datamonitor, Capgemini и Merrill Lynch, фондовой биржи ММВБ, НАУФОР, НЛУ, ресурса www.investfunds.ru, результаты социологических исследований Центра стратегических исследований Росгосстраха, Фонда общественного мнения (ФОМ), ВЦИОМ, НАФИ, Quans Research, Comcon. Ряд цифр по брокерам и управляющим компаниям получены путем проведения экспертных опросов.

Статистика о финансовых посредниках, рынках и клиентах должна быть доступной для участников фондового рынка. Без нее невозможно эффективно заниматься стратегическим планированием как на уровне компаний и отрасли в целом. По этой причине автор настоящей статьи будет весьма признателен за любые замечания и пожелания по приводимым ниже цифрам¹.

Инвестиционный потенциал домохозяйств

Домохозяйства обладают разным инвестиционным потенциалом. Это необходимо учитывать в стратегии развития бизнеса. По нашему мнению, реальным инвестиционным потенциалом в России обладают домохозяйства со стоимостью инвестиционных активов (благосостоянием)² от 25 тыс. долларов и выше. При средней норме вложений в ценные бумаги на уровне 10% от стоимости инвестиционных активов минимальная

В ЭТОЙ СТАТЬЕ:

Инвестиционные активы домохозяйств и их структура.

Финансовые посредники и их клиенты.

Проблема пенсионных накоплений.

Структура доходов финансовых посредников.

стоимость активов таких клиентов у брокеров или управляющих компаний составляет около 2,5 тыс. долларов. С такого уровня активов данные счета становятся рентабельными для финансовых посредников, оправдывая расходы на привлечение, рекламу и поддержание счетов клиентов.

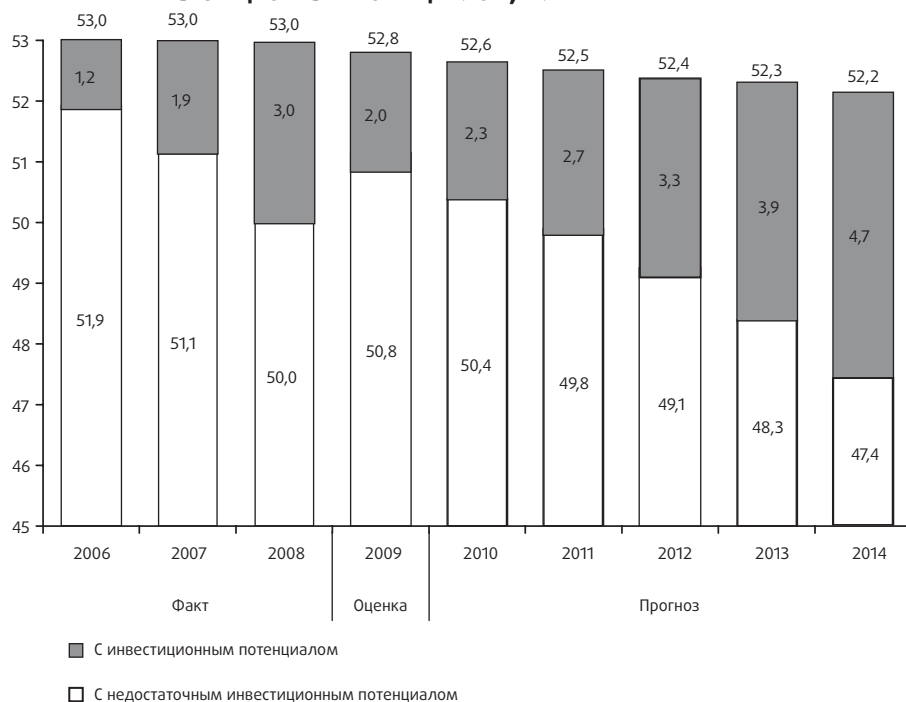
В табл. 1 домохозяйства разбиты на следующие категории — «желтые» со стоимостью активов от 25 тыс. до 250 тыс. долларов; «оранжевые» с активами от 250 тыс. до 1 млн долларов и «красные» (состоятельные) клиенты с активами стоимостью от 1 млн долларов. Три данные категории домохозяйств относятся к тем, кто обладает инвестиционным потенциалом. Все другие домохозяйства отнесены к категории «прочих». Их отличительной особенностью является то, что по уровню своего благосостояния они должны быть, скорее, клиентами банков, чем брокерских или управляющих компаний.

Все это не означает, что «прочие» домохозяйства не могут открывать брокерские счета или покупать паи ПИФов. Более того, как мы увидим дальше, в последние годы именно данная категория домохозяйств-инвесторов прирастала наиболее быстрыми темпами на фондовом рынке. Это объясняется агрессивной рекламой финансовых услуг и политикой привлечения как можно

Таблица 1. Классификация домохозяйств по критерию стоимости инвестиционных активов

| Категории домохозяйств | Стоимость инвестиционных активов, включая инвестиционную недвижимость, на одно домохозяйство, тыс. долларов | |
|------------------------|---|------|
| | От | До |
| «Красные» | 1000 | |
| «Оранжевые» | 250 | 1000 |
| «Желтые» | 25 | 250 |
| Прочие | 0,1 | 25 |

Рисунок 1. Данные о количестве домохозяйств, обладающих инвестиционным потенциалом, млн



Источник: оценки автора на основании данных статистики и социологических опросов.

большого числа клиентов со стороны финансовых компаний, а также стремлением наименее финансово грамотной части населения с низкими доходами к легкому обогащению на фондовом рынке. Однако нужно помнить, что наименее состоятельные клиенты финансовых посредников являются зоной повышенного риска. Стремление таких инвесторов со слабыми финансовыми знаниями к обогащению оборачивается их повышенной спекулятивной активностью, иррациональным поведением на рынке, что неизбежно обрекает большую часть подобных «игроков» на материальные потери, нанося непоправимый ущерб их психическому состоянию. Чем меньше благосостояние, тем более чувствительны для человека его инвестиционные потери. Вот почему в странах с развитым рынком косвенным образом при помощи тарифной политики финансовых посредников и регулятивных требований ограждается доступ людей с низкими доходами и благосостоянием к инвестициям в рискованные активы и спекулятивным сделкам.

Данные о количестве домохозяйств, обладающих инвестиционным потенциалом, приводятся на рис. 1.

Лишь около 2 млн домохозяйств из 52,8 млн, или 3,7%, в 2009 году обладали реальным инвестиционным потенциалом, то есть располагали активами на сумму от 25 тыс. долларов и выше. По мере выхода страны из кризиса и восстановления системы сбережений число домохозяйств с инвестиционным потенциалом будет расти при тенденции снижения общего числа домохозяйств из-за естественной убыли населения. Ожидается, что в 2014 году число состоятельных домохозяйств составит 4,7 млн, или около 9% от общего числа семей. Таким образом, инвестиции в рискованные активы в отличие от банковских продуктов, еще долгое время будут оставаться уделом относительно узкого круга населения.

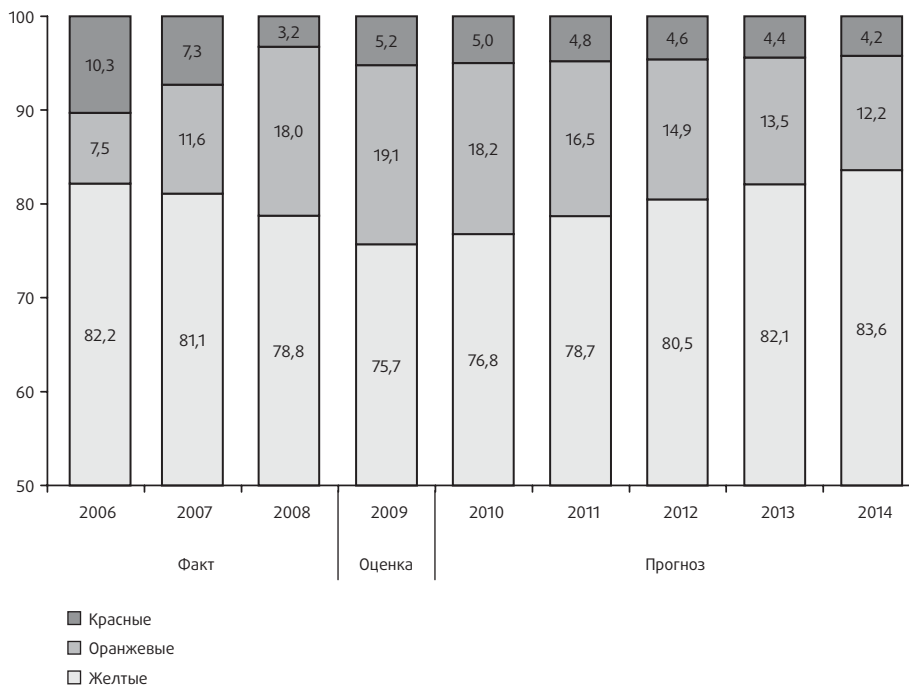
Структура домохозяйств, обладающих инвестиционным потенциалом,

приводится на рис. 2. Их основную часть составляют «желтые» инвесторы с благосостоянием от 25 тыс. до 250 тыс. долларов; на них в 2009 году приходилось 76% от общего числа домохозяйств с инвестиционным потенциалом. На долю «оранжевых» с благосостоянием от 250 тыс. до 1 млн долларов в 2009 году приходилось 19% домохозяйств. Наиболее состоятельные, «красные», домохозяйства составляли 5% семей. За финансовые услуги именно «красным» домохозяйствам российским посредникам приходится вести жесткую борьбу с иностранными конкурентами. По нашему мнению, наиболее сильный удар финансового кризиса пришелся на «желтых», вытолкнув значительную часть данной категории домохозяйств за черту семей с инвестиционным потенциалом. Поэтому по мере восстановления накоплений населения доля «желтых» будет расти более быстрыми темпами и достигнет примерно 84% от общего числа домохозяйств с инвестиционным потенциалом в 2014 году.

На рис. 3 приводятся оценки общей стоимости и структуры инвестиционных активов (благосостояния) домохозяйств. Получение подобных данных в большинстве стран является первейшей задачей системы национального счетоводства по счетам финансового учета, стандарты которой несколько десятилетий назад были разработаны под эгидой Организации Объединенных Наций (ООН). Странно, что Россия, оставаясь членом Совета Безопасности ООН, упорно игнорирует эти, далеко не самые трудные, стандарты национального счетоводства, установленные для всех цивилизованных стран³. В условиях отсутствия официальной статистики наши оценки стоимости активов домохозяйств выглядят следующим образом.

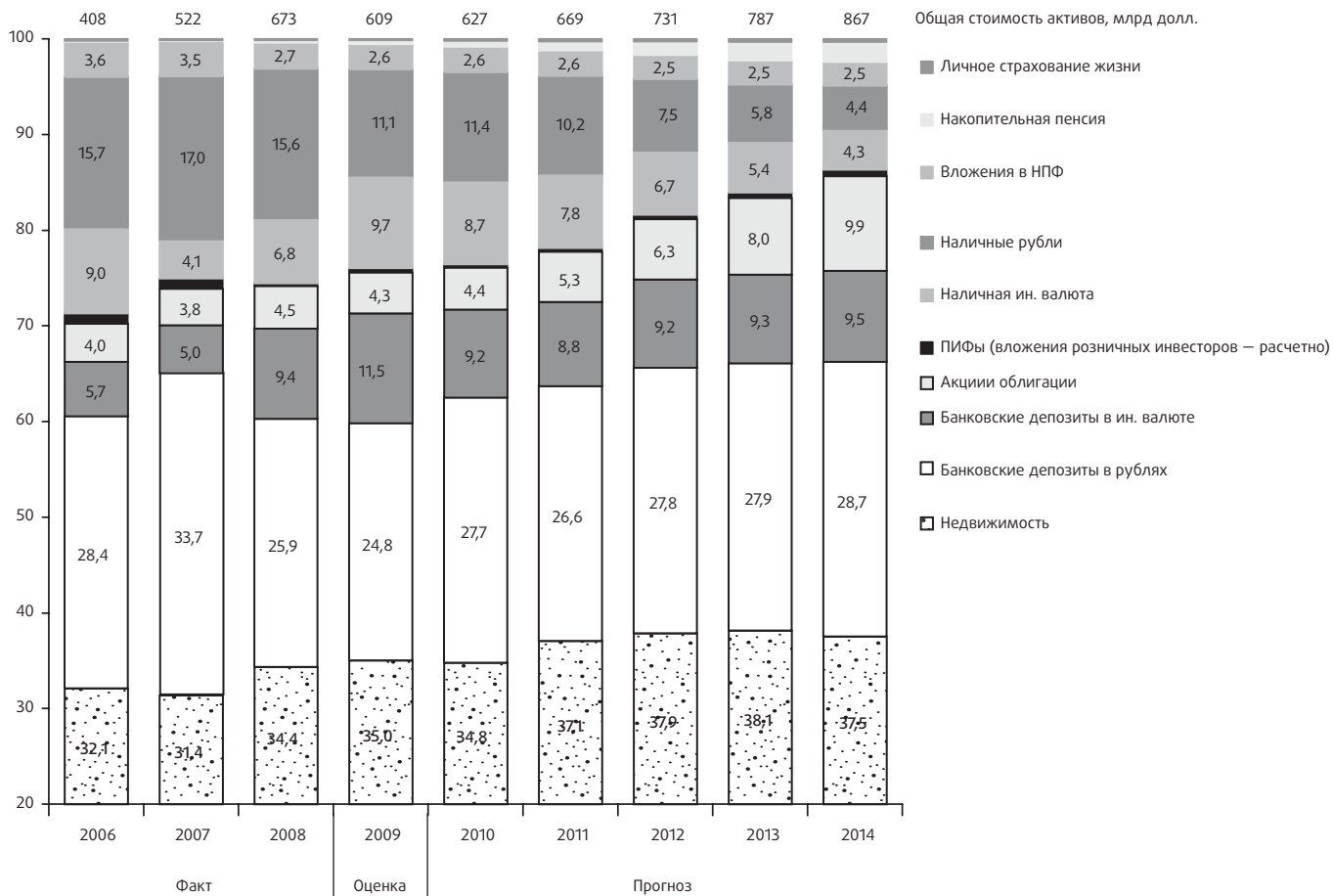
В 2009 году общая стоимость инвестиционных активов у домохозяйств составляла около 610 млрд долларов. Основу активов населения составляют рублевые банковские депозиты и инвестиции в

Рисунок 2. Структура домохозяйств, имеющих инвестиционный потенциал (%)



Источник: оценки автора на основании данных статистики и социологических опросов.

Рисунок 3. СТРУКТУРА АКТИВОВ ДОМОХОЗЯЙСТВ РОССИИ, %



Источник: оценки автора на основании данных статистики и социологических опросов.

недвижимость; на их долю в 2009 году приходилось соответственно 25 и 35% общей стоимости активов. На валютных депозитах в виде наличных запасов рублей и иностранной валюты домашние хозяйства держали 12, 11 и 10% своих накоплений. Инвестиции населения в акции и облигации составляли лишь немногим более 4% его накоплений, вложения в НПФ — меньше 3%. В перспективе в 2014 году доля накоплений в виде рублевых банковских депозитов и инвестиций в недвижимость увеличится соответственно до 29 и 38%. Почти до 10% вырастет удельный вес накоплений в ценных бумагах; более активно население будет инвестировать в иностранные ценные бумаги. При этом доли накоплений в виде валютных банковских депозитов, наличных долларов и рублей, а также НПФов будут, скорее всего, снижаться.

Таким образом, инвестиционный потенциал населения характеризуется следующими особенностями:

- менее 4% российских домохозяйств, или около 2 млн семей, обладают реальным инвестиционным потенциалом для инвестиций на фондовом рынке;
- основная часть таких домохозяйств обладает инвестиционными активами от 25 до 250 тыс. долларов;
- в руках у населения находятся инвестиционные активы стоимостью свыше 600 млрд долларов, или около 11,5 тыс. долларов на домохозяйство (для примера — в США эта сумма составляет около 0,5 млн долларов);
- однако основную часть своих активов население предпочитает хранить в виде банковских депозитов, недвижимости и в наличных деньгах, доля ценных бумаг в накоплениях населения составляет лишь около 4% и в лучшем случае возрастет до 10–11% в 2014 году.

Индивидуальные клиенты финансовых посредников

В настоящее время на фондовом рынке насчитывается почти 1 млн индивидуальных клиентов: около 700 тыс. брокерских клиентов и 280 тыс. розничных

инвесторов паевых инвестиционных фондов. Число розничных инвесторов динамично растет, прежде всего, за счет роста числа индивидуальных клиентов брокеров. Однако, по нашим оценкам, круг клиентов, обладающих инвестиционным потенциалом, куда уже. На рис. 4 приводится анализ структуры индивидуальных клиентов российских брокеров. Из 675 тыс. клиентов брокеров в 2009 году лишь немногим больше 25%, или около 170 тыс., обладали инвестиционным потенциалом.

Из-за отсутствия внятной программы действий в рамках пенсионной системы, повышенной волатильности российского фондового рынка и неопределенностей в сфере экономической политики брокерские счета еще долгое время не смогут стать средством аккумуляции долгосрочных накоплений граждан. При сохранении нынешней ситуации рост клиентской базы брокеров, скорее всего, будет происходить за счет вовлечения в операции на фондовом рынке все большего числа инвесторов, готовых рисковать небольшими деньгами для извлечения краткосрочной прибыли.

Несмотря на то что на «красных», «оранжевых» и «желтых» клиентов приходится всего четверть от общего числа клиентов брокеров, основная масса клиентских активов сосредоточена именно у данных категорий инвесторов. Сведения о стоимости и структуре клиентских активов у брокеров приводятся на рис. 5.

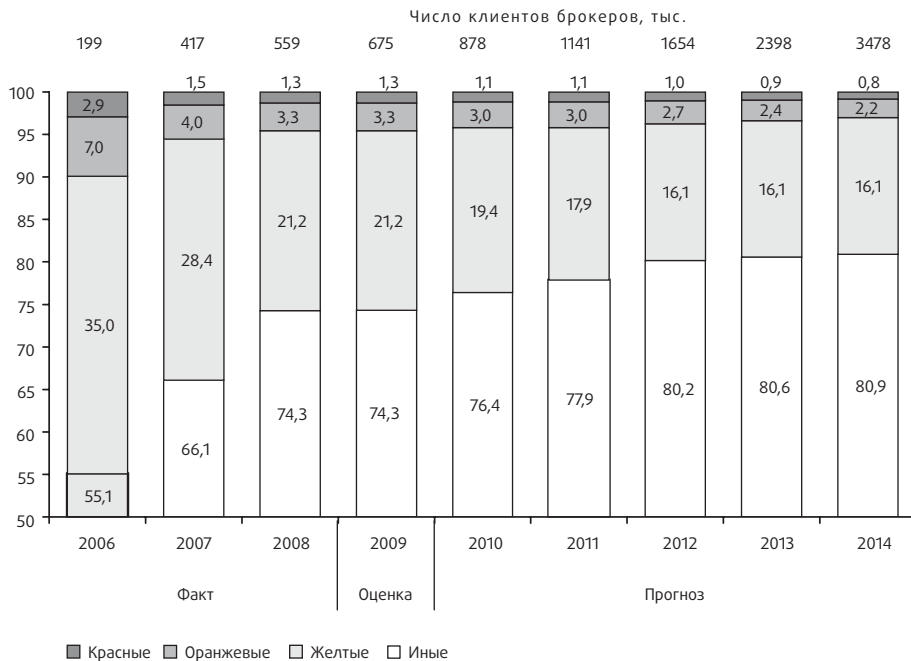
В 2009 году, по нашим оценкам, общая стоимость активов розничных клиентов на счетах у российских брокеров составляла примерно 21 млрд долларов⁴, в 2014 году они могут достигнуть 74 млрд долларов. За последние годы наблюдается бурный рост числа клиентов брокеров, регистрируемых ММВБ. Однако стоимость их активов на брокерских счетах растет куда медленнее. Это говорит о том, что российский рынок брокерских услуг пока развивается по китайскому сценарию, рост количественных показателей индивидуальных

инвесторов на рынке происходит за счет притока преимущественно спекулянтов.

Основная часть клиентских активов у брокеров — соответственно 45, 28 и 21% в 2009 году приходится соответственно на «красных», «оранжевых» и «желтых» клиентов. Подобная диспропорция в распределении клиентских активов является источником повышенных рисков для брокерских компаний и их инвесторов. Поскольку доходы брокеров во многом зависят от суммы клиентских активов, масса брокеров вынуждена агрессивно конкурировать за относительно небольшой круг клиентов с инвестиционным потенциалом. Чтобы хоть как-то получить доходы с «прочих» клиентов с небольшими активами, брокеры вынуждены «раскручивать» их на активную операционную деятельность и краткосрочные спекуляции. Это крайне вредно для результативности инвестиций наименее состоятельных клиентов: чем выше операционная активность участников рынка, тем, как правило, хуже их результаты. По нашим расчетам, в 2007 и 2008 году средний портфель индивидуального клиента у брокеров полностью обновлялся примерно 20 раз в год. Это весьма опасная черта, если учитывать, что, например, у самых крупных активно управляемых ПИФов акций в эти же годы портфель обновлялся в среднем 1,5 раза в год, а у индексных ПИФов — около 0,7 раз.

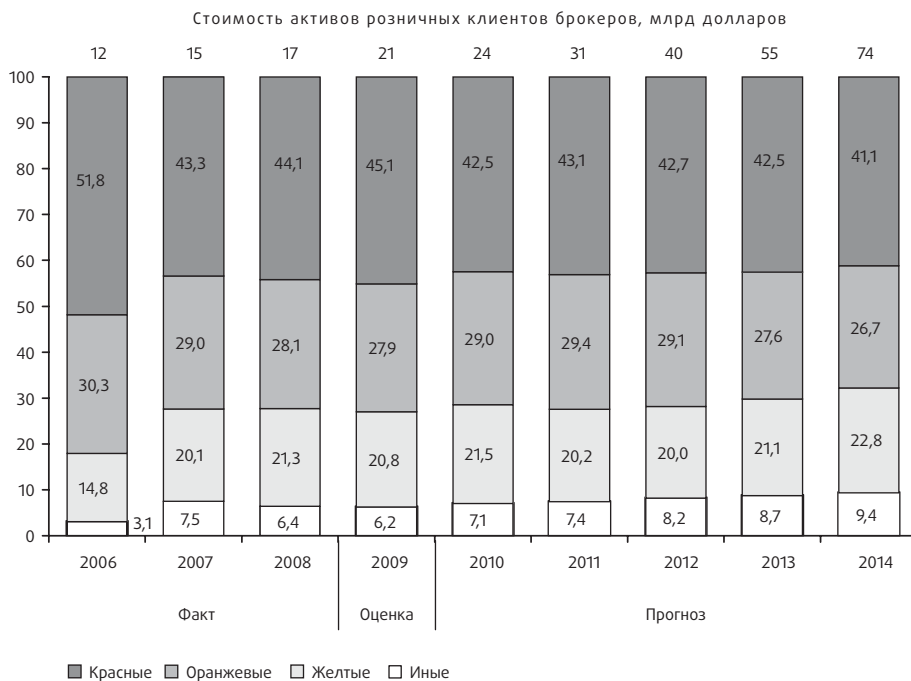
Высокая концентрация клиентских активов на относительно ограниченном круге клиентов создает риски для доходной базы брокеров, которая все больше привязывается к спекулятивным источникам, зависящим от торговой активности клиентов — брокерской комиссии и процентов по маржинальным кредитам. Например, в США, где розничные брокеры в большей мере ориентированы на долгосрочных инвесторов, наблюдается иной процесс. Доходная база крупнейших брокерских компаний (Schwab, TD Ameritrade, E*Trade и др.) все более привязывается к стоимости активов

Рисунок 4. СТРУКТУРА РОЗНИЧНЫХ КЛИЕНТОВ БРОКЕРОВ, %



Источник: оценки автора на основании данных статистики и социологических опросов.

Рисунок 5. СТРУКТУРА АКТИВОВ РОЗНИЧНЫХ КЛИЕНТОВ БРОКЕРОВ, %



Источник: оценки автора на основании данных статистики и социологических опросов.

клиентов и взимается в виде платы за управление и инвестиционное консультирование клиентов.

На рис. 6 приводится оценка числа розничных инвесторов на рынке паев ПИФов и индивидуального доверительного управления. В 2009 году из примерно 280 тыс. инвесторов около 35% приходилось на домохозяйства с инвестиционным потенциалом, в том числе 26% на «желтых», 7% на «оранжевых» и 2% на «красных».

Так же как на рынке брокерских услуг, относительно немногочисленный процент домохозяйств с инвестиционным потенциалом приносит основную массу активов в доверительное управление (рис. 7). В 2009 году в доверительном управлении находилось примерно 5 млрд долларов активов домохозяйств. Из них соответственно 29, 54 и 13% приходилось на категории «красных», «оранжевых» и «желтых инвесторов». Во время кризиса население вывело значительные активы из открытых и интервальных ПИФов, а индивидуальное доверительное управление остается услугой преимущественно для состоятельных клиентов. При нынешнем уровне развития фондового рынка индивидуальных инвесторов больше привлекают краткосрочные спекуляции через брокерские счета, чем долгосрочные инвестиции через институт доверительного управления активами. Анализ влияния действующего законодательства о ПИФах и индивидуальном доверительном управлении показывает, что в отличие от Индии или Китая революционных изменений в данном сегменте российского бизнеса в течение ближайших 4–5 лет не ожидается. Стоимость активов клиентов здесь увеличится с нынешних 5 млрд. до 18 млрд долларов в 2014 году.

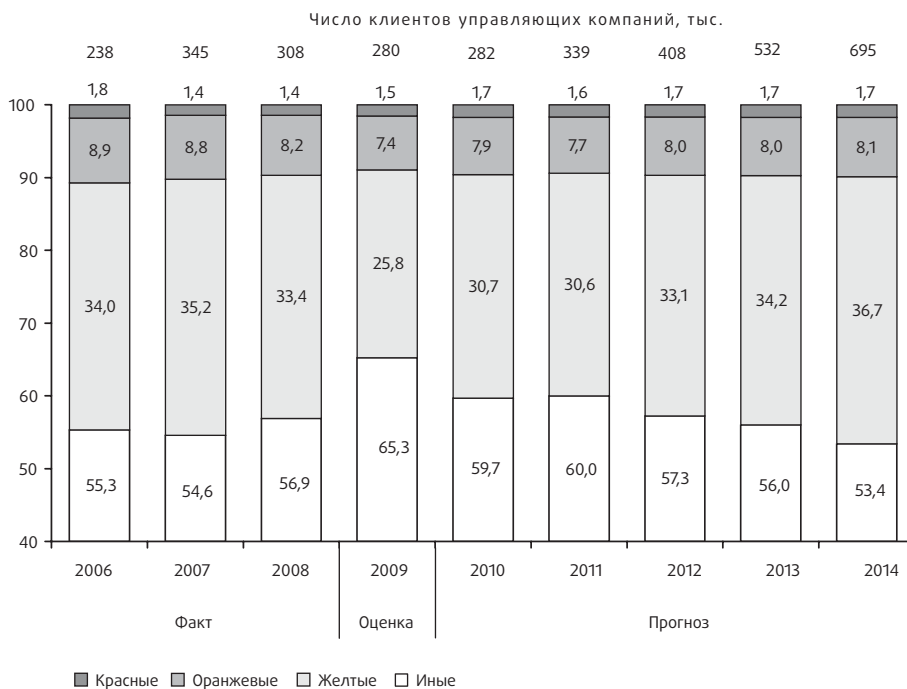
На рис. 8 приводится оценка стоимости и структуры накоплений индивидуальных инвесторов, формируемых в рамках обязательной пенсионной системы. Основная масса пенсионных накоплений «молчунов» находится под

управлением государственной управляющей компании — ВЭБа, другая часть накоплений передана частным управляющим компаниям⁵.

По нашим оценкам, стоимость обязательных пенсионных накоплений в 2009 году составляла около 15 млрд долларов. При этом примерно 80% данных накоплений приходилось на наименее состоятельных («прочих») домохозяйств. В последующие годы будет расти доля активов более состоятельных клиентов, главным образом за счет того, что в категории домохозяйств с инвестиционным потенциалом будет перемещаться все большая часть «прочих» домохозяйств. Быстрый рост обязательных пенсионных накоплений является, конечно, позитивным фактором с точки зрения интересов граждан России. Однако проблема в том, что данные накопления сегодня остаются «бесхозными». Частные управляющие компании пока не заинтересованы в привлечении данных средств из-за крайне низких комиссионных (в 2008 году они равнялись 0) и чрезмерных обязательств, принимаемых в случае привлечения данных средств по гарантированию их сохранности. ВЭБ как государственная структура, находящаяся вне конкуренции и общественного контроля, вряд ли способен обеспечить эффективное управление данными средствами.

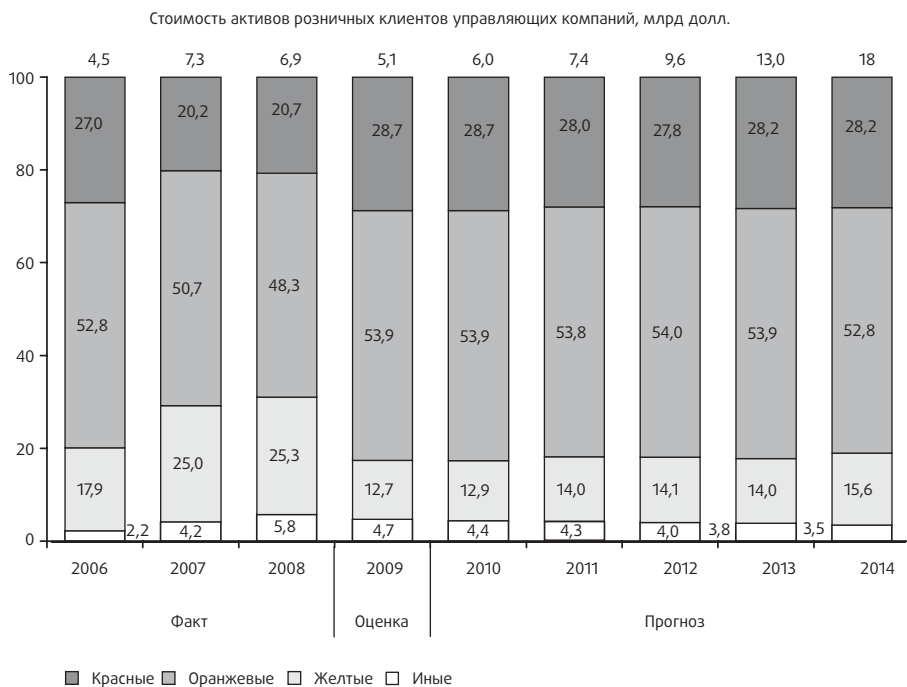
Выход из тупика в сфере обязательных пенсионных накоплений, на наш взгляд, лежит в расширении прав и ответственности самих граждан при инвестировании их пенсионных накоплений. Необходимо дать возможность гражданам открывать индивидуальные пенсионные счета не только у управляющих компаний, но и напрямую у брокеров, в случае если гражданин будет готов принять на себя ответственность за рыночные риски инвестирования учитываемых на его счете пенсионных накоплений. Опыт проведения подобной реформы пенсионного обеспечения в США в 1980-х, связанный с введением

Рисунок 6. СТРУКТУРА РОЗНИЧНЫХ КЛИЕНТОВ ДОВЕРИТЕЛЬНЫХ УПРАВЛЯЮЩИХ, %



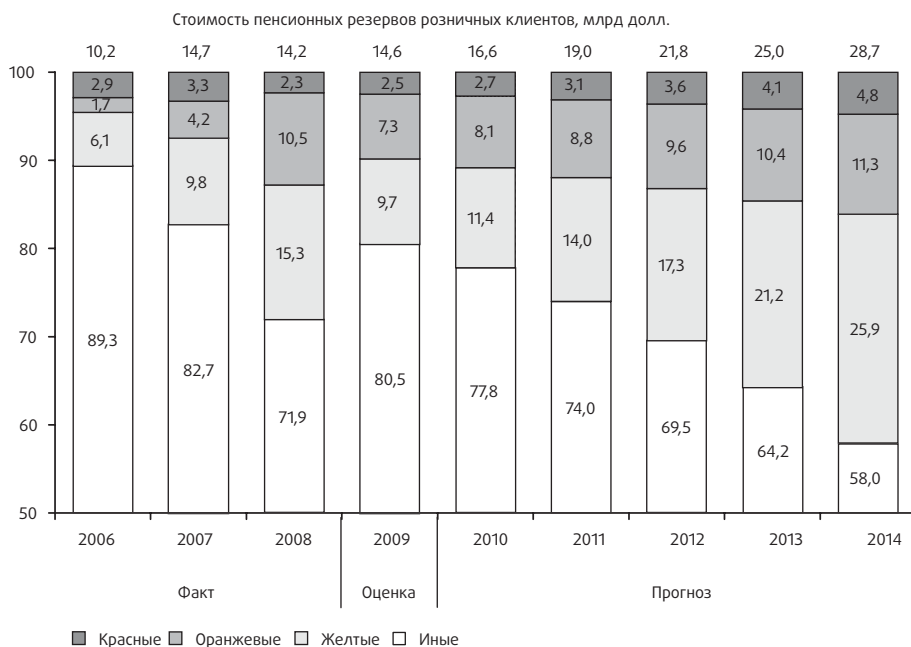
Источник: оценки автора на основании данных статистики и социологических опросов.

Рисунок 7. СТРУКТУРА АКТИВОВ РОЗНИЧНЫХ КЛИЕНТОВ ДОВЕРИТЕЛЬНЫХ УПРАВЛЯЮЩИХ, %



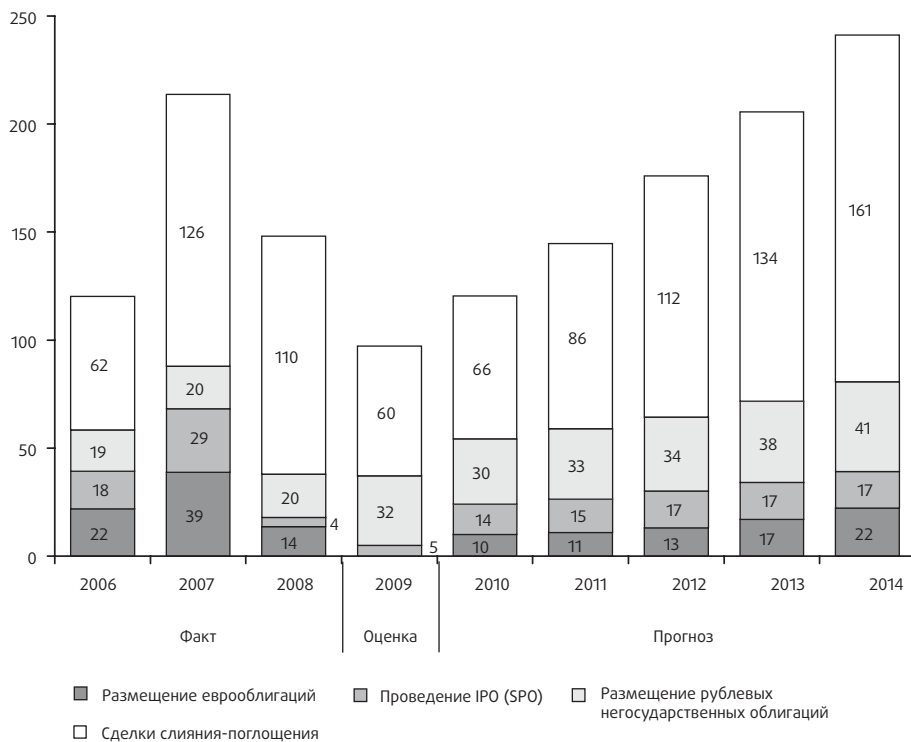
Источник: оценки автора на основании данных статистики и социологических опросов.

Рисунок 8. СТРУКТУРА ПЕНСИОННЫХ РЕЗЕРВОВ РОЗНИЧНЫХ КЛИЕНТОВ ЧАСТНЫХ УПРАВЛЯЮЩИХ КОМПАНИЙ И УК ВЭБА, %



Источник: оценки автора на основании данных статистики и ПФР.

Рисунок 9. ИНВЕСТИЦИОННЫЕ СДЕЛКИ, МЛРД ДОЛЛ.



Источник: оценки автора на основании данных BIS, ФБ ММВБ и НАУФОР.

плана 401(k) и индивидуальных пенсионных счетов (IRAs), принес позитивные результаты. Сегодня, несмотря на недавний кризис, индивидуальные пенсионные счета у брокеров продолжают расти. Их обслуживание является одним из перспективных направлений развития брокерского бизнеса.

Услуги институциональным и корпоративным инвесторам, эмитентам

На рис. 9 приводится оценка объемов инвестиционных сделок с ценными бумагами российских эмитентов.

Объем сделок слияния-поглощения в 2009 году оценивается на уровне 60 млрд долларов. Предполагается, что данный сегмент рынка восстановится до докризисного уровня в 2012-2013 гг., а в 2014 году достигнет 161 млрд долларов. Размещения рублевых корпоративных и региональных облигаций в 2009 году, по нашим оценкам, также составят примерно 32 млрд долларов. В 2014 году объем их размещений может достигнуть 41 млрд долларов. Умеренный рост данного сегмента рынка в 2010-2014 гг. будет связан с постепенным восстановлением кредитования бизнеса банками и, соответственно, снижением спроса заемщиков на облигации, а также постепенным, сокращением мер по антикризисной поддержке данного сегмента рынка со стороны Банка России и государственных банков. После двух лет провала в 2010 году ожидается бурное восстановление рынка IPO-SPO акций российских компаний. Объемы публичных размещений акций на биржах могут в 2010 году составить около 14 млрд долларов. Однако в последующие годы рынок сделок IPO и SPO российских эмитентов будет расти умеренно из-за более медленного восстановления российской экономики по сравнению с экономикой других крупнейших развивающихся стран. С 2010 года начнет восстанавливаться внешний рынок облигационных заимствований российских компаний. Однако

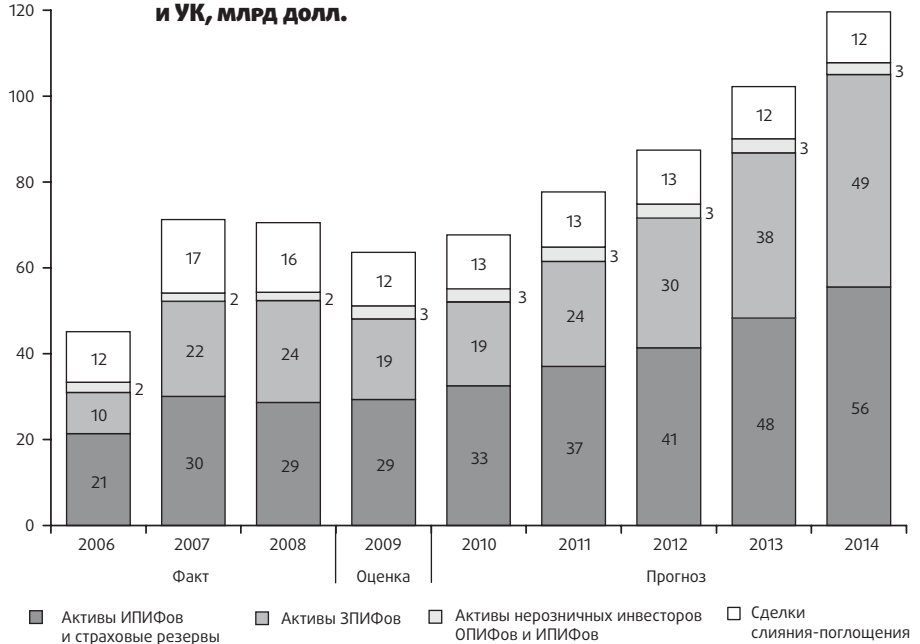
за рассматриваемые годы данный рынок вряд ли восстановится до докризисного уровня из-за умеренных темпов восстановления российской экономики, ужесточения государственного контроля за внешними заимствованиями предприятий, имеющих стратегическое значение, а также возврата государству крупнейшими иностранными банками ресурсов, полученных в период острой фазы кризиса.

Таким образом, рынок обслуживания инвестиционных сделок российских компаний будет серьезным источником доходов российских финансовых фирм. Однако нужно учитывать, что такие его сегменты как размещения облигаций за рубежом, IPO-SPO акций и поддержка сделок слияний-поглощений являются сферой острой конкуренции российских инвестиционных банков с иностранными банками. По нашим оценкам, от 60 до 80% доходов посредников в данных сегментах получают именно иностранные участники рынка.

Другим сегментом рынка финансовых услуг для институциональных и корпоративных клиентов являются брокерские услуги и услуги по доверительному управлению активами (рис. 10).

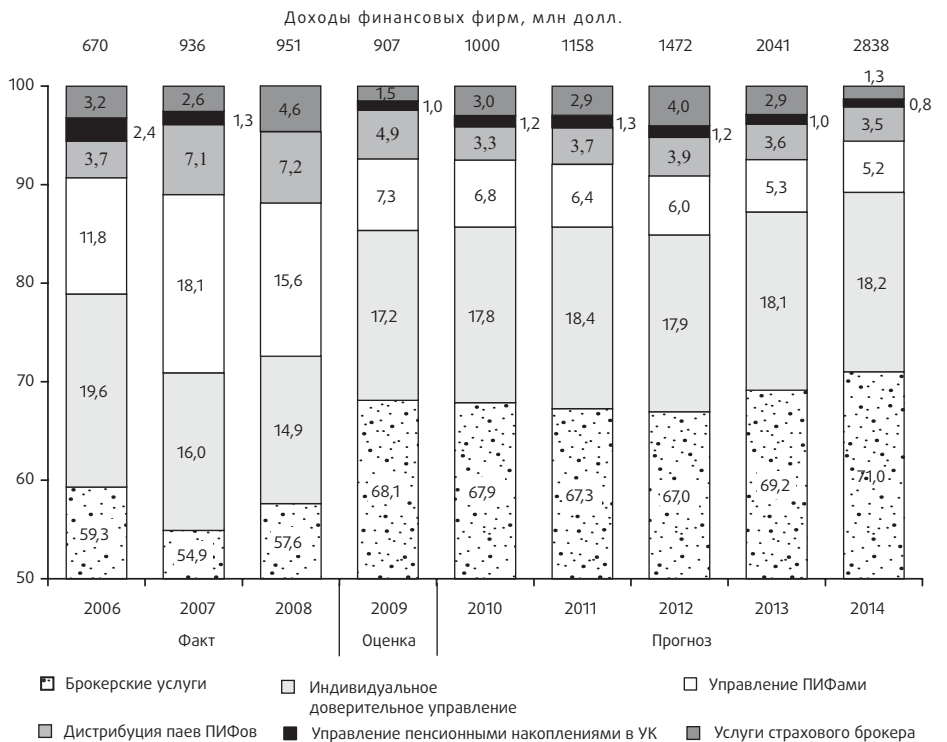
Активы НПФов и страховые резервы в 2009 году составили около 29 млрд долларов. К 2014 году они примерно удвоятся. Доходы небанковских финансовых компаний на данном сегменте рынка будут получаться в виде услуг по доверительному управлению данными активами и оказания брокерских услуг. Значительные объемы активов институциональных и корпоративных клиентов будут сосредоточены в ЗПИФах, в 2009 году они составляли около 19 млрд долларов, а в 2014 году достигнут почти 50 млрд долларов. По нашему мнению, в условиях нынешнего архаичного российского законодательства об инвестиционных фондах, игнорирующего мировой опыт создания эффективных форм закрытых инвестиционных фондов, привлекательных для розничных

Рисунок 10. Активы институциональных и корпоративных клиентов брокеров и УК, млрд долл.



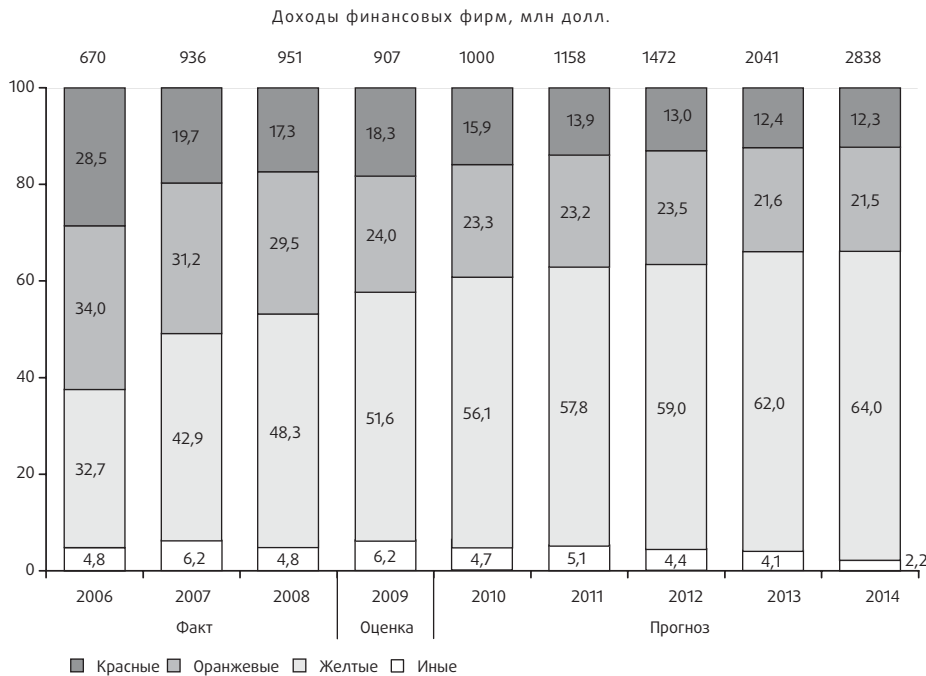
Источник: оценки автора на основании данных Росстата, НЛУ, Банка России, ФСФР России, ресурса www.investfunds.ru и прогнозов Минэкономразвития России.

Рисунок 11. Структура доходов от услуг розничным инвесторам, %



Источник: оценки автора на основании данных статистики и экспертных опросов.

Рисунок 12. СТРУКТУРА ДОХОДОВ ОТ УСЛУГ РОЗНИЧНЫМ ИНВЕСТОРАМ, %



инвесторов, ЗПИФы еще долгое время будут оставаться формой коллективных инвестиций, не доступной для массового инвестора. В сумму около 3 млрд долларов оцениваются активы нерозничных инвесторов в открытых и интервальных ПИФах. Средства нефинансовых компаний, которые они хранят у брокеров и доверительных управляющих оцениваются в размере 12–13 млрд долларов.

В наших расчетах мы не учли собственные средства брокеров и инвестиционных банков, которые, судя по публичным данным отчетности некоторых крупных финансовых холдингов (например, «Тройки Диалог»), могут составлять более 70% их доходов⁶. Не учитываются также активы нерезидентов, являющихся клиентами брокеров и управляющих компаний из-за отсутствия какой-либо информации на этот счет.

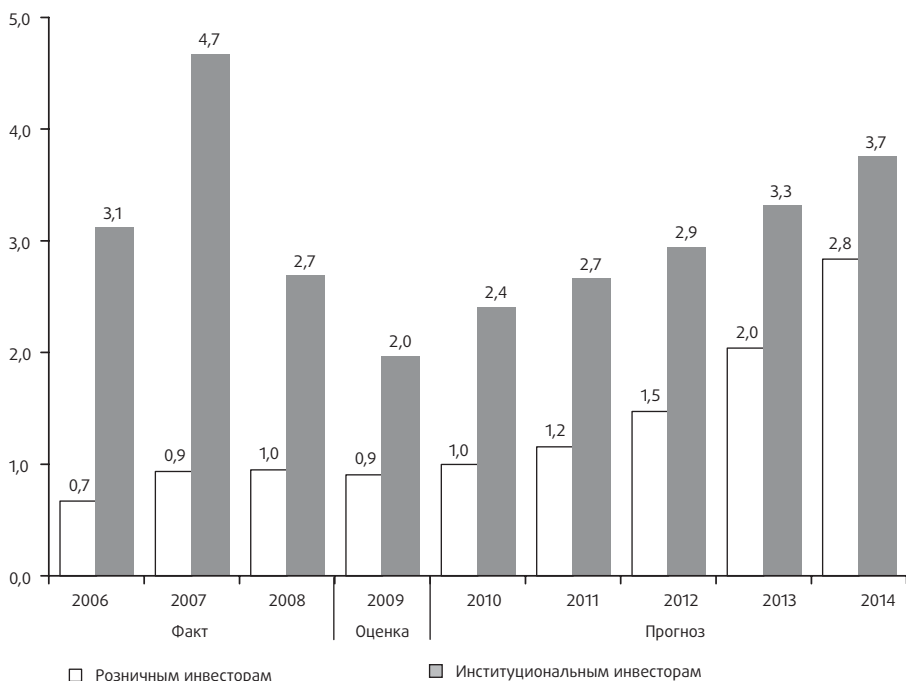
Оценка доходов финансовых посредников

Имея данные об активах клиентов финансовых компаний, зная примерный уровень их рентабельности (margin) для посредников, можно оценить доходы (выручку) отрасли небанковских финансовых услуг.

На рис. 11 приводятся данные по доходам от оказания небанковских финансовых услуг индивидуальным клиентам.

В 2009 году посредники получили доход от оказания финансовых услуг индивидуальным инвесторам в сумме около 0,9 млрд долларов. Данные услуги включали брокерское обслуживание, доверительное управление, услуги по купле-продаже паев ПИФов и страхового брокера. Основная часть доходов, около 68%, была получена от оказания брокерских услуг в виде брокерских комиссионных и процентных доходов по маржинальным кредитам. 17% составили доходы от индивидуального доверительного управления, 7% вознаграждения за управление активами ПИФов, 5% — комиссионные при дистрибуции паев ПИФов и 3% от оказания прочих услуг. Ожидается, что к 2014 году

Рисунок 13. ДОХОДЫ ОТ ОКАЗАНИЯ НЕБАНКОВСКИХ УСЛУГ, МЛРД ДОЛЛ.



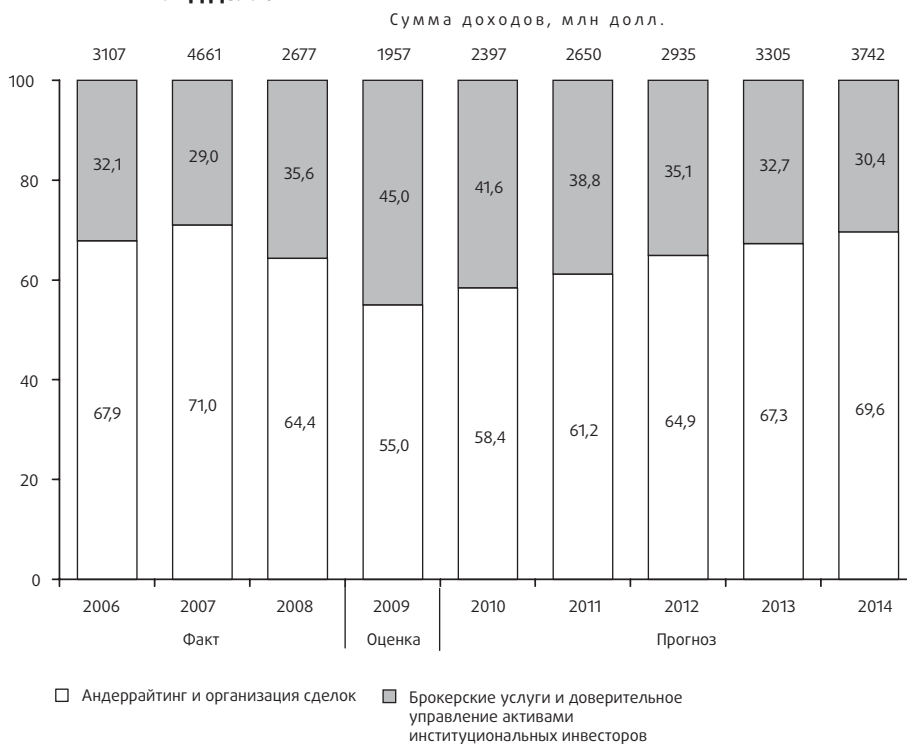
доход от оказания услуг небанковскими финансовыми посредниками может составить около 2,8 млрд долларов, увеличившись примерно в три раза. При этом в отсутствие каких-либо внятных инициатив в области пенсионной реформы структура доходов от услуг индивидуальным инвесторам практически не изменится.

В целом подобная структура доходов от оказания услуг индивидуальным инвесторам, где преобладают брокерские комиссии, является источником повышенных рисков для брокеров и их клиентов. Она мотивирует посредников на стимулирование повышенной операционной активности клиентов, которая часто сопряжена с потерями для неискушенных инвесторов. Кроме того, данная структура доходов делает брокеров уязвимыми при росте волатильности рынка, что часто сопровождается снижением операционной активности клиентов. Путь решения указанных проблем — постепенная переориентация доходной базы брокеров на доходы, привязанные к стоимости активов клиентов. В свою очередь это требует корректировки моделей бизнеса брокеров и управляющих компаний.

На рис. 12 показана структура доходов посредников от оказания услуг индивидуальным инвесторам в разрезе разных категорий клиентов.

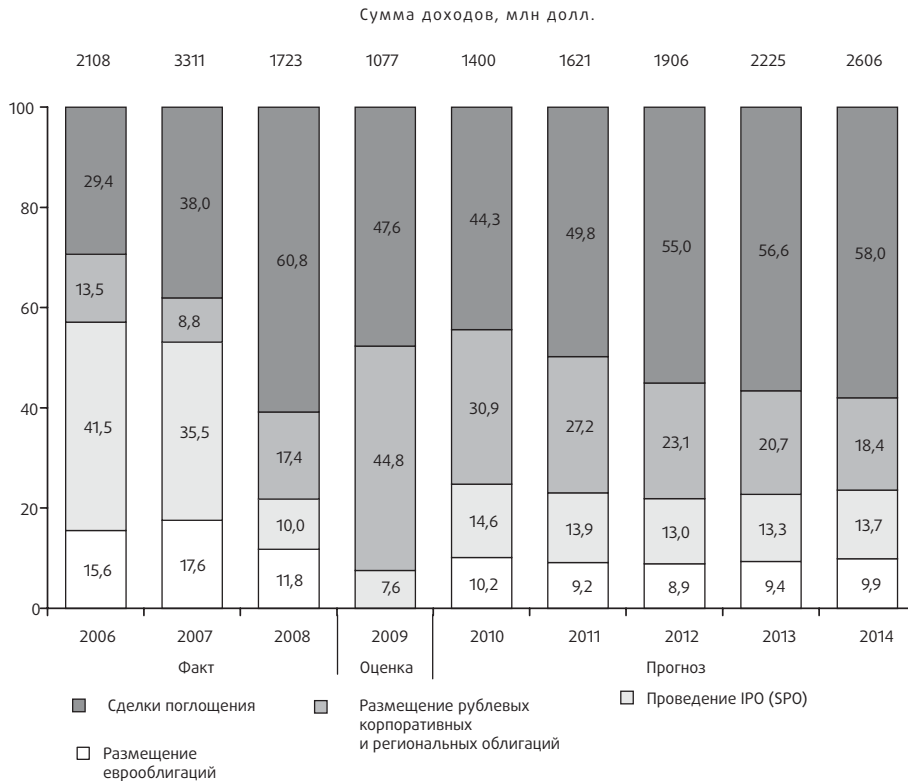
Основную часть доходов финансовым компаниям приносит оказание услуг домашним хозяйствам, обладающим инвестиционным потенциалом. По оценкам данных за 2009 год, на «красных» приходится 18% доходов⁷, «оранжевых» — 24% и «желтых» 52%. На прочие домохозяйства приходится только 6% доходов. В течение нескольких последующих лет ситуация со структурой доходов от обслуживания разных категорий индивидуальных инвесторов вряд ли серьезным образом изменится. Это объясняется тем, что, как было показано на рис. 5 и 7, более 90% клиентских активов у брокеров и доверительных управляю-

Рисунок 14. Доходы от оказания услуг институциональным инвесторам, млрд долл.



Источник: оценки автора на основании данных статистики и экспертных опросов.

Рисунок 15. Доходы от андеррайтинга и консультирования, %



Источник: оценки автора на основании данных статистики и экспертных опросов.

Таблица 2. Стоимость бизнеса небанковских финансовых посредников

| | Млрд долларов |
|------------------------------|---------------|
| Розничным инвесторам | 6 |
| Институциональным инвесторам | 13 |
| Итого | 19 |

щих приходится как раз на «красных», «оранжевых» и «желтых» клиентов.

Подобная структура доходов порождает высокие риски. Численность домохозяйств с инвестиционным потенциалом составляет от 4% в 2009 году до 9% в 2014 году от общего числа домохозяйств в России. Клиенты с инвестиционным потенциалом составляют лишь 26% от общего числа клиентов брокеров и 35% от числа учредителей доверительного управления. Тем самым доходная база финансовых посредников существенно зависит от весьма ограниченного круга клиентов. И эта зависимость сохранится в перспективе.

На рис. 13 показано предполагаемое соотношение доходов финансовых посредников от оказания услуг розничным и институциональным инвесторам.

В 2009 году доходы от оказания услуг розничным инвесторам составили 0,9 млрд долларов, услуг институциональным инвесторам — 2,0 млрд долларов. Таким образом, из общей массы доходов финансовых посредников около 70% приходится на институциональных и 30% на розничных клиентов. В 2014 году выручка от оказания услуг розничным клиентам может возрасти до 2,8 млрд долларов, институциональным клиентам — до 3,7 млрд долларов. Доля доходов от услуг индивидуальным инвесторам увеличится до 40%, а институциональным инвесторам снизится до 60%.

Более подробная информация о доходах от оказания услуг институциональным инвесторам и эмитентам отражена на рис. 14. Данные доходы включают поступления от оказания услуг эмитентам при выпуске ценных бумаг и сделках слияния-поглощения, а также брокерских услуг и услуг по доверительному управлению институциональным и корпоративным клиентам.

По оценкам, в 2009 году услуги по андеррайтингу и организации инвестиционных сделок составляли около 62% из 2,3 млрд долларов доходов от оказания услуг институциональным инвесторам и

эмитентам. Оставшиеся 38% приходятся на доходы от оказания брокерских услуг и услуг по доверительному управлению. В 2014 году 73% доходов из 4,2 млрд долларов будет получено от андеррайтинга, 27% — от брокериджа и доверительного управления активами институциональных и корпоративных клиентов.

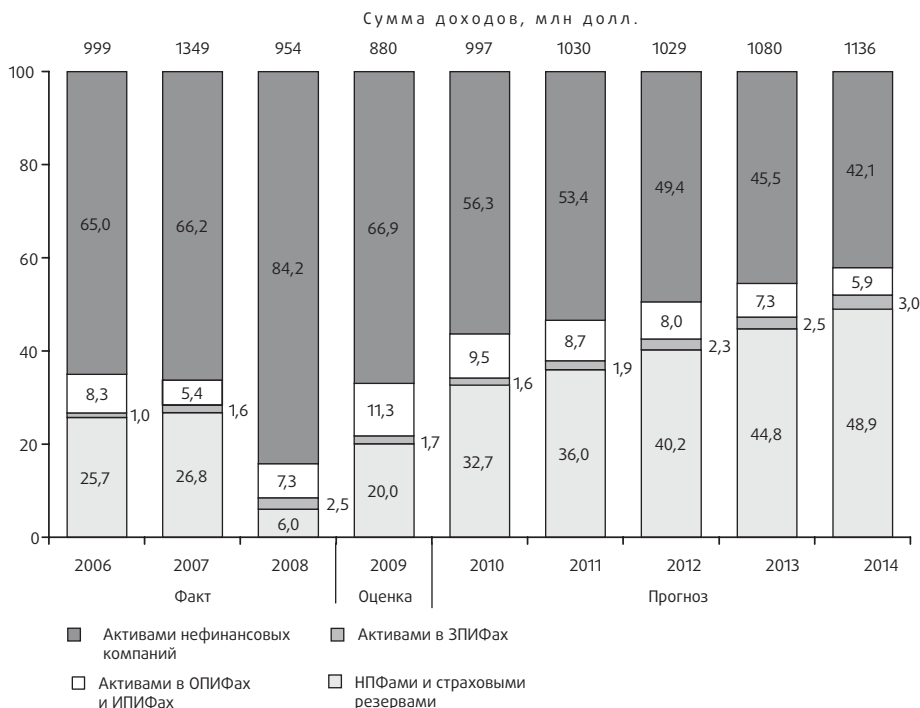
Структура доходов от инвестиционных сделок приводится на рис. 15.

В 2009 году из-за резкого падения рынка IPO-SPO и невозможности массовых займов на внешних облигационных рынках львиную часть доходов от организации инвестиционных сделок приносили доходы в виде вознаграждения от организации выпусков рублевых корпоративных и региональных облигаций и содействия в осуществлении сделок слияния-поглощения. На них приходилось соответственно 60 и 35% доходов от организации инвестиционных сделок. В ближайшие несколько лет по мере восстановления рынка IPO-SPO акций и внешних облигационных займов структура доходов станет более диверсифицированной. Так, услуги по проведению IPO-SPO в 2014 году будут приносить около 14% доходов от инвестиционных сделок, услуги по обеспечению размещения еврооблигаций — около 8% доходов.

Доходы от оказания брокерских услуг и услуг по доверительному управлению анализируются на рис. 16.

В 2009 году из 0,9 млрд долларов доходов 67% приходилось на поступления от управления активами нефинансовых компаний, 20% — активами НПФ и страховыми резервами, 11% — активами институциональных и корпоративных клиентов в открытых и интервальных ПИФах и 2% — активами закрытых ПИФов. В 2014 году структура данных доходов станет более диверсифицированной. Прежде всего, доля доходов за управление активами НПФов и страховыми резервами увеличится до 49%; поступлений от управления активами нефинансовых компаний снизится до 42%. На управление активами в

Рисунок 16. Доходы от оказания услуг и доверительного управления, %



Источник: оценки автора на основании данных статистики и экспертных опросов.

ОПИФах, ИПИФах и в ЗПИФах составит соответственно 6 и 3%.

Таким образом, относительно доходов финансовых посредников можно сделать следующие выводы:

- наибольшая часть доходов от оказания небанковских финансовых услуг (72% в 2009 году) приходится на услуги для институциональных, корпоративных клиентов и эмитентов;
- обслуживание сегмента розничных клиентов, особенно тех, кто не обладает достаточным инвестиционным потенциалом, может приносить лишь ограниченные по размеру доходы. Для устойчивого развития финансовых посредников в России необходимы системные меры со стороны государства по стимулированию внутренней системы сбережений;
- финансовые услуги для индивидуальных инвесторов приносят пока менее трети доходов финансовых посредников; при этом 94% указанных доходов приходится всего на четверть клиентов брокеров и 35% клиентов управляющих компаний;
- основная часть доходов от обслуживания индивидуальных и институциональных клиентов зависит от оборота — объема торговых операций клиентов, стоимости размещаемых ценных бумаг и объемов сделок слияний-поглощений. В таких условиях доходная база финансовых посредников весьма чувствительна к конъюнктурным изменениям на фондовом рынке и уровню его волатильности;
- повышение устойчивости доходной базы финансовых посредников в перспективе предполагает ее переориентацию с объемов сделок клиентов на стоимость их активов.

Капитализация небанковских финансовых компаний

В предыдущих разделах дана оценка доходной базы финансовых посредников от оказания небанковских финансовых услуг. Оценить, насколько данные дохо-

ды достаточны для полноценного развития отрасли небанковского финансового посредничества в России, можно, подсчитав сводную капитализацию данного бизнеса. Учитывая, что практически все небанковские финансовые холдинги в России не публикуют сводной финансовой отчетности по МСФО, сделать указанные расчеты можно, конечно, только приблизительно.

При оценке стоимости бизнеса финансовых посредников путем дисконтирования денежного потока использовались следующие предположения:

- оценка стоимости бизнеса произведена отдельно по финансовым услугам для индивидуальных и институциональных инвесторов;
- в обоих случаях средневзвешенные затраты на капитал (WACC) оценены в размере 15%, ожидаемые темпы роста операционного потока на пост-прогнозный период составляют 10%;
- прибыль, остающаяся в распоряжении компании после уплаты налога на прибыль, равна 45%, амортизация 3%, инвестиции 5% годовой суммы выручки.

Итоговые данные оценки приводятся в табл. 2.

Бизнес по оказанию небанковских финансовых услуг розничным инвесторам оценивается в сумме 6 млрд долларов, услуг инвестиционным клиентам 13 млрд, всего 19 млрд долларов. При этом не менее половины, или 9 млрд долларов из этой суммы приходится на нерезидентов, получающих доходы от обслуживания «красных» индивидуальных инвесторов и инвестиционных сделок с участием эмитентов. По нашему мнению, полученный результат сводной оценки стоимости небанковского финансового бизнеса свидетельствует о чрезвычайно низком в сложившихся условиях потенциале данного бизнеса в России. В России действуют около 100 брокерских компаний и примерно столько же управляющих компаний. Несмотря на то что брокерский бизнес,

деятельность по доверительному управлению и инвестиционно-банковская деятельность сконцентрированы в относительно небольшом круге компаний, тем не менее на сегодняшнем российском финансовом рынке вряд ли можно найти небанковский финансовый холдинг, который стоит более 1 млрд долларов.

Между тем, чтобы быть конкурентоспособными на глобальных рынках, российские финансовые структуры должны быть такими же крупными по капиталу, как их иностранные конкуренты. Вечно полагаться на то, что российский рынок финансовых услуг будет защищен от внешней конкуренции, вряд ли разумно. Для примера: капитализация одного из крупнейших американских брокеров, ориентированного преимущественно на обслуживание индивидуальных инвесторов Charley Schwab составляет около 25 млрд долларов. Десятый по объему биржевых торгов на Шанхайской фондовой бирже китайский брокер CITIC Securities имеет капитализацию свыше 30 млрд долларов.

Краткие выводы

Таким образом, конкурентоспособность российских финансовых посредников в настоящее время в первую очередь зависит от эффективности усилий государства и бизнеса по аккумуляции внутренних накоплений и создания в стране национальной системы сбережений. В условиях сохраняющегося уровня сбережений частных лиц и спроса на финансовые услуги российских эмитентов, институциональных и корпоративных инвесторов, даже с учетом относительно оптимистичного прогноза их роста в ближайшие пять лет, пока отсутствуют реальные условия для создания конкурентоспособной на глобальном рынке отрасли финансового посредничества.

К сожалению, в различных государственных программах и стратегиях не просматриваются такие меры, которые могли бы радикально изменить ситуацию на российском финансовом рынке. Более того, не

ПРИМЕЧАНИЯ

могут не вызывать тревогу искусственные меры, направленные на резкое повышение требований по капитализации брокерской и иной профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг. По нашему мнению, данные меры могут оказать пагубное влияние на эффективность брокерских услуг. Например, известно, что наиболее прогрессивные технологии торговли и методы принятия инвестиционных решений часто появляются у «нишевых» брокеров (например, Thinkorswim, Interactivebroker, TradeStation, OptionExpress в США). Резкое повышение требований к капиталу российских брокеров начиная с 1 июля 2010 года ограничит возможности появления нишевых брокеров в России, что отрицательно скажется на инновациях в отрасли.

В целях содействия укрупнению бизнеса по оказанию финансовых услуг в России необходимы меры по стимулированию процессов слияния-поглощения финансовых фирм и выходу их на IPO. Например, в Индии и Китае IPO брокерских и управляющих компаний проводятся очень активно. Для этого уже давно по аналогии с банковским сектором необходимо ввести правило об обязательности перехода крупнейших небанковских холдингов на составление финансовой отчетности по МСФО, что предполагает составление консолидированной финансовой отчетности. Кроме того, чтобы сделать российский финансовый бизнес более прозрачным и понятным для инвесторов, можно было бы установить требование об обязательности раскрытия крупнейшими брокерскими компаниями данных операционной статистики, таких как числа открытых брокерских счетов, среднее количество сделок с активами клиентов, стоимость активов клиентов у финансовых посредников.

Для успешного развития отрасли финансового посредничества необходимо формирование полноценной стратегии развития отрасли, опирающейся на современные методы стратегического планирования, включая анализ цепочек

накопления стоимости на глобальных финансовых рынках. Нужны решительные и последовательные действия в сфере пенсионного обеспечения, направленные на расширение возможности распоряжения гражданами их накоплениями на индивидуальных пенсионных счетах. Через российских финансовых посредников российские инвесторы должны получить доступ к современным финансовым услугам на зарубежных рынках. В серьезных изменениях нуждается рынок коллективных инвестиций. Суть их состоит в отказе от архаичности законодательства об инвестиционных фондах, в устранении административных и законодательных препятствий для внедрения на российском рынке передовых технологий продаж ценных бумаг инвестиционных фондов и позитивно зарекомендовавших себя в мире моделей функционирования фондов, таких как ETFs, ETNs, REITs и других. Необходимы реальные шаги, позволяющие сделать работающим фундаментальный анализ при принятии инвестиционных решений разными категориями инвесторов.

В силу формата данной статьи вряд ли возможно перечислить все меры, которые необходимы для модернизации рынка финансовых услуг в России. Главное в том, что нужна современная стратегия его развития, направленная на повышение конкурентоспособности не абстрактного фондового рынка, а на создание конкурентоспособных на глобальном рынке российских брокеров, управляющих компаний и инвестиционных банков. ■

- ¹ Адрес для обратной связи: aabramov@hse.ru.
- ² Включает стоимость финансовых активов и жилой недвижимости, являющейся инвестиционным активом у домохозяйств.
- ³ Не допускаю мысли о том, что Росстат, Минэкономразвития, Минфин, ФСФР и Банк России не знают об этой проблеме, которую риску назвать черным пятном на репутации российской финансовой системы. Прилагаем адрес департамента по статистике ООН в Интернете, где опубликованы стандарты системы ведения национального счетоводства, включая учет по финансовым счетам: <http://unstats.un.org/unsd/nationalaccount/hsna.asp>.
- ⁴ Данная цифра является расчетной, полученной исходя из оценки средней стоимости активов одного клиента у крупнейших брокерских компаний. К сожалению, ФБ «ММВБ» не раскрывает данные о стоимости активов участников торгов, резервируемых на их торговых счетах в расчетной палате и расчетном депозитарии. Раскрытие подобной информации имело бы огромное значение для аналитических целей, например, оценки оборачиваемости портфелей клиентов брокерских компаний.
- ⁵ В данном случае не учитываются те пенсионные накопления, которые частные лица передали в НПФ.
- ⁶ Аскер-заде Н. «Тройка Диалог» ушла на бонусы. «Коммерсантъ», 24 декабря 2009 г.; Желобанов Д., Сафронов Б. «Тройка» с минусом. «Ведомости», 25 декабря 2009 г..
- ⁷ Поскольку за «красных» клиентов российским посредникам приходится интенсивно бороться с иностранными конкурентами, то можно предположить, что 18% доходов от розничного бизнеса могут выпасть из капитализации российских финансовых фирм.