

## СРАВНИТЕЛЬНЫЙ АНАЛИЗ РАЗВИТИЯ РОССИЙСКОГО РЫНКА АКЦИЙ В 2011–2015 гг.

### **Рожкова Ирина Валентиновна**

кандидат экономических наук, доцент кафедры управления рисками, страхования и ценных бумаг РЭУ им. Г. В. Плеханова.

Адрес: ФГБОУ ВО «Российский экономический университет имени Г. В. Плеханова», 117997, Москва, Стремянный пер., д. 36.

E-mail: roschkova@mail.ru

К концу 2014 г. в экономике Российской Федерации произошли серьезные изменения. На фоне продолжающегося с 2012 г. экономического спада, обусловленного преимущественно факторами структурного характера, нарастание геополитических рисков, применение экономических санкций привели к ограничению доступа российских банков и предприятий к внешнему финансированию, массированному оттоку капитала из отечественной экономики, изменению конъюнктуры внутреннего валютного рынка и девальвации российского рубля. Эти изменения негативно повлияли на динамику российского рынка акций за счет ухудшения положения эмитентов ценных бумаг и общеэкономической ситуации, которая оказывает влияние на поведение инвесторов. Важным вопросом является сравнительный анализ эффективности развития российского рынка акций за последние пять лет. В этой связи представляется актуальным исследование проблем функционирования рынка акций в экономике России и направлений его развития в сложных современных условиях, что и предопределило выбор темы данной статьи.

*Ключевые слова:* экономика, рынок ценных бумаг, рынок акций, биржевая торговля.

## COMPARATIVE ANALYSIS OF RUSSIAN SHARE MARKET DEVELOPMENT IN 2011–2015

### **Rozhkova, Irina V.**

PhD, Assistant Professor of the Department for Risk Management, Insurance and Securities of the PRUE.

Address: Plekhanov Russian University of Economics, 36 Stremyanny Lane, Moscow, 117997, Russian Federation.

E-mail: roschkova@mail.ru

By the end of 2014 economy of the Russian Federation had seriously changed. On the background of economic slump, which started in 2012 and was provoked mainly by structural factors growing geo-political risks and economic sanctions caused restricted access of Russian banks and enterprises to external financing, massed outflow of capital from home economy, changes in situation on home foreign currency market and ruble devaluation. These changes affected negatively the dynamics of Russian share market due to deterioration of securities issuers' standing and general economic situation that influences investors' behavior. Comparative analysis of the efficiency of Russian share market development during the last

5 years is an important issue. In this connection the author thinks that researching the share market functioning in Russian economy and directions of its development in complicated current conditions are quite acute. This predetermined the choice of the article topic.

*Keywords:* economy, securities market, share market, exchange trade.

В период 2011–2015 гг. российский рынок акций развивался на фоне разнонаправленных макроэкономических тенденций и внешних факторов, оказывавших влияние на экономику Российской Федерации. В 2011 г. российская экономика продолжила восстанавливаться после кризисного периода 2008–2009 гг., стимулируемая высоким уровнем цен на энергоносители на внешних рынках. Наблюдался положительный рост реального ВВП, прирост инвестиций в основной капитал, снизилась инфляция, безработица вернулась к докризисному уровню. При этом в стране наблюдался массивный отток капитала, который на чистой основе для частного сектора составил 84,2 млрд долларов, что оказало негативное воздействие на фондовый рынок.

После объединения в 2011 г. двух ведущих российских бирж и создания объединенной биржи ПАО «Московская Биржа ММВБ-РТС» количество эмитентов акций, чьи бумаги обращались на организованном рынке, составило 320 компаний, или менее 0,5% от количества зарегистрированных ПАО эмитирующих акции и на 7% меньше количества компаний, представленных на биржевом рынке в 2010 г.

Количество публичных акционерных обществ (ПАО) в России значительно меньше в сравнении с обществами иного типа. Как видно из табл. 1, в основном преобладают общества с ограниченной ответственностью (ООО), за ними следуют непубличные акционерные общества (НАО), а самую малую часть занимают ПАО.

Таблица 1

Количество действующих юридических лиц в 2011–2015 гг.\*

| Год  | Количество действующих юридических лиц | В том числе |         |           |       | Доля ПАО в общем количестве юридических лиц, % |
|------|--|-------------|---------|-----------|-------|--|
|      |  | ПАО         | НАО     | ООО       | АО    |  |
| 2011 | 4 019 603                              | 37 755      | 155 434 | 3 826 414 |       | 0,94   |
| 2012 | 3 822 886                              | 32 982      | 137 538 | 3 652 366 |       | 0,86   |
| 2013 | 3 855 077                              | 31 405      | 127 397 | 3 696 275 |       | 0,81   |
| 2014 | 3 931 038                              | 30 360      | 112 600 | 3 788 078 |       | 0,77   |
| 2015 | 4 097 727                              | 24 773      | 98 525  | 3 972 457 | 1 972 | 0,60   |

\* Составлено по: URL: <http://www.naufor.ru/download/pdf/factbook/ru/RFR2015.pdf>

Стоит отметить, что количество АО с каждым годом уменьшается, в то время как количество ООО растет. Это может быть связано с тем, что АО – более сложная форма организации юридического лица, к которой предъявляются более жесткие требования, чем к ООО. Кроме того, уменьшение числа ПАО может быть свя-

зано с массовым закрытием банков в 2013–2015 гг.

Тенденция снижения также прослеживается в отношении количества эмитентов на внутреннем организованном рынке, о чем свидетельствует табл. 2. Крайне малая часть существующих ПАО представлена на фондовой бирже. Так, в 2011 г. лишь 0,5% ПАО были представлены на фондо-

вых биржах и лишь 60% общего числа выпусков акций были включены в котировальные списки, остальные относились к внесписочным ценным бумагам, а более 20 российских компаний организовали обращение своих акций только на внешнем рынке. Ускорение перетока рынка акций российских эмитентов в иностранные юрисдикции также отмечалось и в 2012 г. В период с 2011 по 2015 г. доля ПАО, представленных на организованных рынках

России, не превышала 1%. Несмотря на то, что количество эмитентов, акции которых обращаются на внутреннем рынке, устойчиво снижается, происходит обращение ценных бумаг формально иностранных эмитентов, в основе которых фактически лежат российские активы, например, такие как глобальные (ГДР) и американские (АДР) депозитарные расписки на акции, а также российские депозитарные расписки.

Т а б л и ц а 2

## Организованный рынок акций\*

| Год  | Количество эмитентов акций | Количество выпусков акций (обыкновенных и привилегированных) в котировальных списках** |
|------|----------------------------|--|
| 2011 | 320                        | 119  |
| 2012 | 275                        | 118  |
| 2013 | 273                        | 110  |
| 2014 | 254                        | 106  |
| 2015 | 251                        | 111  |

\* Составлено по: URL: <http://www.naufor.ru/download/pdf/factbook/ru/RFR2015.pdf>

\*\* Начиная с 2014 г. списки первого и второго уровней листинга.

Капитализация рынка акций снизилась в течение 2011 г. на 12–19% в зависимости от валюты расчетов, составив 25,7 трлн рублей, или 47% ВВП. По сравнению с историческим максимумом капитализации в 2007 г. ее снижение в 2011 г. составило 21–40%.

В 2012 г., как видно из табл. 3, капитализация рынка акций уменьшилась на 1,9% и составила 25,2 трлн рублей, или 40,8% ВВП, в 2013 г. – увеличилась на 0,4% и составила 25,3 трлн рублей, или 40,5% ВВП. При этом

в 2013 г. капитализация рынка была на 22,7% ниже исторического максимума по данному показателю в 98% ВВП, достигнутого в 2007 г. 2014 год характеризовался спадом: капитализация уменьшилась на 8,6% и составила 23,2 трлн рублей, или 36,7% ВВП. В 2015 г. капитализация выросла за предыдущие 5 лет на 24,2% и составила 28,8 трлн рублей, или 47,4% ВВП (что обусловлено не только ростом капитализации, но и снижением ВВП на 3,7%).

Т а б л и ц а 3

## Капитализация рынка акций российских эмитентов\*

| Год  | Сектор «Основной рынок» группы «Московская биржа», млрд руб. | ВВП, млрд руб. | Капитализация / ВВП, % |
|------|--|----------------|------------------------|
| 2011 | 25 708,0   | 59 698,1       | 43,1                   |
| 2012 | 25 212,5   | 61 791,6       | 40,8                   |
| 2013 | 25 323,8   | 62 581,9       | 40,5                   |
| 2014 | 23 155,6   | 63 049,2       | 36,7                   |
| 2015 | 28 769,1   | 60 687,1       | 47,4                   |

\* Составлено по: URL: <http://www.naufor.ru/download/pdf/factbook/ru/RFR2015.pdf>

Примечание: ВВП в постоянных ценах.

В 2011 г. по сравнению с 2010 г. увеличился объем сделок с акциями на биржевом рынке на 17–21% в зависимости от валюты расчетов, составив 19,6 млрд рублей, или 667 млрд долларов. Нужно отметить, что в 2011 г. завершилась тенденция к росту объема торгов акциями, наблюдавшаяся с 2008 г. В дальнейшем в 2012–2013 гг. наблюдалось их снижение (рис. 1).



Рис. 1. Объем торгов акциями российских эмитентов на внутреннем биржевом рынке в 2011–2015 гг. <sup>1</sup>, млрд руб.

Среднедневной объем торгов акциями российских эмитентов продолжил расти, что наблюдалось с 2009 г., и составил в 2011 г. 79 млрд рублей, что на 17% выше показателя 2010 г. (рис. 2).

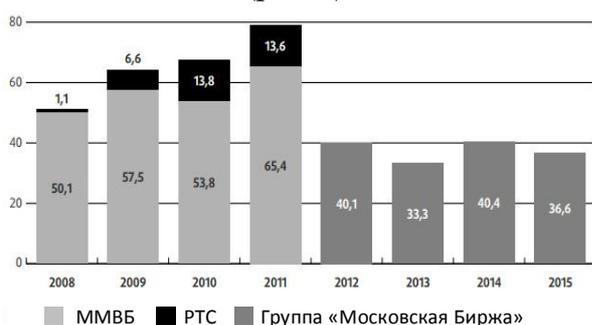


Рис. 2. Среднедневной объем торгов акциями российских эмитентов на внутреннем биржевом рынке в 2008–2015 гг., млрд руб.

<sup>1</sup> Рис. 1–6 составлены по: Российский фондовый рынок 2014: события и факты. – URL: <http://www.naufor.ru/download/pdf/factbook/ru/RFR2014.pdf>; Российский фондовый рынок – первое полугодие 2015: события и факты. – URL: [http://www.naufor.ru/download/pdf/factbook/ru/RFR2015\\_1.pdf](http://www.naufor.ru/download/pdf/factbook/ru/RFR2015_1.pdf)

Как следствие роста объемов сделок, повысились показатели ликвидности внутреннего российского рынка акций – коэффициент оборачиваемости, т. е. отношение объема сделок без учета РЕПО и первичных размещений за год к среднему арифметическому значению капитализации на начало и конец года, которое характеризует общую ликвидность рынка акций, повысилось в 2011 г. на 12 процентных пунктов и составило 71,4% (рис. 3).

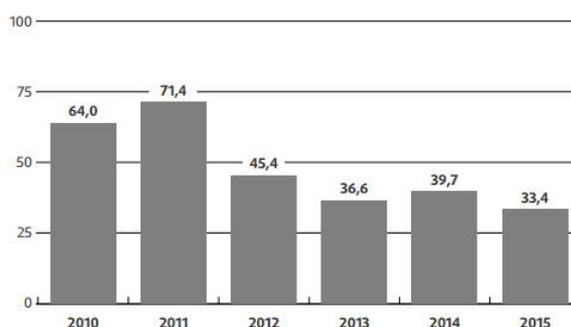


Рис. 3. Среднегодовой коэффициент оборачиваемости внутреннего рынка российских акций, %

Концентрация рынка сохранилась на традиционно высоком уровне, доля 10 наиболее ликвидных эмитентов составила 85,6%. Продолжился рост показателя дивидендной доходности, начавшийся в 2010 г., при снижении дохода на одну акцию. Показатель дохода на одну акцию  $P/E$ , который рос в первом квартале 2011 г. и к марту достиг значения 12,5, к концу года упал до 7,2. Дивидендная доходность ( $DY$ ) увеличилась с 1,4 до 4% к концу года (рис. 4).

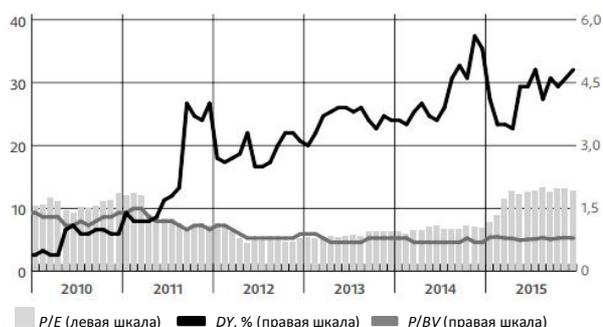


Рис. 4. Дивидендная доходность и доходность на одну акцию российских эмитентов

Основные российские фондовые индексы РТС и ММВБ после роста в первом квартале 2011 г. начали устойчивое падение, которое продолжалось до конца года. По итогам 2011 г. РТС и ММВБ показали отрицательную доходность – падение РТС составило 31,8%, ММВБ – 16,9% (рис. 5, 6).



Рис. 5. Индекс ММВБ

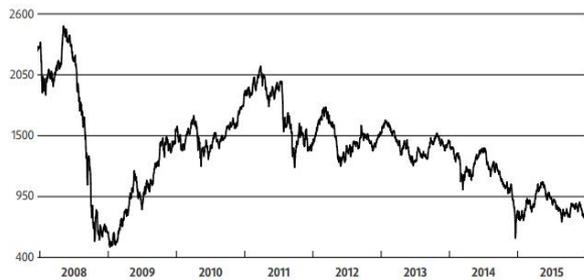


Рис. 6. Индекс РТС

Среди причин, вызвавших отрицательную динамику индексов, эксперты выделяют долговой кризис в Европе, снижение кредитного рейтинга в США, а также внутрироссийские проблемы, которые, по нашему мнению, оказали наибольшее влияние на изменение индексов. Основные из этих проблем – рост внутриполитической напряженности в связи с выборами в Госдуму, преследованием оппозиции, недовольной их результатами, и, как следствие, рост опасений иностранных инвесторов относительно политических рисков в России.

В 2012 г. началось снижение цен на нефть на мировых рынках, которое в сочетании с другими факторами привело экономику России к началу 2015 г. к кризисному состоянию. В 2012, 2013 гг. ситуация на рынке акций оставалась в целом неизменной и характеризовалась сохранением

уровня капитализации, концентрации рынка, снижением объемов сделок на внутреннем биржевом рынке, снижением ликвидности рынка, ростом дивидендной доходности и сохранением уровня дохода на одну акцию.

Удельный вес десяти эмитентов с наиболее высокой капитализацией сохранился на уровне 62%, доля десяти наиболее ликвидных эмитентов составила 84%, а половина капитализации рынка приходилась на компании нефтегазового сектора. Следует отметить, что доля наиболее капитализированных компаний на рынке практически не меняется с 2010 г. В списке этих компаний устойчиво лидирует ПАО «Газпром». В списке наиболее ликвидных эмитентов акций в 2013 г. традиционно лидировали ПАО «Газпром» и «ПАО «Сбербанк России». Анализ капитализации в разрезе отраслей свидетельствует о том, что наиболее капитализированными являются нефтегазовая отрасль – более 50% капитализации рынка в 2013 г., сектор финансовых услуг – 15%, металлургия – 7,7%, связь – 6,5%, электроэнергетика – 4,6% и торговля – 4,0%. Причем эти отрасли лидируют по показателю капитализации с 2006 г.

Объем сделок с акциями на внутреннем рынке без учета РЕПО и первичных размещений сократился в 2012 г. на 41%, в 2013 г. – на 18% и составил 8,3 трлн рублей по состоянию на конец 2013 г. Снижение оборота наблюдается с 2012 г., а в сравнении с исторически максимальными значениями объемов сделок с акциями, которые наблюдались в 2011 г., оборот уменьшился в 2013 г. на 50% (см. рис. 1). Среднедневной оборот снизился в 2013 г. на 26,7% – до 33,3 млрд рублей по сравнению с 2012 г. (см. рис. 2).

В 2012 и 2013 гг. снижался коэффициент оборачиваемости рынка акций. В 2012 г. этот показатель снизился до 46,3%, в 2013 г. – до 33,6%, а в сравнении ликвидности рынка в 2009 г., когда было зафиксировано максимальное историческое значение коэффициента оборачиваемости, снижение в 2013 г. составило 2,7 раза.

Показатель дохода на одну акцию  $P/E$  к концу 2013 г. составил 6,4, дивидендная доходность – 3,6% (см. рис. 4).

Основные индексы ММВБ и РТС в 2012–2013 гг. изменялись по сходному сценарию – первоначальный рост в первые месяцы года, затем падение до конца второго квартала и следующий за ним постепенный возврат к уровням, характерным для начала года. При этом амплитуда колебаний внутри этого сценария достаточно существенна, а общая долгосрочная тенденция является понижающей. В целом по итогам 2013 г. индекс ММВБ незначительно вырос – на 2% (см. рис. 5), а индекс РТС снизился на 5,5% (см. рис. 6).

В 2014 г. российский рынок акций развивался под воздействием внешних негативных факторов, отрицательно повлиявших на результаты его деятельности. К их числу следует отнести прежде всего изменение геополитической ситуации – конфликт на территории Украины и связанные с этим экономические санкции, а также снижение цен на нефть, ухудшение макроэкономической ситуации в России, девальвация рубля и усиление оттока капитала из российской экономики. В результате воздействия этих факторов основные показатели деятельности российского рынка акций ухудшились в 2014 г. по отношению к предыдущему году.

Количество эмитентов акций на организованном рынке Российской Федерации уменьшилось на 7% и составило по состоянию на конец 2014 г. 254 компании. Удельный вес десяти наиболее капитализированных компаний не изменился и составил 61%. Капитализация внутреннего рынка акций российских компаний сократилась на 8,6% до 23,1 трлн рублей, или до 32,6% ВВП, и на 50,3% (до 517 млрд) в долларах. Фактически по этому показателю фондовый рынок оказался на уровне 2005 г.

Объем сделок с акциями на внутреннем биржевом рынке в 2014 г. незначительно увеличился по сравнению с 2013 г. и составил около 10 трлн рублей. При этом сохранилась концентрация внутреннего

биржевого оборота на акциях отдельных эмитентов. Удельный вес десяти наиболее ликвидных эмитентов акций, в списке которых ПАО «Газпром», ПАО «Сбербанк России», ПАО «Банк ВТБ», составил более 82,1% общего оборота. В данном случае необходимо отметить, что объем торгов в 2012–2014 гг. резко снизился по отношению к периоду 2009–2011 гг.

Ежедневный оборот без учета сделок РЕПО и первичных размещений вырос в 2014 г. на 21,3% и составил 40,4 млрд рублей, что сопоставимо со значением этого показателя в 2012 г. (см. рис. 2).

Ликвидность рынка акций, характеризующая коэффициентом оборачиваемости, в 2014 г. продолжила снижаться (см. рис. 3).

По состоянию на конец 2014 г. показатель розничной цены к доходу на одну акцию ( $P/E$ ) для российского рынка акций составил 6,0. Для сравнения, во второй половине 2005 г. значение этого показателя превышало 35,0. Отношение рыночной цены акции и балансовой стоимости ( $P/BV$ ), значение которого с 2012 г. не поднималось выше 1,0, составило к концу 2014 г. 0,7–0,8. Это говорит о том, что в среднем российские компании – эмитенты акций оцениваются рынком ниже балансовой стоимости в соответствии с финансовой отчетностью. При этом дивидендная доходность продолжает возрастать: по состоянию на конец 2014 г. показатель  $DY$  составил 5,4% (см. рис. 4). Российские компании увеличили в 2014 г. выплаты акционерам, их общий объем по результатам работы в 2013 г. превысил 1 трлн рублей, что является максимальным значением с 2004 г.

Индексы ММВБ и РТС демонстрировали в 2014 г. неустойчивое поведение, отражая настроения инвесторов. В марте и декабре 2014 г. наблюдалось глубокое падение индексов – 3 марта 2014 г. индекс ММВБ снизился на 11,7%, индекс РТС – на 12,6%, 16 декабря 2014 г. падение индексов составило 6,7 и 19,5% соответственно. Как представляется, в первом случае падение индексов связано с конфликтом на Украине и резолюцией министров иностранных дел

стран Евросоюза о мерах воздействия по отношению к России, во втором – с резким повышением ключевой ставки Банка России в ответ на события на валютном рынке.

Кроме того, следует отметить давление девальвации рубля на индекс РТС, который, как отмечалось выше, рассчитывается в долларах США. По итогам года доходность по обоим индексам была отрицательной и составляла 8,3% по индексу ММВБ и 47% по индексу РТС (см. рис. 5, 6).

В 2014 г. сохранилась тенденция к снижению количества российских эмитентов акций и количества выпусков акций, которая наблюдается на российском фондовом рынке с 2012 г. При этом, по оценкам Национальной ассоциации участников фон-

дового рынка России, половина акций российских эмитентов обращается на зарубежных рынках. Количество эмитентов, акции которых обращаются на российском рынке, сократилось в 2014 г. на 7% (до 254 компаний), что также является тенденцией, сохраняющейся в 2012–2014 гг.

Список наиболее капитализированных компаний в 2014 г. практически не изменился, за исключением перемещения с третьего места на шестое ПАО «Сбербанк России» и возвращением в список ПАО «Банк ВТБ». Первое место в списке с большим отрывом занимает ПАО «Газпром», имеющее удельный вес 13,3% в общем объеме капитализации десяти компаний, входящих в список.

#### Список литературы

1. Анализ развития российского финансового рынка: дисбалансы финансовой системы. – URL: <http://www.liberal.ru/articles/6985>
2. Галанов В. А. Равновесная модель цены биржевого опциона // Вестник Российского экономического университета имени Г. В. Плеханова. – 2016. – № 4 (88). – С. 46–55.
3. Гришин В. И., Данчиков Е. А. Повышение эффективности государственного финансового контроля при реализации целей социально-экономического развития Российской Федерации // Вестник Российского экономического университета имени Г. В. Плеханова. – 2015. – № 6 (84). – С. 3–11.
4. Слепов В. А., Грядовая О. В., Ивановский Е. Л. Основные аспекты интеграции секторов финансового рынка // Вестник Российского экономического университета имени Г. В. Плеханова. – 2015. – № 1 (79). – С. 60–67.

#### References

1. Analiz razvitiya rossiyskogo finansovogo rynka: disbalansy finansovoy sistemy [Analysis of Development of the Russian Financial Market: Imbalances of a Financial System]. (In Russ.). Available at: <http://www.liberal.ru/articles/6985>
2. Galanov V. A. Ravnovesnaya model' tseny birzhevogo optionsa [Balanced Model of Exchange Option Price]. *Vestnik Rossiyskogo ekonomicheskogo universiteta imeni G. V. Plekhanova* [Vestnik of the Plekhanov Russian University of Economics], 2016, No. 4 (88), pp. 46–55. (In Russ.).
3. Grishin V. I., Danchikov E. A. Povyshenie effektivnosti gosudarstvennogo finansovogo kontrolya pri realizatsii tseley sotsial'no-ekonomicheskogo razvitiya Rossiyskoy Federatsii [Increasing Efficiency of State Finance Control while Attaining Goals of Social and Economic Development in the Russian Federation]. *Vestnik Rossiyskogo ekonomicheskogo universiteta imeni G. V. Plekhanova* [Vestnik of the Plekhanov Russian University of Economics], 2015, No. 6 (84), pp. 3–11. (In Russ.).
4. Slepov V. A., Gryadovaya O. V., Ivanovskiy E. L. Osnovnye aspekty integratsii sektorov finansovogo rynka [Key Aspects of Finance Market Sectors' Integration]. *Vestnik Rossiyskogo ekonomicheskogo universiteta imeni G. V. Plekhanova* [Vestnik of the Plekhanov Russian University of Economics], 2015, No. 1 (79), pp. 60–67. (In Russ.).