

центрация акций в одних руках, да и различного рода структурно-экономические особенности способствуют этому.

Таким образом, расчет рыночной капитализации по всем акциям чреват диспропорциями в структуре индекса, который перестает адекватно отражать ситуацию на рынке, а порой и заставляет инвесторов совершать неверные действия. Так, инвестиционные фонды, ориентированные на такие индексы, вынуждены перекупать акции компаний с низким free-float, вызывая тем самым неправомерный рост их стоимости, в то время как ценные бумаги с большим free-float оказываются недокупленными. В мировом же масштабе это приводит к завышению доли развивающихся рынков в мировой экономике. В частности, при стандартном подходе (расчет полной капитализации) доля emerging markets в мировой структуре индексов составляет порядка 5–6%, в то время как реально свободные акции в обращении на развивающихся рынках могут вместить в себя лишь 1–2% от общей суммы капитализаций мировых рынков.

БАЗОВЫЕ ЦЕННОСТИ Первыми фондовыми индексами, появившимися на нашем рынке, были индекс инвестиционного банка CS First Boston ROS-30 и индекс агентства «Скейт Пресс». Чуть позже появились индексы информационного агентства AK&M. Организация торгов акциями в Российской торговой системе (РТС) повлекла за собой создание индекса РТС, который рассчитывается с сентября 1995 года. По мере развития рынка создавались новые индексы, различающиеся по методологии расчета, назначению, доступности. В частности, индексное агентство «РТС-Интерфакс» предлагало рынку семейство индексов RUX, впоследствии переименованных в S&P/RUX; агентство «Росбизнесконсалтинг» стало рассчитывать собственные фондовые индексы; свои индексы рассчитывает и газета «Коммерсантъ». Однако практически все они не приобрели должной популярности среди участников рынка, зачастую их использование огранивается лишь рамками той организации, которая рассчитывает индекс.

В настоящее время внутри страны по большому счету есть лишь два индекса, о которых можно говорить как о

страновых индикаторах. Это уже упоминавшийся индекс РТС, а также фондовый индекс ММВБ, рассчитываемый с 22 сентября 1997 года. Причем каждый из них имеет свои достоинства и недостатки, свою аудиторию. Среди иностранных инвесторов большой популярностью пользуется также индекс MSCI Russia, рассчитываемый компанией Morgan Stanley Capital International, однако он стоит несколько особняком и не конкурирует с двумя индикаторами крупнейших в России фондовых бирж.

Так сложилось, что индекс РТС оказался первым индикатором на рынке, завоевавшим популярность у большинства участников рынка — как российских, так и иностранных. И если раньше он действительно мог считаться лучшим индексом на российском рынке — и его методология, и ликвидность акций, включенных в базу расчета индикатора, были вне конкуренции, то сейчас этого сказать уже нельзя. Конкурентная борьба между двумя ведущими фондовыми биржами привела к тому, что ликвидность по большинству «голубых фишек» перетекла с РТС на ФБ ММВБ, которая сейчас контролирует львиную долю биржевого оборота акций отечественных компаний. Объемы торгов ценными бумагами в режиме основных торгов (без учета режима переговорных сделок) на ФБ ММВБ в среднем в 30 раз превышают объемы торгов акциями в РТС.

Таким образом, не имея с методологической точки зрения каких-либо серьезных изъянов, индекс РТС сейчас проигрывает своему конкуренту индексу ММВБ в плане ликвидности ценных бумаг, входящих в базу его расчета. Этот недостаток индикатора хорошо известен инвесторам, тем не менее они продолжают довольно активно использовать индекс в качестве benchmark. Так, фьючерсные контракты на индекс РТС сейчас являются наиболее популярными в России среди всех срочных контрактов на фондовые индексы — ежедневный оборот торгов фьючерсами на индекс Российской торговой системы в срочной секции РТС в августе этого года превышал аналогичные показатели даже для наиболее ликвидных «голубых фишек».

А индекс ММВБ, лишенный, казалось бы, главного недостатка индекса РТС, все еще считается вторым по уровню используемости и цитируемости среди участников рын-

ка. Хотя, несомненно, он нашел свою аудиторию и смог установить ряд рекордов. Среди них наиболее важным может считаться то, что на сегодняшний день индекс ММВБ используется управляющими компаниями в качестве базового индикатора для 20 индексных паевых инвестиционных фондов, общая стоимость чистых активов которых составляет более 5 млрд руб. Для индекса РТС эта цифра выглядит гораздо скромнее — 357 млн руб.

В чем же здесь причина и как долго на российском рынке акций смогут просуществовать эти два индекса? Пытаемся ответить на эти вопросы.

ТРУДНОСТИ ПЕРЕВОДА Фондовые индексы рассчитываются практически во всех странах, где существует фондовый рынок, при этом обычно лишь один индекс для той или иной страны выбирается инвесторами в качестве странового индикатора. Конечно, есть исключения. В частности, США, где наибольшее признание получили сразу три фондовых индикатора — индексы Dow Jones Industrial, S&P-500 и NASDAQ. Причем если последний действительно можно рассматривать как дополняющий индекс (индекс NASDAQ рассчитывается не по всем акциям, а только по ценным бумагам высокотехнологичных компаний, поэтому, по сути, является отраслевым индикатором), то индексы Dow Jones Industrial и S&P-500 показывают примерно одно и то же.

Оба индикатора сумели выжить, хотя, казалось бы, индекс Dow Jones Industrial, являясь старейшим индикатором рынка и представляя собой обычный ценовой индекс с относительно скромной базой расчета (всего 30 акций), должен был бы уступить более современному индексу S&P-500, который рассчитывается по капитализационному принципу. Однако этого не произошло. И причина этого достаточно проста: индекс Dow Jones — первый фондовый индикатор, к которому привыкли, научились мыслить в его терминах, к его значениям привязаны определенные вехи в экономическом развитии Соединенных Штатов, поэтому отказываться от него никто не собирается.

Ситуация с фондовыми индексами в нашей стране в определенной степени напоминает американскую. Первым

российским индексом, по которому инвесторы стали измерять события на рынке, безусловно, является индекс РТС. Именно с ним ассоциируется первый серьезный рост на отечественном фондовом рынке в 1995–1997 годах, когда его впервые после начала реформ открывали иностранные инвесторы (в этот период Россия получает свои первые кредитные рейтинги от международных рейтинговых агентств), а также обвал в кризисный 1998 год.

И до сих пор у большинства инвесторов осталась привычка мыслить в категории первого индекса. К тому же у индекса РТС есть и еще одно немаловажное достоинство, позволяющее ему иметь своего потребителя. Он является долларowym индикатором, рассчитывающимся на базе долларовых цен акций. А как известно, большинство иностранных инвестиционных фондов измеряют доходность своих инвестиций именно в долларовой эквиваленте, поэтому индекс РТС идеально подходит в качестве эталонного для иностранных инвестиционных фондов (при использовании индекса ММВБ фондам необходимо делать поправки с учетом изменения валютного курса рубля).

Что же касается индекса ММВБ, то по объективным причинам он в течение определенного промежутка времени не мог серьезно конкурировать с индексом РТС в силу ряда своих методологических особенностей. В частности, он долгое время рассчитывался на базе средневзвешенных цен акций, что делало индикатор слишком запаздывающим. После того как в методику были внесены существенные изменения, индекс ММВБ реально стал одним из лучших индикаторов рынка. Однако большая часть инвесторов все еще продолжают «жить» индексом РТС. И бирже ММВБ в этом плане довольно сложно переломить ситуацию. Это можно сравнить с процессом перевода людей, привыкших измерять температуру по шкале Цельсия, на шкалу Фаренгейта.

С другой стороны, может, этого и не стоит делать и лучше сохранить две шкалы. Ведь первенство индекса ММВБ в классе рублевых фондовых индикаторов сейчас вряд ли кто-то будет оспаривать. Равно как и индекса РТС в классе валютных. Учитывая это, можно предположить, что в России, как и США, в качестве страновых индикаторов могут закрепиться сразу два индекса. ■

ПРЯМАЯ РЕЧЬ ВЫ НА КАКИЕ ИНДЕКСЫ ОРИЕНТИРУЕТЕСЬ?

П рали сами для него benchmark. Но индексный фонд мы оставили в своей линейке как достаточно качественный продукт. На мой взгляд, индекс ММВБ наиболее объективно отражает динамику российского рынка. В него входит меньше эмитентов, но их качество позволяет управляющему добиваться хороших результатов. С индексом РТС тяжелее это делать, так как он сформирован из 50 различных акций и не все из них ликвидные. Поэтому управляющим сложнее его копировать. Индекс РТС создавался как ориентир для иностранных инвесторов. Он даже рассчитывается в долларах. Долларовая составляющая индекса РТС иногда подкладывает свинью управляющим. Когда доллар падает, индекс РТС прирастает на несколько процентов только за счет конвертации валюты. В итоге получается, что индексный фонд отстает от собственного benchmark. А при пассивном стиле управления, который характерен для индексных фондов, нет ничего хуже, чем сильно отклоняться от ориентира.

Борис Соловьев,
ЗАМЕСТИТЕЛЬ ГЕНЕРАЛЬНОГО ДИРЕКТОРА
УК «АГАНА»:

— Индексный ПИФ «Агана — индекс ММВБ» был сформирован в сентябре 2004 года. Таким образом, наша компания уже три года участвует в индексном рынке. Основные преимущества индексного фонда — это то, что стоимость пая меняется в зависимости от ситуации на рынке. Кроме того, индексные ПИФы управляются по пассивным стратегиям, то есть управляющий совершает мало сделок. В связи с этим обычно управляющие компании взимают за управление индексным фондом мень-

шее вознаграждение по сравнению, например, с фондами акций, управляемыми по активным стратегиям. Как показывает западная практика, инвестирование средств в индексные фонды на срок 5–10 лет приносит наилучшие результаты. Кроме того, мы сейчас рассматриваем вопрос создания ряда отраслевых фондов. Возможно, их активы будут вкладываться в бумаги в соответствии с отраслевыми индексами ММВБ. С одной стороны, отраслевые фонды иногда показывают результаты выше рынка в целом, а с другой — отраслевые фонды — это всегда повышенный риск для инвестора, поскольку при ухудшении положения отрасли и, соответственно, снижении акций эмитентов этой отрасли управляющий лишен возможности маневра, то есть не может переложиться в бумаги растущих компаний другой отрасли.

Принципы формирования индекса ММВБ в настоящее время нас удовлетворяют. Основное его отличие от индекса РТС — возможность для управляющего ПИФом купить бумаги, входящие в его расчет, и поддерживать структуру портфеля индексного ПИФа. То есть все бумаги, входящие в индекс ММВБ, более или менее торгуются и обладают хорошей ликвидностью. Возможно, стоит ограничить максимальную долю одного эмитента 10%.

Михаил Акрамовский,
ДИРЕКТОР ДЕПАРТАМЕНТА
УПРАВЛЕНИЯ АКТИВАМИ «АЛЬЯНС РОСНО —
УПРАВЛЕНИЕ АКТИВАМИ»:

— Если обратиться к плюсам и минусам индексов, то здесь можно выделить несколько моментов. Плюсом индекса ММВБ является скорость его расчета: РТС обнов-

ляется каждую минуту, ММВБ — при совершении сделок. Но это скорее полезно для спекулянтов на рынке фьючерсов, а не для институциональных инвесторов, так как позволяет более точно отслеживать движение рынка в короткие промежутки времени. Минусом индекса ММВБ является меньшая популярность, чем у индекса РТС. Эта характеристика не зависит от самой биржи и является исторической. Инвесторам, от которых зависит основная динамика российского фондового рынка, изначально более привычен индекс РТС, так как он появился раньше и рассчитывается в долларах США.

Сейчас ММВБ имеет смысл направить больше усилий на поддержание существующих индексов, которых у биржи достаточно, то есть выбрать интенсивный, а не экстенсивный путь развития. Это необходимо, чтобы избежать ситуации, когда инвестор может просто запутаться в огромном количестве индексов. Но с точки зрения управляющих компаний, стоит подумать об индексе акций А1 с учетом требований законодательства к управлению пенсионными накоплениями, так как существует определенный голод на этот benchmark.

Олег Короб,
УПРАВЛЯЮЩИЙ ПОРТФЕЛЕМ ЦЕННЫХ БУМАГ
«ПИОГЛОБАЛ ЭССЕТ МЕНЕДЖМЕНТ»:

— В индексе ММВБ по-прежнему сохраняется высокая доля нефтегазового сектора в индексах — более 50%. Усовершенствование индекса должно проходить по пути расширения базы его расчета: чем больше компаний будут представлены в индексе, тем информативнее он будет. Также не-

обходимо размыть влияние нефтегазового сектора на динамику индекса. Об этом говорят постоянно, но количество эмитентов пока ограничено 27 компаниями. В целом же методика расчета индекса ММВБ схожа с методикой расчета индекса РТС, в результате оба индекса фактически отражают динамику трех акций: «Газпрома», ЛУКОЙЛа и Сбербанка.

Также хотелось бы обратить внимание на индекс «ММВБ-10». Очень хороший индекс, но в настоящее время он немного узковат. В нем не представлены сталелитейные компании. Хорошо бы включить туда «Северсталь». Можно заменить привилегированные акции РАО ЕЭС и Сбербанка на акции «Северстали» и МТС. Привилегированные акции «Ростелекома» в настоящее время также не отражают текущую рыночную ситуацию, поэтому их лучше заменить, допустим, на бумаги «Татнефти». В итоге получится прекрасный индекс высоколиквидных акций отечественного фондового рынка.

Елена Машкова,
ГЕНЕРАЛЬНЫЙ ДИРЕКТОР
УК «ОЛМА-ФИНАНС»:

— У нас один индексный фонд, и ориентирован он на индекс РТС. Когда мы решали, какой индексный фонд делать, мы просмотрели состав обоих индексов. Но структура индекса РТС нам показалась интереснее за счет своей диверсификации. На тот момент в индекс ММВБ входило всего около 12 ценных бумаг, тогда как индекс РТС состоял из порядка 50 наименований акций. К тому же индекс РТС пользуется большей известностью среди широкого круга населения, чем индекс ММВБ. Он

гораздо чаще упоминается в СМИ. А это выгодно с маркетинговой точки зрения, так как знакомое название может дополнительно привлечь в наш фонд «Олма — индекс РТС» новых пайщиков. На него ориентируются и западные инвесторы, особенно после того, как продвижением индекса занялось международное индексное агентство Standard & Poor's.

Андрей Ковалев,
УПРАВЛЯЮЩИЙ АКТИВАМИ ДЕПАРТАМЕНТА
УПРАВЛЕНИЯ АКТИВАМИ И ИНВЕСТИЦИОННЫМИ
ФОНДАМИ «КИТ ФОРТИС ИНВЕСТМЕНТС»:

— Изначально при создании индексного фонда у нас не было выбора. Дело в том, что в 2005 году создание фонда на индекс РТС не было закреплено законодательно. Фонд же на индекс ММВБ стал пользоваться большой популярностью. Как только стало возможно, был создан фонд и на индекс РТС, поскольку клиентский спрос на этот продукт был, индекс РТС исторически на слуху у инвесторов.

Замечу, что результаты фондов на индекс РТС корректно сравнивать с рублевым индексом РТС, а не с долларowym, в динамике которого принимает участие курс «рубль/доллар», при падении доллара к рублю долларový индекс ведет себя лучше рублевого. На мой взгляд, для краткосрочной оценки рынка больше подходит индекс ММВБ, поскольку он считается по котировкам на бирже ММВБ (они более репрезентативны, чем котировки в РТС) и составляющие его акции более ликвидны. С другой стороны, в индексе РТС больше бумаг (50 против 30 в индексе ММВБ), в том числе бумаг второго эшелона, соответственно, охват территории рынка более широкий.