



13.11.2009

Об оценке эффективности мер государственной поддержки фондового рынка

Резюме

Меры поддержки фондового рынка, реализуемые в настоящее время при посредстве Внешэкономбанка (ВЭБ), не оказали пока на рынок значимого стимулирующего воздействия. Это ставит под вопрос эффективность данного механизма поддержки.

Для обеспечения эффективности реализуемых мер целесообразно внести изменения в механизм и порядок предоставления поддержки:

- сделать операции, осуществляемые ВЭБом на фондовом рынке более концентрированными по объему, возможно, сократив при этом период проведения интервенций;
- определить и обнародовать примерные сроки инвестирования бюджетных средств, а также порядок, в соответствии с которым по окончании данных сроков будет осуществляться продажа на рынке приобретенных государством ценных бумаг;
- обнародовать критерии и принципы отбора компаний при инвестировании, увязав эти принципы с устойчивостью инвестируемых компаний;
- разработать инструменты страхования коллективных инвестиций и инвестиций физических лиц на фондовом рынке с целью восстановления сберегательных стимулов и формирования внутренней базы консервативных инвесторов, оказывающих поддержку рынку.

1. Содержание реализуемых мер государственной поддержки отечественного фондового рынка

В связи с продолжительным падением российских фондовых индексов, создавшим значительные риски для финансовой системы страны и компаний реального сектора, было принято решение об осуществлении поддержки рынка за счет инвестирования на нем части ресурсов из бюджетных фондов.

Объем средств, выделяемых для поддержки, определен в 175 млрд. руб. в 2008-2009 гг. ежегодно. В 2008 г. эта поддержка обеспечивается путем размещения средств из Фонда национального благосостояния.

В настоящее время Минфин небольшими траншами перечисляет средства Фонда на депозитный счет в ВЭБе, после чего последний осуществляет размещение ресурсов на фондовом рынке.

Объекты инвестирования средств ФНБ - ликвидные акции российских эмитентов, включенные в состав биржевых индексов, и корпоративные облигации с рейтингом не ниже ВВ-. Механизм отбора инвестируемых компаний ВЭБом не оглашается.

К началу ноября сумма бюджетных средств, перечисленных ВЭБу для покупки корпоративных ценных бумаг составила 45 млрд. руб. По оценкам аналитиков коммерческих банков, инвестиции осуществляются малыми порциями – около 5 млрд. руб. ежедневно (справочно: средний ежедневный объем торгов акциями, входящих в индекс ММВБ, в октябре составлял 23 млрд. руб.).

По оценкам наблюдателей, часто применяемой тактикой действий ВЭБа является покупка крупными лотами акций ряда крупных государственных компаний и банков в последние минуты перед закрытием торгов. Это способствует повышению котировок к закрытию дня, что демонстрировало положительный результат поддержки рынка.

2. Задачи, решение которых обеспечивается мерами по поддержке российского фондового рынка

Снизить риски предъявления кредитов, привлеченных российскими компаниями, к досрочному погашению (margin calls).

Вплоть до начала кризиса среди крупных российских компаний распространенной практикой было привлечение зарубежных кредитов под обеспечение залогом собственных акций или акций приобретаемых компаний. При этом сумма привлекаемого кредита нередко существенно ниже стоимости заложенных пакетов акций. Так, например, в июне 2008 г. «Роснефть» привлекла кредит на сумму 2,35 млрд. долл. под залог пакета акций, имеющий вдвое большую рыночную стоимость (4,9 млрд. долл.).

В случае существенного падения стоимости залога из-за рыночных снижения котировок к компании-заемщику со стороны кредиторов может быть предъявлено требование досрочно погасить кредит, либо увеличить размер находящегося в залоге пакета, либо компенсировать падение его стоимости деньгами¹. В случае невыполнения компанией требований возможна продажа залога кредитором.

Предотвратить утрату национального контроля над активами в реальном секторе.

В условиях существенной недооцененности российских активов² существует опасность скупки нерезидентами значительных портфелей акций российских компаний по «бросовым» ценам.

Предотвратить негативное влияние падения фондового рынка на устойчивость банковской системы.

Многие банки являются держателями крупных портфелей акций и других корпоративных ценных бумаг. Так, на 01.10.2008 у двадцати из первых ста крупнейших банков доля портфеля корпоративных ценных бумаг в активах превышала 5% (см. табл. 1).

В условиях падения фондового рынка данные активы обесцениваются, что уже привело к масштабным убыткам банков.

В условиях низкой ликвидности одним из возможных инструментов рефинансирования российских банков стали операции репо — привлечение денег под обязательство обратного выкупа ценных бумаг. Однако

¹ Стоимость залога по кредиту «Роснефти» упала с 4,9 млрд. долл. 17.06.08 (время получения кредита) до 2,38 млрд. долл. 18.09.08. Вследствие этого компания была вынуждена довести залог кредиторам. При этом «Роснефть» компенсировала падение стоимости залога как деньгами, так и акциями.

Другой российской компании - «Русским машинам» из-за margin call пришлось передать кредитору заложенный 20%-ный пакет канадского производителя автокомпонентов Magna, на приобретение которого использовался кредит.

² С середины года рыночная капитализация российской экономики упала в 4 раза.

Кроме того, падение фондового рынка затруднило банкам возможность привлечения денежных средств при посредстве операций РЕПО (продажа ценных бумаг на определенный срок с обязательством последующего обратного выкупа). Это стало дополнительным фактором, обусловившим трудности с поддержанием банковской ликвидности.

Так, например, дезорганизация рынка межбанковского РЕПО привела в сентябре к потере платежеспособности банком «Кит-Финанс» и Связь-банка.

Таблица 1. Банки-крупнейшие держатели пакетов корпоративных ценных бумаг (на 01.10.2008)

№	Название	Рейтинг по активам	Портфель корпоративных ценных бумаг (млн. руб.)	Доля портфеля корпоративных ценных бумаг в активах (%)
1	ГАЗПРОМБАНК	3	63 162	5.2
2	УРАЛСИБ	11	30 498	7.0
3	НОМОС-БАНК	14	11 732	5.1
4	НАЦИОНАЛЬНЫЙ РЕЗЕРВНЫЙ БАНК	52	8 845	16.3
5	БАНК ЗЕНИТ	25	8 256	5.4
6	СОЮЗ	32	7 971	7.1
7	РУСЬ-БАНК	45	7 596	10.6
8	ГАЗЭНЕРГОПРОМБАНК	38	7 412	8.8
9	КОММЕРЦБАНК (ЕВРАЗИЯ)	47	4 705	6.7
10	РОССИЙСКИЙ КРЕДИТ	100	3 540	15.4
11	ЕВРОФИНАНС МОСНАРБАНК	54	3 391	6.4
12	НОВИКОМБАНК	79	3 177	9.9
13	ЦЕНТРОКРЕДИТ	92	2 447	9.7
14	БАНК КРЕДИТ СВИСС (МОСКВА)	88	2 266	7.9
15	РОССИЙСКИЙ КАПИТАЛ	99	2 067	9.0
16	НАЦИОНАЛЬНЫЙ СТАНДАРТ	85	2 021	6.9
17	ЛОКО-БАНК	77	1 766	5.4
18	МЗБ	84	1 538	5.2
19	НАЦИОНАЛЬНЫЙ ТОРГОВЫЙ БАНК	97	1 278	5.5
20	ДЕВОН-КРЕДИТ	95	1 223	5.1

Еще одним источником негативного воздействия на ликвидность банковского сектора может стать новая волна «бегства» иностранных портфельных инвесторов. При выходе из российского рынка акций нерезиденты покупают за вырученные от продажи акций рубли валюту у Банка России. В результате, снижается объем денежной базы в экономике и, соответственно, ликвидность банковской системы.

По экспертным оценкам, вывод средств из России иностранными портфельными инвесторами за третий квартал 2008 г. составил около трети от накопленной с 2000 г. суммы притока портфельных инвестиций. Соответственно, сохраняется достаточно значимый потенциал дальнейшего оттока капитала в случае негативной динамики на фондовом рынке.

3. Риски и проблемы, сопряженные с участием государства на фондовом рынке

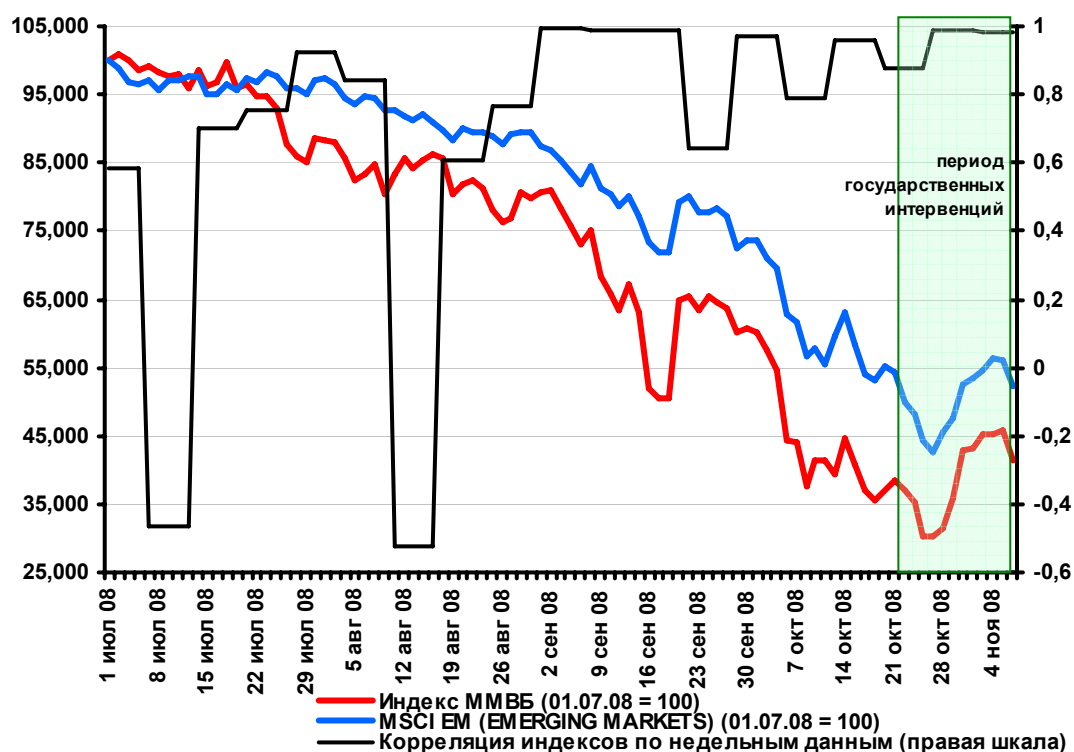
Первое. Риск отсутствия значимого системного воздействия из-за «распыления» средств.

Опыт успешной поддержки фондового рынка в Гонконге в период «азиатского кризиса» 1997-1999 гг. показывает: для того, чтобы быть эффективной, поддержка должна быть достаточно масштабной и локализованной во времени (см. Приложение). Так, в Гонконге поддержка рынка была сфокусирована на достаточно узком временном промежутке - две недели. Объемы поддержки были сопоставимы с объемом торгов (75%).

Поддержка российского рынка, напротив, осуществляется небольшими порциями, и рассчитана на осуществление в течение достаточно продолжительного периода. Объемы поддержки составляют около 20% от объема торгов акциями, входящими в индекс ММВБ.

Анализ показывает практически полное отсутствие позитивного влияния на динамику фондового индекса ММВБ со стороны операций ВЭБа. Эта динамика почти целиком определяется колебаниями зарубежных фондовых индексов. Коэффициент корреляции между индексом ММВБ и MSCI EM (emerging markets) остается близким к единице (см. график 1).

График 1. Динамика индексов ММВБ и MSCI EM (emerging markets)



Второе. Риск отсутствия позитивного эффекта из-за использования факта государственного вмешательства спекулятивно настроенными участниками для «раскачивания» рынка.

Этот риск возрастает вследствие предсказуемого поведения ВЭБа на фондовом рынке. В частности, речь идет о «вхождении в рынок» в похожее время. Этим с высокой вероятностью смогут воспользоваться рыночные игроки, желающие сыграть на ожидаемом повышении котировок компаний.

Третье. Риск отсутствия позитивного эффекта из-за возникновения у участников рынка ожидания продаж государством крупных пакетов акций.

В отсутствие четкого регламента инвестирования средств повышается неопределенность будущих действий государства как владельца крупных пакетов акций. Как следствие, игроки могут опасаться неожиданного сброса государством ценных бумаг. В результате на рынке может повыситься систематический риск, что может привести к оттоку неспекулятивных инвесторов.

Этот риск пока не проявился, но может стать значимым в более длительной перспективе.

Четвертое. Использование средств Фонда национального благосостояния для поддержки фондового рынка повышает риск пересмотра суверенного рейтинга России международными рейтинговыми агентствами.

Так, рейтинговое агентство Standard & Poors (S&P) пересмотрело прогноз по суверенным кредитным рейтингам России со «стабильного» на «негативный» в том числе из-за того, что Правительством России была принята более рискованная стратегия управления активами ФНБ. Следующим шагом, очевидно, может быть понижение самого суверенного рейтинга России.

Пятое. Покупка государством акций «избранных» эмитентов, без объяснения основных принципов и критериев отбора, может быть интерпретирована инвесторами как помощь компаниям, имеющим существенные затруднения.

Это может привести к оттоку средств частных инвесторов из акций этих компаний. В результате, попытка поддерживать рынок может привести к обратному эффекту.

4. Предложения по усовершенствованию механизма государственного участия на фондовом рынке

Первое. Повысить объем интервенций ВЭБа на фондовом рынке для обеспечения системно значимого эффекта. Возможно, для этого следует перейти от ежедневных покупок к более редким, но более масштабным интервенциям.

Опыт Гонконга показывает, что эффективным с точки зрения поддержки динамики рынка, является только концентрированное вмешательство.

Второе. Государство должно разработать механизмы выхода из покупаемых ценных бумаг и обнародовать его основные принципы и параметры.

Подобный механизм, например, может использовать схему продажи активов через торгуемый индексный фонд, образованный из принадлежащих государству пакетов акций (см. Приложение).

Обнародование принципов и процедур, регламентирующих выход государства из инвестируемых активов, необходимо для устранения у участников рынка опасений относительно «залпового» сброса государством данных активов.

Третье. Для того, чтобы государственное участие не воспринималось игроками как поддержка компаний, испытывающих трудности, государство должно обнародовать критерии отбора инвестируемых компаний.

Эти критерии должны включать в себя требования к устойчивости бизнеса данных компаний.

Наличие четких критериев отбора компаний будет стимулировать частных инвесторов «следовать за лидером».

Четвертое. Следует избегать выхода ВЭБа на фондовый рынок в одно и то же, повторяющееся время торговой сессии.

Это позволит снизить риск целенаправленного «раскачивания рынка» спекулянтами.

Пятое. Возможно, следует разработать механизмы страхования инвестиций физических лиц и институтов коллективных инвестиций. Для этого, в частности, может быть использован опыт бразильского фонда FIBV (см. Приложение).

Поддержка вложений коллективных и частных инвесторов будет способствовать восстановлению доверия к фондовому рынку со стороны населения. Это также поможет укреплению сегмента консервативных российских инвесторов.

Приложение. Опыт государственной поддержки фондового рынка в зарубежных странах

Опыт государственной поддержки фондового рынка в Гонконге

Интервенции правительства Гонконга на фондовом рынке в 1998 г. были обусловлены критичностью сложившейся ситуации. Так, только за август 1998 г. произошло двукратное падение капитализации котирующихся на рынке компаний.

За двухнедельный период интервенций правительством Гонконга было потрачено 15 млрд. долл. Средства государства были вложены в акции 33 компаний, включенных в индекс Hang Seng³. Покупки государством акций на фондовом рынке в период интервенции составили 75% общего объема торгов.

Покупка акций правительством Гонконга была анонсирована после первого дня интервенций, точные объемы интервенций были объявлены лишь через месяц после завершения масштабных покупок акций государством.

Опыт вмешательства правительства Гонконга в ситуацию на фондовом рынке, в целом, может быть оценен, как успешный.

- Был переломлен понижательный тренд индекса Hang Seng.
- Рост цен акций во время государственных интервенций свидетельствовал о том, что инвесторы интерпретировали это событие как хорошую новость.
- Эффект роста цен оказался длительным, он распространился и на период после вмешательства
- Был выявлен положительный эффект перелива на цены акций, не попавших под прямые интервенции⁴

В результате произведенных интервенций государство стало одним из крупнейших собственников акций компаний, входящих в индекс Hang Seng: его доля в этих компаниях возросла с 2,5% до 12,3%.

Сложившаяся в результате интервенций ситуация поставила правительство Гонконга перед необходимостью поиска оптимального механизма выхода из финансовых активов, без дестабилизации рынка.

С этой целью в октябре 1998 г. было образовано независимое агентство «Exchange Fund Investment Limited» для управления государственными активами. Главной задачей данного агентства стала реализация находящихся в собственности государства крупных пакетов акций, при условии неснижения фондовых индексов.

В ноябре 1999 был создан торгуемый индексный фонд⁵ Tracker Fund под управлением State Street Global Advisors (Asia) Limited⁶.

Первичное публичное предложение акций фонда было чрезвычайно успешным. К апрелю 2001 г. были проданы более половины акций, принадлежащих государству через

³ рыночная капитализация компаний, включенных в этот индекс, составляла примерно 70% общей рыночной капитализации гонконгского фондового рынка.

⁴ На цены акций, попавшие под государственные интервенции.

⁵ Портфель акций, торгуемый на рынке как одна акция.

⁶ Представительство в Китае одной из крупнейших компаний по управлению активами институциональных инвесторов. Под ее управлением находятся активы на сумму около \$1.7 трлн. долл., в состав клиентуры входят около 3 тыс. клиентов – институциональных инвесторов.

Tracker Fund, и были полностью возмещены первоначальные государственные инвестиции в фондовый рынок.

Поддержка бразильского фондового рынка со стороны банка развития BNDES

Бразильский банк развития BNDES активно поддерживает развитие национального фондового рынка, способствует увеличению числа торгуемых ценных бумаг, поддерживает спрос на них, ликвидность рынка.

Одним из используемых BNDES инструментов поддержки фондового рынка стало гарантирование безубыточности вложений в индексный фонд бразильских ценных бумаг.

BNDES дважды (в 2004 и 2005 гг.) были инициированы первичные предложения паев фонда PIBB – индексного фонда, инвестирующего средства в 50 акций ведущих бразильских компаний, входящих в индекс Bovespa (IbrX-50 index).

В 2005 г. сумма предложения паев фонда составила 439 млн. долл., из которых 80% было предназначено для розничных инвесторов (физических лиц и нефинансовых компаний), остальные 20% – для институциональных инвесторов. BNDES предложило розничным инвесторам гарантию выкупа по цене покупки акции в случае, если цена на нее падает.

Это предложение действовало в течение года с момента покупки. Однако в период с 2004 по 2005 гг. и с 2005 по 2006 гг. цена акций PIBB имела положительную динамику (см. график 2). Поэтому данная мера привела лишь к привлечению частных инвесторов на рынок акций без существенных издержек BNDES (в 2004 г. предложением воспользовались более 25 тысяч частных инвесторов).

График 2. Динамика котировок паев фонда PIBB



Эксперт ЦМАКП

А. Пестова