

*Кантаурова Виктория Владимировна, аспирант кафедры «Финансы и кредит» экономического факультета Института управления, бизнеса и права, e-mail: [kantaurova@gmail.com](mailto:kantaurova@gmail.com).*

## **СОВРЕМЕННОЕ СОСТОЯНИЕ И ПРОБЛЕМЫ СЕКТОРА РОЗНИЧНОГО ИНВЕСТИРОВАНИЯ НА РОССИЙСКОМ ФОНДОВОМ РЫНКЕ**

(рецензирована)

*В статье проведен анализ сектора розничного инвестирования на российском рынке ценных бумаг. Выделены основные проблемы и тенденции развития сектора в посткризисный период, не позволяющие прогнозировать массового прихода частного инвестора на российский фондовый рынок.*

*Ключевые слова: частный инвестор, рынок ценных бумаг, брокерское обслуживание, паевой инвестиционный фонд, общий фонд банковского управления.*

*Kantaurova Victoria Vladimirovna, post graduate student of the Department of Finance and Credit of the Economic Faculty of the Institute of Management, Business and Law, e-mail: [kantaurova@gmail.com](mailto:kantaurova@gmail.com).*

## **PRESENT STATE AND PROBLEMS OF RETAIL SECTOR INVESTMENT IN THE RUSSIAN STOCK MARKET**

(reviewed)

*The article analyzes the retail sector investment in the Russian securities market. The major issues and trends in the sector after the crisis, not allowing to predict the mass arrival of a private investor in Russian stock market have been highlighted.*

*Keywords: private investor, stock market, brokerage, mutual fund, general fund of the bank management.*

Частные инвесторы<sup>1</sup> играют значительную роль на рынке ценных бумаг, обеспечивая его ликвидность и устойчивость, а также являясь первоначальными поставщиками капитала, необходимого компаниям – эмитентам ценных бумаг для финансирования их текущей деятельности. В экономически развитых странах пенсионные накопления граждан, вкладываемые в инструменты фондового рынка, служат важнейшим источником «длинных» денег в экономике. Так, среди основных фундаментальных причин мощного падения российского фондового рынка в 2008 году многие специалисты выделяют отсутствие долгосрочного инвестиционного спроса со стороны населения страны: новая пенсионная система еще не сформирована, а механизм коллективных инвестиций оказался полностью неэффективным в условиях падающего фондового рынка.

Основными инвестиционными продуктами на российском рынке ценных бумаг, выступающими индикаторами состояния сектора розничного инвестирования, являются паевые инвестиционные фонды, общие фонды банковского управления и брокерское обслуживание.

Среди паевых инвестиционных фондов наиболее показательными в плане привлечения средств частных инвесторов являются розничные ПИФ – открытые и, в меньшей степени, интервальные фонды, тогда как закрытые ПИФ формируются, в основном, для финансирования единичных крупных инвестиционных проектов с привлечением средств юридических лиц и крупных частных инвесторов (как отечественных, так и иностранных), а также в целях оптимизации налоговых выплат. Совокупная СЧА российских розничных ПИФ по состоянию на конец 2010 года составила 121 млрд. руб., что соответствует 0,3% ВВП страны.

Последние годы наблюдается некий дисбаланс в развитии отрасли: на фоне увеличения видов паевых фондов (увеличения количества объектов инвестирования) происходит снижение темпов роста количества новых счетов пайщиков – физических лиц. Анализ новых счетов, открытых пайщиками в период с 2008 по 2011 годы, показал, что инвесторы предпочитали фондам широкого рынка ПИФы, специализирующиеся на инвестировании денежных средств в отдельные отрасли или стратегии (акции роста, акции стоимости и т.д.). Исследования показывают, что в специализированные паевые фонды инвестируют лица, уже имеющие некоторый опыт работы на фондовом рынке и стремящиеся на основе своих знаний построить собственный диверсифицированный портфель, в то время как неискушенные частные инвесторы отдают предпочтение фондам широкого рынка. Таким образом, можно констатировать тот факт, что отрасль не справляет с одной из основных задач – привлечение на рынок новых частных инвесторов. Данная тенденция прослеживается и при анализе статистики по объему привлечения средств в открытые и интервальные фонды: по данным Национальной лиги управляющих с 2008 года наблюдается ежегодный отток денежных средств из розничных ПИФ.

---

<sup>1</sup> В статье к частным инвесторам автор относит только ту часть населения России, которая сознательно принимает участие в инвестиционном процессе, исключая из рассмотрения держателей акций, полученных в результате приватизации в 1990-х годах, а также вкладчиков ЧИФ.

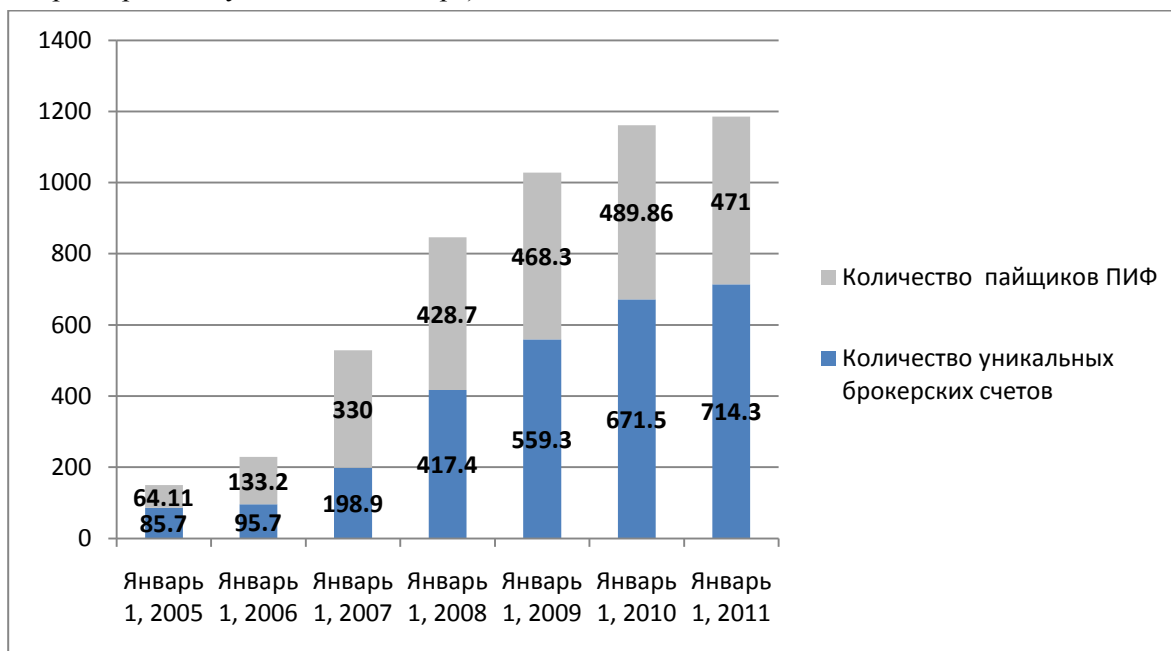
Становление и развитие отрасли паевых инвестиционных фондов в России пришлось на период роста фондового рынка, что в значительной степени повлияло на основные принципы функционирования ПИФ. Так в их деятельности практически отсутствуют механизмы, позволяющие эффективно противостоять периодам неблагоприятной конъюнктуры рынка. Законодательством ограничена возможность полного выхода паевого фонда в деньги через установление максимальной доли денежных средств в портфеле. Не предусмотрена возможность хеджирования рыночных рисков путем приобретения в портфель производных финансовых инструментов, а также открытия коротких позиций. В связи с такой жесткой зарегулированностью отрасли ПИФ эффективность осуществления управляющими активными инвестиционными стратегиями ставится под сомнение. Возникает вопрос обоснованности высоких затрат на управление фондом, особенно при учете того, что крупные фонды по основным позициям портфелей практически полностью копируют структуру фондовых индексов.

В связи с низкой инвестиционной грамотностью населения и, соответственно, отсутствием доверия к отрасли коллективного инвестирования, управляющие компании вынуждены переориентироваться на закрытые ПИФ. Так, если на начало 2008 года количество открытых и интервальных ПИФ (531) превышало количество закрытых фондов (349), то на начало 2011 года ситуация в корне изменилась. В настоящий момент на рынке работают 480 открытых и интервальных фондов и 779 закрытых ПИФ (из них 484 – фонды недвижимости).

В другом сегменте отрасли коллективного инвестирования – ОФБУ, в отличие от ПИФ, наблюдается явный недостаток регулирования. ОФБУ, номинально являясь альтернативой паевым инвестиционным фондам, несмотря на ряд преимуществ, проявляющихся в гораздо большем разнообразии доступных для инвестирования активов и инвестиционных стратегий, на практике не смогли их реализовать. В условиях кризиса ОФБУ, в среднем, продемонстрировали процент падения СЧА, сравнимый с розничными ПИФ, что явилось следствием недостаточного уровня профессионализма управляющих портфелями, отсутствия качественного риск-менеджмента, а в некоторых случаях, ввиду слабости регулирующих мер, откровенных финансовых манипуляций со средствами вкладчиков со стороны банков (примером чего может служить история фондов под управлением «Юниаструм банка», часть которых в за 2008 года потеряла свыше 90% стоимости).

Посткризисное восстановление сектора ОФБУ (если судить по сравнительной динамике СЧА) идет гораздо более низкими темпами, чем в секторе паевых инвестиционных фондов. Даже в 2009 году при общем росте рынка на 121,14% (изменение индекса ММВБ) совокупная СЧА сектора возросла лишь на 25% (аналогичный показатель для розничных ПИФ – 60%), а в 2010 году прирост СЧА ОФБУ оказался отрицательным. Таким образом, общие фонды банковского управления практически перестали пользоваться спросом со стороны частных инвесторов. Одной из причин снижения популярности ОФБУ явилось нежелание самих банков активно развивать данное направление. Для банка ОФБУ является, в некотором роде, имиджевой услугой, позволяющей расширить сферу деятельности. Вполне естественно, что в период кризиса основные усилия кредитных организаций были направлены на урегулирование проблем по основным видам деятельности, непрофильным же продуктам уделялось гораздо меньше внимания.

Востребованность розничных инвестиционных продуктов частными инвесторами можно проследить на основе данных о количестве уникальных брокерских счетов физических лиц, открытых на ММВБ, и о количестве физических лиц – пайщиков ПИФ (хотя актуальная информация о количестве вкладчиков ОФБУ отсутствует, данные цифры не оказали бы существенного влияния на общую картину в виду относительно небольшого размера совокупной СЧА сектора).



По данным [www.micex.ru](http://www.micex.ru), информационного агентства «Эксперт РА»

На графике (рис. 1) видно, что, начиная с 2008 года количество частных инвесторов, самостоятельно работающих на фондовом рынке, стабильно превышает число тех, кто доверил свои средства управляющим паевыми фондами. Следует отметить, что подобная тенденция не соответствует структуре инвестиций в развитых странах, где основную долю в инвестициях физических лиц на фондовом рынке занимают взаимные фонды (для сравнения, в США 41% домохозяйств владеют акциями инвестиционных фондов и 25,5% домохозяйств напрямую инвестируют в фондовый рынок, в Германии тех, кто владеет только акциями инвестиционных фондов в два с лишним раза больше, чем тех, кто покупает только акции), что связано с особенностями пенсионной системы.

Превышение количества уникальных брокерских счетов над количеством пайщиков является явным свидетельством неэффективности отрасли коллективного инвестирования и возрастающего недоверия частных инвесторов к профессиональным качествам управляющих. Российские частные инвесторы, сравнивая динамику фондовых индексов и результаты функционирования ПИФ и принимая во внимание больший размер комиссий, взимаемых управляющими компаниями, все чаще останавливают свой выбор на самостоятельном принятии решений о размещении собственных средств на рынке, то есть на варианте инвестирования посредством брокерских компаний. Однако по статистике неискушенные частные инвесторы, самостоятельно работая на рынке, за редким исключением, не способны превзойти в доходности профессиональных инвесторов – управляющих портфелями паевых фондов. Они не обладают достаточными знаниями, опытом, а также доступом к необходимой информации. Кроме того, исследования показывают, что при самостоятельной, особенно активной, торговле на фондовом рынке большинство частных инвесторов проигрывают рынку в долгосрочной перспективе (с учетом налогов и транзакционных издержек) [1].

Большинство частных инвесторов экономически развитых стран использует инструменты фондового рынка в долгосрочных целях – накопление денежных средств на обучение детей, на старость, защита капитала от инфляции. Более того, фондовый рынок рассматривается как единственная возможность сохранения и преумножения пенсионных накоплений граждан. Для побуждения населения к долгосрочному инвестированию применяются различного рода налоговые льготы и стимулы (отложенное налогообложение, дифференцированная налоговая шкала). Переход российской пенсионной системы от распределительной к накопительной предполагает самостоятельную заботу граждан о своей будущей пенсии и, следовательно, поиск долгосрочных инструментов сохранения и преумножения накоплений. С другой стороны, на «длинные» деньги, аккумулируемые в пенсионной системе, предъявляется повышенный спрос со стороны реальной экономики. Роль «передаточного звена» между сбережениями населения и инвестиционными потребностями предприятий как раз и должен выполнять фондовый рынок. При этом государство должно создавать условия, способствующие развитию механизмов и инструментария долгосрочных инвестиций. Однако политика, проводимая в сфере налогообложения операций с ценными бумагами, скорее имеет целью увеличение налоговых сборов и стимулирует спекулятивную активность частных инвесторов. На российском фондовом рынке применяется плоская шкала налогообложения, когда при продаже ценных бумаг налог взимается без учета длительности срока владения ими (соответствующие налоговые вычеты были отменены в 2007 году). С 2010 года стал применяться единый метод списания ценных бумаг ФИФО, вынуждающий инвесторов продавать ранее купленные акции, чтобы не попасть в налоговую ловушку (до этого нововведения инвестор имел право выбора метода учета в зависимости от своих инвестиционных целей – ЛИФО или ФИФО).

Итак, можно выделить следующие тенденции развития сектора розничного инвестирования на рынке ценных бумаг России в посткризисный период, не позволяющие прогнозировать массового прихода частных инвесторов на российский фондовый рынок:

1. Снижение доверия частных инвесторов к механизму коллективного инвестирования, выражающееся в ежегодном чистом оттоке средств из паевых инвестиционных фондов открытого и интервального типа и общих фондов банковского управления.

2. Значительное снижение спроса со стороны частных инвесторов на услуги ОФБУ в связи с недостаточным уровнем регулирования сектора, информационной непрозрачностью фондов и инвестиционных стратегий, нежеланием самих банков активно развивать данное непрофильное направление деятельности.

3. Переход частных инвесторов к самостоятельному инвестированию в ценные бумаги через брокеров, что проявилось в превышении количества брокерских счетов физических лиц над количеством пайщиков в розничных паевых инвестиционных фондах.

4. Переориентация управляющих компаний с розничного сегмента на работу с крупными российскими и иностранными инвесторами в связи с затратностью и меньшей рентабельностью операций по управлению средствами массового инвестора, большей предсказуемостью поведения крупных вкладчиков.

5. Отсутствие стимулов и механизмов, позволяющих инвесторам осуществлять долгосрочное инвестирование.

#### **Литература:**

1. Лига управляющих: официальный сайт некоммерческого партнерства. Режим доступа: <http://www.nlu.ru>
2. ММВБ: официальный сайт фондовой биржи. Режим доступа: <http://www.micex.ru>

3. Brad M. Barber and Terrans Odean, "Trading Is Hazardous to Your Wealth: The Common Stock Investment Performance of Individual Investors" // Journal of Finance. 2000. Vol LV, №2. April.

**References:**

1. *League of Management* : the official site of non-profit partnership. [www.nlu.ru](http://www.nlu.ru).
2. *IMF* - official website of the Stock Exchange. [www.micex.ru](http://www.micex.ru).
3. *Brad M. Barber and Terrans Odean, "Trading Is Hazardous to Your Wealth: The Common Stock Investment Performance of Individual Investors"*, Journal of Finance, Vol LV, No. 2, April 2000.