

ФИНАНСОВЫЕ РЫНКИ

Е. В. Дорохов

канд. экон. наук, преподаватель кафедры статистики Московского государственного университета им. М. В. Ломоносова

ОСОБЕННОСТИ ФОРМИРОВАНИЯ СОВОКУПНОГО СПРОСА И ПРЕДЛОЖЕНИЯ НА РОССИЙСКОМ ФОНДОВОМ РЫНКЕ И СПЕЦИФИКА ЕГО ВЗАИМОСВЯЗИ С ЗАРУБЕЖНЫМИ РЫНКАМИ ЦЕННЫХ БУМАГ

Важной чертой российского фондового рынка, которая, вероятно, сохранится в среднесрочной перспективе, является дефицитность в предложении ценных бумаг. Среди причин ее существования — ограниченность числа эмитентов, выходящих со своими бумагами на организованной рынок, отсутствие обращения отдельных видов ценных бумаг или подавленное состояние связанных с ними сегментов рынка, препятствующая выходу с ценными бумагами на организованный рынок, неурегулированность отношений собственности на предприятиях, незначительные размеры свободной для обращения части акционерных капиталов, острые конфликты интересов, вызванные незаинтересованностью крупных или контролирующих держателей акций в разводнении собственности и, наконец, присущий в настоящее время реальному сектору разрыв между незначительными акционерными капиталами и масштабными размерами не превращенных в акции добавочных капиталов.

История развития отечественного фондового рынка в 1990-е гг. пестрила чередой постоянно возникающих новых финансовых инструментов. В 1990 г. на рынок вышли акции, в 1991 г. — депозитные и сберегательные сертификаты. 1992 г. был отмечен появлением приватизационных ценных бумаг (ваучеров), 1993 г. — ГКО (казначейских обязательств), облигаций Минфина, золотых сертификатов, товарных фьючерсов. С наступлением 1994 г. внимание участников рынка привлекли векселя, акции на предъявителя, облигации квази-публичных институтов, в 1995 г. — корпоративные облигации, сберегательные облигации, облигации региональных правительств, фьючерсы на ГКО, складские свидетельства. В 1996 г. набор инструментов разнообразили казначейские облигации, еврооблигации федерального правительства, фьючерсы на акции, американские и глобальные депозитарные расписки, в 1997 г. — еврооблигации региональных правительств, корпоративные еврооблигации. 1998 г. дал старт работе с облигациями центрального банка, свопами (реструктурирование долгов), в 1999 г. произошел новый всплеск на рынке корпоративных облигаций.

После финансового кризиса 1998 г. способность рынка к финансовому инжинирингу была в значительной мере утрачена практически на два года — резко сократилась эмиссия государственных ценных бумаг, а также ценных бумаг субъектов РФ и муниципальных образований, прекратился выпуск евробумаг. Некоторый позитивный сдвиг произошел только в 2000 г., когда появились новые российские еврооблигации (реструктурирование долгов России Лондонскому клубу), а также возобновились попытки выхода на внешние рынки с депозитарными расписками на российские акции. В это же время был вновь запущен срочный рынок ММВБ (до этого срочные операции велись в Санкт-Петербурге).

В то же время особенностью ряда сегментов отечественного фондового рынка как до, так и после кризиса 1998 г. являлась либо их абсолютная незаполненность (в случае когда соответствующие классы ценных бумаг просто не выпускаются), либо присутствие крайне ограниченного числа эмитентов и выпусков ценных бумаг с очень незначительными оборотами. В частности, по состоянию на 2005 г. к числу таких вырожденных сегментов рынка можно было отнести казначейские облигации со сроком обращения свыше 7–10 лет, ипотечные облигации, коммерческие бумаги, еврокоммерческие бумаги, а также структурированные финансовые продукты, объединяющие различные типы ценных бумаг и срочных контрактов.

Учитывая, что капитализация рынка акций рассчитывается по совокупности эмитентов, акции которых допущены к обращению в торговых системах (в списочном и внесписочном составах), важнейшим фактором для роста капитализации является массовый выход предприятий на организованные рынки акций. В России наблюдается принципиально иная ситуация, отличающаяся резкой ограниченностью числа внесенных в списки торговых систем эмитентов. Кроме того, даже из этого небольшого числа на постоянной основе совершаются, поддерживая устойчивую ликвидность рынка, сделки лишь по акциям 15–20 эмитентов.

Таблица 1

**Динамика количества эмитентов, прошедших листинг
на крупнейших фондовых биржах России¹**

Показатель	1995 (октябрь)	1997 (сентябрь)	1999 (октябрь)	2001 (октябрь)	2004 (декабрь)
Количество эмитентов, по акциям которых совершаются сделки, в т. ч.:	70–80	260–300	350–400	370–400	220–250
в котировальных листах	—	100–120	50–60	30–35	45–50
вне котировальных листов	—	160–180	310–350	340–370	180–200

Фактором, предопределяющим практическую невозможность возникновения массового предложения и спроса на акции при современном состоянии российского рынка, является оптовая структура собственности в нашей стране. В соответствии с экспертными оценками на мелком и неликвидном оптовом рынке обращается лишь незначительная часть акционерных капиталов, причем население до сих пор фактически отделено от организованных рынков акций. В то же время не менее 60–70% акционерных капиталов собрано в крупные или контрольные пакеты, причем велика роль скрывающих настоящих собственников оффшорных компаний, а также иностранных номинальных держателей, которым принадлежат значительные доли акционерных капиталов.

Такая ситуация предопределяет незаинтересованность большинства собственников в размещении акций для привлечения денежных ресурсов среди мелких и институциональных инвесторов и в разводнении акционерных капиталов путем дополнительных выпусков акций, свидетельством чему может выступать технический характер (направленный на распределения акций между собственниками под добавочный капитал, накопленный за счет переоценки основных фондов) более 95% эмиссий в конце 1990-х гг.² Схожая ситуация, когда в про-

¹ Рассчитано на основе данных ММВБ (<http://www.micex.ru>), РТС (<http://www.rts.ru>), МФБ (<http://www.mse.ru>).

² В пункте 3 раздела «Деятельность ФКЦБ России в 1998 г.» годового отчета ФКЦБ России за 1998 г. отмечалось, что «основная часть выпусков акций была направлена не на привлечение дополнительных средств (инвестиций) в акционерные общества, а была связана с операциями по увеличению номинальной стоимости акций или распределением дополнительных акций среди акционеров за счет стоимости собственных активов акционерных обществ, а также с консолидацией или дроблением акций» (отчет размещен на сайте ФСФР России в Интернет — <http://www.ffms.ru>). Доля эмиссий, в результате которых акции были конвертированы в акции с более крупным номиналом и/или распределены между акционерами (то есть технических эмиссий под переоценку основных фондов), составила 97%.

тивоположность повышению рыночной стоимости на рынке акций и прибыльности основной интерес составляет доступ к денежным потокам предприятия и управление ими, сохранялась и после 1999 г.¹

Так, например, 5–7% уставного капитала РАО ЕЭС формирует более 50% оборотов внутреннего рынка акций России (именно такова доля акций РАО ЕЭС в общем обороте акций на ММВБ и РТС). Это вызвано незначительностью свободной для обращения части акционерных капиталов в силу отмеченной концентрации собственности на российские предприятия в крупных и контрольных пакетах. Акционерные капиталы не поступают на массовый рынок, будучи «замороженными» в руках крупных собственников, что приводит к их пригодности только для одиночных сделок блоками, сделок, связанных с переходом контроля над предприятиями или с их реорганизацией.

Ситуация неурегулированности отношений собственности усугубляется тем, что государственную регистрацию своих ценных бумаг провели только примерно 25% акционерных обществ², причем на многих предприятиях перераспределение собственности еще даже не закончено. В частности, существуют предприятия, на которых менеджеры до сих пор владеют незначительными пакетами акций (до 1–3%), и очевидно, что до момента формирования более выгодной для них структуры собственности они не будут заинтересованы в выведении своих акционерных обществ на фондовый рынок. С другой стороны, препятствием к обращению на публичном фондовом рынке для акций ряда предприятий является слишком большая, с точки зрения акционеров, доля государства в их капитале (например, 25–30%). До тех пор пока она не будет уменьшена, представители государства будут противодействовать «размыванию» акционерного капитала, в то время как акционеры будут стремиться сократить размеры участия государства и только потом выводить свои акции на фондовый рынок.

Подобные виды непрозрачности структуры собственности, к числу которых можно отнести также принадлежность значительной доли акционерных капиталов крупнейших предприятий оффшорным компаниям или их закрепленность за номинальными держателями, не раскрывающими крупных собственников, пакеты акций которых находятся у них в номинальном держании, существенно ограничивают желание инвесторов вкладывать свои средства в акции³.

Трудности в выводе на рынок акций этих компаний заключаются в том, что в них также не урегулированы вопросы собственности. В связи с тяжелой налоговой нагрузкой они существуют как группы небольших коммерческих

¹ Как следствие, Россия представляет собой пример долговой экономики, система финансирования которой основывается, в первую очередь, на долговых обязательствах. Даже в период наивысшего подъема российского рынка акций в 1996–1997 гг. масса внутренних долговых обязательств, включая векселя, в несколько раз превышала капитализацию рынка акций. Более 80% оборотов российского рынка акций формируется всего лишь пятью акциями. Интерес к рыночной оценке акций возникает только при подготовке продажи крупных и контрольных пакетов акций либо при получении заемных средств (залог акций, прозрачность компании и наличие ее биржевой истории).

² По данным регионального отделения ФСФР России в Центральном федеральном округе.

³ На мировых фондовых рынках одним из самых привлекательных сегментов на рынке считаются «молодые компании роста» и «сектор высокотехнологичных компаний». Для них создаются специальные рынки акций («Small Caps» в США, «New Markets» в Европе), через их акции финансируются инновации в реальном секторе экономики. В России также существует большая группа компаний, которые являются типичными молодыми компаниями роста и которые могут быть выведены на рынок акций. Например, торговые предприятия, которые начали инвестировать в производство и создание отечественных «брендов», небольшие компании высоких технологий, существующие на базе академических институтов, быстро развивающаяся информационная отрасль.

организаций, созданных для оптимизации налогов, включая, в том числе, оффшорные компании и компании, созданные в российских регионах, имеющих льготный режим налогообложения. Открыться для них — значит понести потери и принять на себя политический риск, которого они до этого избегали. Абсолютное большинство таких компаний, по экспертным оценкам, еще не готово консолидироваться и превратиться в крупные и прозрачные акционерные общества.

В ситуации незаконченности урегулирования отношений собственности, а также преобладания контролирующих и крупных акционеров накладывает свой отпечаток и политическая нестабильность, которая предопределяет высокую конфликтность интересов между держателями крупных пакетов акций в структуре управления акционерным капиталом. Как и в любой стране с переходной экономикой, в ближайшем будущем в России с неизбежностью будут продолжаться процессы перераспределения собственности. В результате для предприятий с нерешенными конфликтами интересов практически заказан полноценный выход на публичный рынок акций, так как они не могут быть привлекательными для инвесторов из-за неспособности повышать свою капитализацию и высокой волатильности их рыночной стоимости.

Наконец, к числу проявлений неурегулированности отношений собственности следует отнести тот факт, что, по экспертным оценкам, добавочные капиталы до сих пор не превращены в акции практически у половины предприятий. Подобное состояние дел в крупнейших российских предприятиях проиллюстрировано в табл. 2.

Таким образом, можно утверждать, что в нашей стране искусственно отсутствует масса акций, необходимых для обращения, а акционерные капиталы многократно занижены.

Таблица 2

Соотношение акционерного и добавочного капитала по выборке крупных эмитентов¹

Показатель	ЮКОС	Тюменская нефтяная компания	Лукойл	Норильский никель	Татнефть	Сургутнефтегаз	РАО ЕЭС	Новолипецкий металлургический комбинат	Челябинский металлургический комбинат
Акционерный капитал, млн руб.	8,9	7,9	21,3	213,9	2326,2	43428,0	21558,5	5993,2	3,2
Добавочный капитал, млн руб.	259 367	12 520	14 084	48 380	38 031	315 897	121 336	10 464	0
Коэффициент «Добавочный капитал / Акционерный капитал»	28 986,5	1583,2	662,3	226,2	16,3	7,3	5,6	1,7	0,0

Под воздействием отмеченной распространенности неурегулированных конфликтов интересов и нарушений прав акционеров у инвесторов и других участников рынка формируется мнение о низком уровне корпоративного управления в российских предприятиях. На эту позицию не влияет даже тот факт, что российское акционерное законодательство соответствует, в основном, международной практике.

По данным ряда экспертных оценок, требования в части раскрытия информации о своей деятельности на рынке ценных бумаг выполняет только около 50% российских компаний-эмитентов. Наряду с отмеченной незаинте-

¹ Источник: данные системы раскрытия информации РТС «СКРИН» (<http://www.skrin.ru>), системы раскрытия информации ИНТЕРФАКС (<http://disclosure.interfax.ru>). Сведения приведены по состоянию на 01.01.2004.

ресованностью эмитентов в разводнении акционерных капиталов, это может свидетельствовать об отсутствии в России полноценной системы раскрытия информации на рынке ценных бумаг, а также о несформированности у инвесторов достаточных условий для оценки инвестиционной привлекательности предприятий, что характерно для информационно-прозрачного фондового рынка.

В то же время не следует считать, что диспропорции российского фондового рынка зависят исключительно от проблем в области совокупного предложения ценных бумаг. В течение длительного времени существенной чертой российского рынка, оказывающей не менее негативное воздействие, является ограниченность спроса на ценные бумаги, вызванная дефицитом денежных ресурсов. К числу причин неразвитости спроса, кроме того, можно отнести недоверие инвесторов, экономическую невыгодность для мелких акционеров быть собственниками ценных бумаг (сформированную под воздействием практики массовой невыплаты дивидендов, разводнения акционерных капиталов, неликвидности акций большинства эмитентов), практически полное отсутствие целого класса институциональных инвесторов, преимущественно спекулятивный настрой держателей российских ценных бумаг, ориентацию операторов рынка и финансовых продуктов на оптовых, прежде всего, иностранных инвесторов, а также несовпадение структуры фондового бизнеса с потребностью обслуживания розничного, массового инвестора.

Текущая ситуация в нашей стране отличается ограниченностью объема потенциальных внутренних денежных ресурсов, которые могут быть направлены на фондовый рынок. Можно отметить присущие России в 90-е годы заниженную монетизацию экономики, отвлечение государством большей части денежных ресурсов для покрытия своих текущих потребностей, формирование населением основной части своих сбережений в наличных долларах США и вывоз капитала. Совокупность этих факторов предопределила достигающий, по экспертным оценкам, 40—70% от потребности острый дефицит денежных средств на цели инвестиций. Далее приведена статистическая оценка потенциального совокупного спроса на отечественном фондовом рынке.

В табл. 3 содержатся результаты анализа предельных размеров спроса на ценные бумаги за счет наличных рублей и банковских счетов внутри России. В соответствии с представленными данными, в целом по России в конце 2003 г. находящиеся в банковской системе денежные средства населения, которые могут быть вложены в эмиссионные ценные бумаги (акции и облигации), примерно в 5,7 раза превышали готовые для инвестирования средства предприятий и составляли при этом 605,5 млрд руб. или 20,6 млрд долл. Оценка инвестиционного потенциала населения в части находящихся в банковской системе средств, проведенная с помощью схожих расчетов, в конце мая 2000 г. составила 87,2 млрд руб. (3—3,2 млрд долл.) (Миркин, 2000), в конце сентября 2001 г. — 188,5 млрд руб. (6—6,2 млрд долл.), в конце сентября 2002 г. — 339,4 млрд руб. (10,5—10,7 млрд долл.). Учитывая, что в соответствии с официальными прогнозами потребности в средствах для финансирования экономического роста в ближайшие несколько лет составляют 400—450 млрд долл.¹, подобные суммы выглядят относительно небольшими. При этом они все же значительно превышают финансовые возможности предприятий для инвестирования с их банковских счетов в эмиссионные ценные бумаги внутри России (примерно 3,6 млрд долл. на конец 2003 г.,

¹ Отчет о конференции, посвященной инвестиционному климату в РФ, организованной Американской торговой палатой, Экспертным институтом при участии Центра стратегических разработок и Министерства иностранных дел России (Москва, 23 февраля 2000 г.) (<http://www.diplomat-cd.ru>).

Таблица 3

Пределные размеры спроса на ценные бумаги (банковские счета и рублевая наличность)¹

Показатель	Наличные деньги в обращении, млрд руб.	Счета до востребования, млрд руб.	Всего депозиты, млрд руб.	В том числе на срок, млрд. руб.					от 1 года до 3 лет	свыше 3 лет
				до 30 дней	от 31 до 90 дней	от 91 до 180 дней	от 181 дня до 1 года	от 1 года до 3 лет		
Счета в рублях										
Население	—	205,9	869,1	1,1	32,0	197,1	173,2	441,1	24,5	
Предприятия	—	6,6	150,0	18,5	43,6	27,5	32,2	17,9	10,2	
Счета в иностранной валюте (в пересчете на рубли)										
Население	—	78,7	386,1	0,5	9,7	58,7	120,8	186,3	10,1	
Предприятия	—	0,5	155,4	7,4	20,6	29,2	28,3	55,0	14,9	
Оценка доли денежных ресурсов, которые могут быть вложены в акции и облигации, %	5 (масса денег в обращении — 1147,0 млрд руб.)	5	—	10	20	30	40	50	50	
Оценка денежных ресурсов, которые могут быть вложены населением	57,4	14,2	—	0,2	8,3	76,8	117,6	313,7	17,3	
Оценка денежных ресурсов, которые могут быть вложены предприятиями	—	0,4	—	2,6	12,8	17,0	24,2	36,5	12,5	
Итого может быть вложено населением — 605,5 млрд руб.				Итого может быть вложено предприятиями — 106,0 млрд руб.						

¹ Рассчитано по данным Банка России на конец 2003 г. (<http://www.cbr.ru>). Не включены средства банков, находящиеся на депозитах (без разбивки по срокам) и на корреспондентских счетах кредитных организаций в Банке России (во избежание повторного счета).

2.6 млрд долл. — на конец сентября 2002 г., 2.7 млрд долл. — на конец сентября 2001 г., 2 млрд долл. — на конец мая 2000 г.).

Накопления населения в наличной валюте, сформированные в 1990-е гг. в секторе домашних хозяйств, представляют собой более значительный резерв для финансирования вложений в акции и оцениваются в 50—70 млрд долл. (прирост наличной валюты у резидентов в секторах нефинансовых предприятий и домашних хозяйств составил внутри страны в 1996 г. 9,0 млрд долл., в 1997 г. — 13,4 млрд долл.;¹ в 1998 г. произошло сокращение валютной наличности на 0,9 млрд долл.²). При этом необходимо учитывать средства российского населения за рубежом. При существующем в стране уровне рисков вывезенные за границу российские капиталы (в объеме 160—170 млрд долл. за период 1992—2000 гг. (Смородинская, 2001)) не могут быть привлечены на цели инвестиций немедленно, и, кроме того, их значительная часть (по экспертным оценкам, не менее 50%) имеет неликвидную форму (недвижимость, вложения в бизнес за пределами России, страховые запасы в иностранных банках, обустройство семей и т. п.). При самом оптимистическом сценарии вывезенные за рубеж российские деньги, по экспертным оценкам, способны обеспечить не более 30—40 млрд долл. инвестиций в российские ценные бумаги (то есть 20% от общей суммы вывезенных капиталов). В то же время можно предположить, что эти деньги и сейчас имеют определенное отношение к финансовому рынку — часть из них находится в прямых инвестициях в российские предприятия, часть — активно инвестируется в иностранные, прежде всего, американские акции (кроме того, до августа 1998 г. часть этих денег, как известно, через РТС и оффшорные счета уже присутствовала на рынке ГКО и акций). Как было установлено в процессе выполнения расчетов, вложения российских инвесторов в американский рынок акций за период с 1995 по 2003 г. составляли не менее 49% вложений американских инвесторов в российский рынок, причем в 2000 г. они в 1,75 раза превышали инвестиции из США в российские акции³.

В табл. 4 приведены итоговые расчеты формирующего спрос на российские ценные бумаги внутренних денежных ресурсов. При этом в данном случае также проявляется значительная макроэкономическая роль Москвы — от 20 до 40% этих денег, по экспертным оценкам, либо физически размещено в Москве, через которую проходит более 90% фондовых оборотов, либо находится в распоряжении лиц, постоянно проживающих в российской столице (Региональный рынок ценных бумаг..., 1996).

Капитализация фондового рынка может быть значительно увеличена при поступлении на него способных покрыть часть потребности на модернизацию экономики денежных средств, образующих рассчитанный потенциальный совокупный спрос. В случае присутствия этих денег на рынке появляется возможность «разогреть» рынок за счет внутреннего спроса и, тем самым, создать условия для прихода стратегических иностранных инвестиций. С другой стороны,

¹ По данным Банка России (балансы движения наличной иностранной валюты, приложения к отчетам Банка России за 1997 г. и 1998 г.).

² Эта оценка подтверждается данными Федеральной резервной системы и Казначейства США об использовании другими странами наличных долларов как средства накопления и платежа. Российское население является самым крупным в мире держателем наличных долларов (кроме самих США) — 60 млрд долл. — более 40% долларовой массы по обследованному кругу стран и более 10% всей массы долларов в обращении (включая наличность, обращающуюся в США). По оценке, не менее 60—70% указанной суммы (оптимистический сценарий) являются страховым запасом, распределенным среди различных групп населения. В итоге для инвестирования пригодно 20—25 млрд долл. (в основном, в крупных российских городах в сбережениях среднего класса поколения 25—45-летних) (рассчитано по данным, приведенным в (The Use and Counterfeiting..., 2000).

³ Рассчитано по данным «U.S. Treasury Bulletin» (<http://www.treas.gov>).

без этих долгосрочных денежных ресурсов фондовый рынок будет по-прежнему носить преимущественно спекулятивный характер, являясь существенно ограниченным в размерах денежного спроса и в способности привлекать инвестиции в реальный сектор.

Таблица 4

Оценка потенциального внутреннего спроса на российские ценные бумаги¹

Вид денежных ресурсов	Оптимистический сценарий	Умеренный сценарий
Население		
Счета в российских банках и наличные денежные средства	20—21 млрд долл.	10 млрд долл.
Наличная валюта в долларах США	20—25 млрд долл.	10—12 млрд долл.
Денежные накопления, вывезенные за границу	30—40 млрд долл.	15—20 млрд долл.
Предприятия		
Счета в российских банках	4 млрд долл.	2 млрд долл.
Итого	74—90 млрд долл.	37—44 млрд долл.

Увеличение спроса на фондовом рынке с середины 1990-х гг. испытывает на себе кризис доверия к ценным бумагам как к финансовым активам. Этот кризис, во многом, был вызван понесенными инвесторами масштабными потерями при работе со связанными с выпуском суррогатов ценных бумаг и акций на предъявителя финансовыми пирамидами и самокотировкой акций эмитентами на внебиржевом рынке. Дополнительными усугубляющими кризис доверия факторами выступили убытки инвесторов из-за многократного (более чем в 10 раз) падения курсов акций и проблем с внутренним государственным долгом в октябре 1997—1998 гг., а также конфликты интересов акционеров, решаемые, как правило, не в пользу меньшинства.

Схожее влияние на инвестиционное поведение населения оказывает и кризис доверия к государству как к эмитенту ценных бумаг, в очередной раз проявившийся после дефолта по ГКО — ОФЗ в августе 1998 г. При этом истоки подобного отношения лежат еще в советской практике выпуска облигационных займов для населения в 20-х — 90-х гг. XX в.

Наконец, не добавляет доверия к ценным бумагам у инвесторов и распространенное на рынке манипулирование с использованием нечестных клиентских практик и базирующейся на служебной информации торговли.

В результате ценные бумаги (прежде всего, акции) рассматриваются внутренними инвесторами как обладающие исключительно высоким риском финансовые активы. Поэтому вполне естественно, что вложение средств в них осуществляется в последнюю очередь и имеет целью, как правило, спекулятивную деятельность, направленную на получение покрывающих риск сверхвысоких доходов.

Недоверие, присущее розничным инвесторам по отношению к инструментам фондового рынка, демонстрируется статистикой денежных расходов населения (см. табл. 5)².

¹ Составлено на основе данных табл. 3 и приведенного выше в тексте анализа размера вывезенных за рубеж средств.

² В 1990-е гг. население предпочитало иностранную валюту (прежде всего, доллары США) в качестве средства сбережения, в этот актив вкладывалось 60—85% свободных денежных средств. На долю организованных сбережений приходилось 10—25% свободных средств населения. По оценке, только доли процента вкладывались в ценные бумаги, остальные средства направлялись на банковские счета, прежде всего, в Сберегательный банк (около 80% организованных сбережений населения, из них примерно половина — пенсионные средства) (см. «Основные направления единой государственной денежно-кредитной политики на 2001 г.», <http://www.cbr.ru>).

Таблица 5

Структура спроса населения на финансовые инструменты¹

Показатель	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003
Прирост сбережений, наличных денег и валюты на руках у населения, %, в том числе:	100	100	100	100	100	100	100	100	100
организованные сбережения (счета в банках, ценные бумаги), % к итогу	21,9	19,5	8,8	7,5	26,0	32,2	54,0	59,0	54,9
покупка валюты, % к итогу	62,7	74,9	84,6	81,1	59,8	47,2	34,2	31,0	32,8
наличные, % к итогу	15,4	5,6	6,7	11,3	14,3	20,6	11,8	9,9	12,3

Если до 1998 г. вложения в акции осуществлялись лишь узкой группой работающих с портфелями размером в 0,05—1,0 млн долл. предпринимателей, т. е. розничное инвестирование в этом сегменте фондового рынка фактически отсутствовало, то с введением в 1999—2000 гг. в Москве налоговых льгот для населения по доходам от сделок с ценными бумагами, созданием розничных фондовых центров, развитием Интернет-технологий инвестирования и кредитования под залог ценных бумаг (маржинального кредитования) к операциям с акциями в массовом порядке перешли относящиеся к среднему классу розничные инвесторы, осуществляющие вложения в пределах 5—15 тыс. долл. Расчеты, представленные в табл. 6, демонстрируют динамику развития их операций на рынке, наблюдавшуюся на начальном этапе.

Таблица 6

Развитие операций розничных инвесторов в Москве во взаимосвязи с ростом оборотов по акциям на ММВБ²

Показатель	1999			2000				2001
	II квартал	III квартал	IV квартал	I квартал	II квартал	III квартал	IV квартал	I квартал
Число розничных инвесторов, ведущих в Москве операции с ценными бумагами, %	100 (8,2 тыс. чел.)	129	159	174	238	478	522	483 (39,5 тыс. чел.)
Обороты по акциям на ММВБ, млн долл.	499	832	1483	3518	3525	5027	4930	4959
Операции с ценными бумагами розничных инвесторов Москвы, млн долл.	118	147	613	1068	1086	1945	3563	1878
Операции розничных инвесторов Москвы / оборот по акциям ММВБ	0,236	0,177	0,413	0,304	0,308	0,387	0,723	0,379

Как видно, за период со II квартала 1999 г. по I квартал 2001 г. произошло сопоставимое с ростом оборотов ММВБ (прежде всего, за счет акций РАО ЕЭС) в 9,9 раз увеличение числа розничных инвесторов в Москве в 4,8 раза и объема их операций в 15,9 раз³.

¹ Данные статистических приложений (балансы денежных доходов и расходов населения) к годовым отчетам Банка России.

² Рассчитано на основе данных ММВБ и отчетности регионального отделения ФСФР России в Центральном федеральном округе. В расчетах использованы среднеквартальные значения валютного курса, устанавливаемого Банком России.

³ Появлению новой группы инвесторов на российском рынке акций необходимо дать позитивную оценку. Вместе с тем, их численность по-прежнему крайне невелика в сравнении с той розничной базой для инвестирования, которая могла бы дать реальную динамику роста капитализации рынка акций. Кроме того, эти инвесторы действуют преимущественно как краткосрочные спекулянты, что увеличивает рыночный риск и формирует высокую волатильность капитализации рынка акций.

В то же время ресурсы, формирующие спрос на фондовом рынке, по-прежнему остаются ограниченными, причем это справедливо как применительно к розничным, так и в отношении институциональных инвесторов. В частности, перестали, как известно, в качестве отдельной отрасли существовать чековые инвестиционные фонды (в середине 1990-х гг. их было более 500), вложения банков в акции на открытом рынке не превышали в конце 2003 г. 2,6 млрд долл.¹ Невелики активы пенсионных фондов, составляющие по состоянию на 31.08.2004 г. 5,1 млрд долл.² Чистые активы паевых инвестиционных фондов в конце 2004 г. оценивались величиной порядка 3,9 млрд долл.³

Следует отметить высокую долю, занимаемую нерезидентами (в основном, спекулятивными иностранными инвесторами) на отечественном фондовом рынке. Летом 1998 г. на организованном рынке акций она составляла более 65%, на биржевом рынке государственных ценных бумаг — примерно 35%. Несмотря на значительное падение относительных размеров присутствия иностранных участников на фондовом рынке России после кризиса августа 1998 г., на рынок акций вошли спекулятивные розничные инвесторы. При этом сохранилась основа для стремительного движения «горячих» денег, поскольку как и до кризиса, денежные расчеты по акциям в РТС после 1998 г., по экспертным оценкам, на 95% совершаются по банковским счетам за рубежом. Кроме того, доминирующую роль на российском рынке акций по-прежнему играет устойчивая группа из небольшого числа профессиональных иностранных инвесторов.

В 90-е гг. XX в. от «прихода» или «ухода» иностранных инвесторов в значительной степени зависела конъюнктура фондового рынка России — курсовая динамика и объем совершенных сделок с акциями определялись именно потоками «горячих денег» нерезидентов. Учитывая эту зависимость конъюнктуры внутренних рынков от динамики инвестиций нерезидентов, правомерно говорить о краткосрочном спекулятивном характере российского рынка акций при крайне сильной зависимости от «горячих» денег иностранных инвесторов.

Исследуя место России в ряду экономик зарубежных стран, необходимо отметить, что роли национальных фондовых рынков в совокупной структуре мирового рынка ценных бумаг существенно различаются. Оказывая значительное влияние на динамику других национальных фондовых рынков, доминирующее положение занимает рынок США, на который приходится примерно 45—50% мировой капитализации рынков акций. 75% мировой капитализации образуют рынки акций стран «большой семерки» (Великобритания, Германия, Италия, Канада, США, Франция, Япония). Такой расклад сил означает подавляющее преимущество рынка США и группы рынков индустриального мира, тем более что доля формирующихся рынков суммарно не превышает 15% мировой капитализации.

Демонстрацией доминирующей роли рынка США по отношению как к формирующимся рынкам, так и к рынкам ценных бумаг индустриальных стран, могут служить данные, представленные в табл. 7. Несмотря на некоторое уменьшение доли, занимаемой американским рынком в мировой капитализации рынков акций, в связи с опережающим развитием формирующихся рынков в последнее десятилетие (с 53,1% в 1980 г. до 41,9% в 1996 г., что, однако, не нарушает тезиса о доминантности), после кризиса 1997—1998 гг. ситуация близка к исходной расстановке сил, и в 1998—2003 гг. доля рынка США в мире вновь возросла до 45—47%.

¹ Данные Бюллетеня банковской статистики, выпускаемого Банком России. Используется показатель «Вложения кредитных организаций в прочие акции».

² Данные Инспекции негосударственных пенсионных фондов о собственном имуществе НПФ (<http://npfinsp.mintrud.ru>).

³ Данные Национальной лиги управляющих (<http://www.nlu.ru>).

Таблица 7

Роль США в формировании мировых рынков ценных бумаг¹

Показатель	1980	1996	1998	2001	2003
Доля США в капитализации рынков акций развитых стран, %	53,0	47,3	53,8	51,3	52,3
Доля США в капитализации рынков акций всего мира, %	53,1	41,9	50,1	47,9	45,7

Особенно сильного проявления доминирующее влияние рынка США достигает в моменты рыночных шоков. Существует масса примеров, когда возникшая на Нью-Йоркской фондовой бирже или в NASDAQ негативная конъюнктура незамедлительно распространялась на рынки других стран. С другой стороны, под воздействием быстрого повышения фондовых индексов в США повсеместно также начинается рост курсов ценных бумаг.

Внутренний фондовый рынок России не является исключением в плане зависимости от возмущений американского рынка — капитализация российского рынка акций в большой степени подвержена влиянию рыночных шоков на рынке акций США. В 2003 г. коэффициент корреляции между указанными рынками достиг 0,951, что, по сути, означало функциональную зависимость капитализации рынка акций России от динамики рыночной стоимости акций на фондовом рынке США².

Следует отметить, что зависимость российского фондового рынка от внешних рынков ценных бумаг проявляется не только в случае США. Результаты статистического анализа свидетельствуют также и о существовании взаимозависимости с рядом других, в частности формирующихся, рынков.

Например, в случае использования длинных динамических рядов можно обнаружить определенные совпадения динамики капитализации российского рынка акций с поведением рынков стран Латинской Америки³ (см. табл. 8).

Таблица 8

Связь динамики рынков ценных бумаг России и стран Латинской Америки⁴

	Бразилия	Венесуэла	Колумбия	Перу	Чили	Мексика
Коэффициенты корреляции между фондовыми индексами России и других формирующихся рынков (декабрь 1995 г. — декабрь 2003 г.)	0,339	0,535	0,346	0,523	0,183	0,548

Обращает на себя особое внимание тот факт, что во времена кризисов наблюдаются значительно более высокие коэффициенты корреляции рынков по

¹ Рассчитано по данным World Federation of Exchanges database (<http://www.world-exchanges.org>).

² Расчеты выполнены по значениям семейства индексов Morgan Stanley Capital International, рассчитанным для России и США (<http://www.msci.com>).

³ Как видно, достаточно сильная корреляция наблюдается при сравнении динамики фондовых рынков России и Бразилии. Во многом это вызвано значительными совпадениями экономических показателей этих стран и склонностью инвесторов рассматривать Россию и Бразилию как схожие объекты инвестирования средств в акции. Взаимосвязь между указанными рынками проявилась и в период финансового кризиса в России в августе 1998 г. Немедленно за его наступлением иностранные инвесторы начали массовую ликвидацию портфельных инвестиций на рынке Бразилии, превращая их в долларовую наличность. Масштабное бегство капитала привело к острому финансовому кризису (крах рынка акций, девальвация национальной валюты, обесценение бразильских облигаций — вслед за российскими — на внешних рынках, падение золотовалютных резервов и т. п.). Одним из предполагаемых каналов взаимосвязи были операции германских банков, которые вслед за потерями в России закрывали свои позиции в Бразилии, восстанавливая ликвидность.

⁴ Расчеты выполнены по значениям семейства индексов MSCI, рассчитанным для России и соответствующих стран за 1995—2003 гг.

сравнению с периодами стабильной ценовой конъюнктуры. В частности, сравнение табл. 9 и 8 позволяет отметить резкое усиление связи рынков стран Латинской Америки с российским рынком в кризисном 1998 г.

Таблица 9

Усиление связи динамики рынков ценных бумаг России и стран Латинской Америки в кризисный период¹

Показатель	Бразилия	Венесуэла	Колумбия	Перу	Чили	Мексика
Коэффициенты корреляции между фондовыми индексами России и других формирующихся рынков (январь 1998 г. — декабрь 1998 г.)	0,958	0,936	0,903	0,852	0,941	0,947
Коэффициенты корреляции, рассчитанные в табл. 8	0,339	0,535	0,346	0,523	0,183	0,548

Таким образом, в период рыночных шоков инвесторы демонстрируют цепную реакцию ухода из всего пространства формирующихся рынков, даже несмотря на слабую связь последних друг с другом или имеющуюся на них противоположную ценовую динамику. Этот аргумент также свидетельствует в пользу вывода о масштабном воздействии формирующихся рынков друг на друга.

Несколько более слабыми по сравнению со случаем Латинской Америки, но не нарушающими сформулированного вывода являются проявления синхронности ценовой конъюнктуры российского рынка акций и формирующихся рынков Азии и Европы. В обычных условиях указанные рынки имеют мало связей (см. табл. 10 и 11, строки с данными за 1995—2003 г.), тогда как в условиях повышенной волатильности в 1998 г. из-за испытываемых отдельными формируемыми рынками рыночных шоков риски и бегство капитала немедленно переносились международными инвесторами на другие рынки. На пике кризиса в 1998 г. фактически возникла функциональная зависимость между российским рынком и большинством рынков с обычно автономной от него динамикой (см. табл. 10 и 11, строки с данными за 1998 г.).

Таблица 10

Связь динамики рынков ценных бумаг России и стран Азии²

Коэффициенты корреляции между фондовыми индексами	Взаимосвязь рынка акций России с рынками Азии								
	Индонезия	Малайзия	Таиланд	Сингапур	Филиппины	Индия	Пакистан	Тайвань	Корея
Россия (декабрь 1995 г. — декабрь 2003 г.)	-0,012	0,049	-0,233	-0,173	-0,240	0,271	0,410	0,117	0,074
Россия (январь 1998 г. — декабрь 1998 г.)	0,716	0,943	0,720	0,740	0,660	0,937	0,901	0,887	0,077

Таблица 11

Связь динамики рынков ценных бумаг России и стран Европы³

Коэффициенты корреляции между фондовыми индексами	Взаимосвязь рынка акций России с рынками Европы			
	Польша	Венгрия	Чехия	Турция
Россия (декабрь 1995 г. — декабрь 2003 г.)	0,052	0,454	0,540	0,113
Россия (январь 1998 г. — декабрь 1998 г.)	0,815	0,777	0,487	0,856

¹ Расчеты выполнены по значениям семейства индексов MSCI, рассчитанным для России и соответствующих стран за 1995—2003 гг.

² Расчеты выполнены по значениям семейства индексов MSCI, рассчитанным для России и соответствующих стран за 1995—2003 гг.

³ Расчеты выполнены по значениям семейства индексов MSCI, рассчитанным для России и соответствующих стран за 1995—2003 гг.

Необходимо также подчеркнуть, что фондовый рынок представляет собой один из институтов рыночной экономики, конкурентоспособностью которого определяется эффективность экономики страны. За доминирование на различных сегментах фондового рынка, совокупность которых образует рынок ценных бумаг в целом, конкурируют различные структуры. В частности, сам факт наличия конкуренции на рынке услуг организаторов торговли играет особую роль в повышении качества данных услуг и снижении операционных издержек участников рынка. При этом отмеченное положение справедливо как на внутреннем фондовом рынке, так и на международных рынках капиталов.

На российском рынке акций можно выделить два основных сегмента, первым из которых является непосредственно рынок выпускаемых отечественными компаниями акций, а вторым — рынок эмитируемых депозитариями за рубежом депозитарных расписок на указанные акции. Для лучшего понимания механизмов взаимодействия рынка акций российских эмитентов с зарубежными рынками акций целесообразно, взяв за критерий выделения этапов положение конкурентов на данном рынке, рассмотреть три этапа эволюции в его развитии, каждый из которых характеризуется значительными различиями в состоянии конкурентоспособности. При этом следует подчеркнуть, что определяющие динамику отмеченных этапов причины изменений соотношения сил на рынке акций российских эмитентов необходимо искать в вызвавших изменения баланса спроса и предложения на акции российских акционерных обществ переменах приоритетов эмитентов и инвесторов на рынке капиталов.

К первому этапу относится послекризисный период с 1998 по 2001 г. На протяжении этого этапа доля ММВБ как организатора торговли акциями российских эмитентов существенно выросла — с 5,4% в 1998 г. до 52,0% в 2001 г.¹ Одновременно с этим происходило значительное сокращение рыночной доли РТС — с 30,4% в 1998 г. до 9,3% в 2001 г. Уменьшилась также и доля Лондонской фондовой биржи — с 64,2% в 1998 г. до 37,3% в 2001 г.

Отмеченное увеличение объемов биржевых торгов акциями отечественных компаний на ММВБ, которое наблюдалось на протяжении первого этапа, как представляется, можно объяснить сменой интересов получивших в процессе приватизации контроль над крупнейшими российскими компаниями новых собственников в сторону создания ликвидного биржевого рынка акций данных компаний как инструмента наращивания их капитализации до рыночного уровня. В числе других причин можно назвать возобновление внимания к российскому рынку акций спекулятивных внутренних инвесторов, оправившихся после кризиса 1998 г., а также переход к современному информационным технологиям в процессах биржевой торговли и расчетов на ММВБ.

По свидетельству экспертов, в структуре собственности приватизированных компаний, начиная с середины 1990-х гг., устойчиво обозначились три основные тенденции, определяющие направления перехода прав собственности. Можно говорить о возрастании роли частных лиц по сравнению с государством, аутсайдеров (финансовых групп и нерезидентов) по сравнению с инсайдерами (в частности, менеджментом компаний), а также администрации по сравнению с работниками. Так, например, за период с 1995 г. по 2003 г. доля аутсайдеров возросла с 35,2 до 44,0%, тогда как доля инсайдеров сократилась с 54,8 до 46,0% (Капелюшников, 2004). Сам процесс приватизации также привел к ак-

¹ Рассчитано по данным, опубликованным в Интернете торговыми системами: ММВБ, РТС, МФБ, Deutsche Boerse (Германия, в целом по всем биржам, входящим в систему Немецкой биржи), LSE, включая SEAQ (Великобритания), NYSE, PORTAL (США). Таким образом, мониторингом охвачены все крупнейшие организованные рынки российских акций и депозитарных расписок на них (по экспертным оценкам, более 95% оборота). Данные пересчитаны в доллары США по курсам на соответствующие моменты времени. Общий объем биржевых торгов находится путем суммирования оборотов акций на российских биржах и оборотов депозитарных расписок на зарубежных биржах.

тивному развитию внебиржевой торговли акциями — финансовыми посредниками, действовавшими в интересах менеджмента компаний и аутсайдеров, осуществлялась скупка акций приватизированных компаний в регионах у их работников и у других граждан, получивших акции в обмен на ваучеры. При этом каждая биржа заняла свою нишу — брокеры приобретали мелкие пакеты акций на ММВБ, консолидировали их, после чего продавали нерезидентам (в том числе оффшорным компаниям, созданным российскими участниками рынка) за валюту через РТС¹.

Последовавшие после приватизации изменения в поведении крупного бизнеса также способствовали развитию отечественного внутреннего рынка капиталов. Рост эффективности хозяйствования сопровождался усилением интереса крупных приватизированных компаний к вхождению в стратегический альянс с транснациональными корпорациями с целью формирования долгосрочной стратегии развития. Учитывая, что создание таких альянсов на условиях равноправия сторон невозможно без доведения рыночной капитализации до уровня, соответствующего внутренней стоимости акций, владельцы крупнейших предприятий стали уделять гораздо большее внимание вопросам взаимодействия с российскими биржами, так как стремительного роста капитализации компаний позволял добиться допуск к обращению на ММВБ и в РТС даже небольших пакетов акций (составлявших лишь несколько процентов от общего объема выпуска).

В табл. 12 содержатся сведения о росте капитализации отечественных компаний и объемах торгов на российских биржах.

Таблица 12

Капитализация, ликвидность и волатильность российского рынка акций²

	1998	1999	2000	2001	2002	2003
Капитализация, млрд долл.	18,0	54,0	43,9	82,9	114,7	197,2
Объем торгов по сделкам с акциями (на ММВБ, РТС, МФБ), млрд долл.	11,7	6,0	23,3	29,5	42,5	83,4
Волатильность (среднеквадратическое отклонение темпов роста) индекса РТС	0,045	0,035	0,034	0,023	0,019	0,019

Как свидетельствуют данные табл. 12, на биржевом рынке акций процессы увеличения капитализации российских компаний и повышения объемов торгов происходили одновременно. В то же время темпы роста капитализации превосходили темпы роста объемов торгов. В частности, за период с 1998 по 2003 г. капитализация отечественных компаний увеличилась с 18 млрд долл. до 197 млрд долл., или в 11 раз, тогда как объем торгов акциями на российских биржах увеличился за тот же период с 12 млрд долл. до 83 млрд долл., т. е. в 7 раз. Такому резкому росту российского рынка акций во многом способствовало снижение рисков, измеряемых показателем среднеквадратического отклонения относительных изменений цен активов.

¹ В 1999 г. между расчетными депозитариями ММВБ и РТС было организовано междепозитарное взаимодействие («мост»), позволившее заметно облегчить встречные потоки акций между российским и зарубежными рынками. «Приливы» и «отливы» акций на российском рынке стали следовать явно выраженным закономерностям. Рост цен на акции, включая депозитарные расписки на глобальных рынках, порождал дополнительный спрос на акции российских эмитентов. В целях удовлетворения данного спроса российские брокеры приобретали «голубые фишки» на ММВБ и с помощью «моста» вводили данные пакеты из расчетного депозитария ММВБ в расчетный депозитарий РТС. После этого акции продавались в РТС или на внебиржевом рынке и уходили за рубеж. Наоборот, при падении цен на глобальных рынках акции российских эмитентов тем же путем возвращались в расчетный депозитарий ММВБ и продавались мелкими пакетами на данной бирже.

² Рассчитано по данным Минэкономразвития (<http://www.economy.gov.ru>), бирж ММВБ, РТС и МФБ.

Приход на рынок склонных к спекулятивным краткосрочным вложениям в акции внутренних мелких инвесторов стал еще одним фактором роста спроса на отечественном рынке акций в 1998—2001 гг. Такое положение дел было вызвано тем фактом, что после двух посткризисных лет отрицательной доходности акций в 2000 г. произошел их стремительный рост: если в 1998 г., исходя из своего среднегодового значения, индекс РТС принес отрицательную доходность в размере — 54,1% годовых, а в 1999 г. — 46,2% годовых, то в 2000 г. доходность вложений в данный индекс составила +100,1%.

Немаловажным фактором роста доли ММВБ на рынке по сравнению с другими фондовыми биржами в рассматриваемый период стало внедрение новых информационных технологий для поддержки биржевой торговли и расчетов. За счет реализации проекта, в котором с помощью Интернет мелкие инвесторы, являющиеся клиентами брокеров, получили возможность участвовать в биржевых торгах в режиме реального времени, получать информацию о ходе торгов, а также самостоятельно формировать заявки на покупку и продажу ценных бумаг, которые оперативно через интерфейс с брокером попадали в торговую систему, ММВБ удалось значительно расширить круг участников биржевых торгов. В указанный период на ММВБ через Интернет совершалось 70% биржевых сделок. В последующие годы темпы технологического совершенствования систем Интернет-торговли на РТС и ММВБ примерно совпадали, однако за счет более раннего выхода на рынок ММВБ по-прежнему продолжала оставаться в более выигрышном положении¹.

Однако перечисленные выше новые источники спроса на акции российских компаний, проявившиеся в течение первого этапа, по своей природе имели краткосрочный характер. Во-первых, приобретение акций менеджментом носило характер разовой операции, в результате чего объемы сделок подобного рода сокращались по мере концентрации контрольных пакетов акций. Во-вторых, заинтересованные в первоначальном наращивании капитализации крупные собственники постепенно доводили свои намерения до логического завершения, реализуя пакеты акций стратегическим инвесторам, после чего ставшие частью транснациональных корпораций предприятия с неизбежностью уходили на глобальные рынки капиталов для поддержания конкурентоспособности. Наконец, в-третьих, сами по себе не могут поддерживать высокий спрос на акции российских компаний весьма ограниченные ресурсы внутренних спекулятивных инвесторов.

Второй этап в эволюции конкурентоспособности российского рынка акций приходится на период с 2002 по 2003 г. и характеризуется как период временного равновесия сил бирж-конкурентов. В указанные годы несколько уменьшилась доля ММВБ как организатора торговли акциями российских эмитентов — с 52,0% до 45,8%, тогда как доля Лондонской фондовой биржи возросла с 37,3% до 46,9%. При этом заметно ослабила свои конкурентные позиции на рынке акций РТС — ее доля на рынке уменьшилась с 9,3% до 3,2%.

На этом этапе развития рынка акций наблюдалось отсутствие заметного притока новых категорий инвесторов: число участников биржевой торговли практически не росло, основную их массу составляли внутренние инвесторы, склонные к краткосрочным спекулятивным стратегиям. Несмотря на продолжающуюся конкуренцию за организованный рынок акций между РТС и ММВБ, какие-либо ощутимые результаты отсутствовали. Единственным дос-

¹ Кроме того, ММВБ стала лидером по развитию электронного документооборота между участниками фондового рынка. После кризиса значительным спросом со стороны инвесторов на рынке акций стали пользоваться представляемые ММВБ гарантии расчетов на условиях «поставка против платежа» с предварительным депонированием ценных бумаг и резервированием денежных средств участниками торгов. Все это помогло ММВБ занять новую нишу на рынке акций, где преобладают инвесторы с рублевым спросом на акции, заинтересованные в расчетах по сделкам на условиях «поставка против платежа».

тижением РТС явились предложенные результативные решения на срочном рынке и рынке акций ОАО «Газпром», позволившие этой бирже первой занять новые рыночные ниши¹.

На протяжении рассматриваемого этапа происходило параллельное развитие взаимодополняющих друг друга рынка акций отечественных компаний и рынка депозитарных расписок на них. При этом российский сегмент рынка играл роль центра ценообразования и ликвидности, тогда как внешний рынок позволял с помощью депозитарных расписок производить инвестиции иностранным портфельным инвесторам, которые в этом случае оказывались застрахованными от большого числа валютных и правовых рисков. Возможности арбитража между внутренним и внешним сегментами рынка акций значительно увеличивали привлекательность этих сегментов для инвесторов и финансовых посредников.

На третьем этапе развития рынка акций, начавшемся с конца 2003 г., произошло кардинальное изменение соотношения сил между организаторами торговли акциями российских предприятий. Снизившаяся в 2004 г. до 21,4% доля ММВБ резко контрастировала с возросшей до 75,4% долей Лондонской фондовой биржи. При этом критического уровня в 1,2% суммарного объема биржевых торгов достиг удельный вес РТС в качестве организатора торгов.

Важнейшим событием, во многом определившим параметры третьего этапа развития рынка акций, явилось присвоение России инвестиционного рейтинга ведущими международными рейтинговыми агентствами, что привело к созданию новой ниши на отечественном рынке акций, связанной со спросом со стороны нерезидентов. В то же время, несмотря на открывшиеся возможности инвестирования в российские акции большего объема средств консервативными иностранными инвесторами (которым по закону разрешается формировать портфели только за счет ценных бумаг с инвестиционным рейтингом), необходимость проведения расчетов в рублях, не являющихся признанной инвестиционной валютой, значительно ограничила покупательную способность инвесторов подобного рода.

Вопреки очевидной на данном этапе необходимости в принятии согласованных решений участниками рынка и регулируемыми органами, позволившей бы сформировать конкурентоспособную стратегию российских бирж в отношении дополнительного спроса на акции российских компаний со стороны консервативных зарубежных инвесторов, российский фондовый рынок не сумел выработать адекватного решения. Кроме того, инфраструктура отечественного рынка ценных бумаг по величине рисков и операционным издержкам значительно уступала зарубежным конкурентам². В итоге за рассматриваемый период связанная с дополнительным спросом на акции отечественных эмитентов в валюте ниша была захвачена Лондонской фондовой биржей.

Полученные данные ставят под сомнение распространенное мнение о значительном влиянии рисков политической неопределенности ситуации в России на процесс перемещения торговой активности по российским акциям за рубеж. На протяжении всего третьего этапа на ММВБ сохранялась позитивная динамика объема биржевых торгов акциями, причем в 2004 г. объем торгов акциями на ММВБ увеличился на 30% по сравнению с уровнем предшествующего года. Падение же удельного веса ММВБ в суммарном обороте определялось гораздо более высокими темпами роста объема торгов депозитарными расписками на

¹ Как представляется, важный урок из данного факта состоит в том, что наиболее эффективными на рынке оказываются такие стратегии, которые направлены на формирование новых рыночных ниш, а не на борьбу за уже занятые сегменты рынка.

² Вместо этого в России был принят в новой редакции Федеральный закон о валютном контроле и валютном регулировании, который сохранил для всех без ограничения нерезидентов возможность приобретения акций российских предприятий за рубли и репатриации выручки от их продажи, а также ограничения для резидентов в приобретении ценных бумаг с расчетами в иностранной валюте.

акции российских компаний в Лондоне: за тот же период из-за прихода на рынок новых инвесторов-нерезидентов в результате улучшения инвестиционного положения России оборот Лондонской фондовой биржи возрос в 4,7 раза¹.

В частности, как представляется, в силу незначительности доли нерезидентов, торгующих акциями российских компаний на ММВБ, конфликт вокруг нефтяной компании «ЮКОС» не привел к бегству капитала с рынка ММВБ в Лондон, хотя и вызвал определенные опасения нерезидентов в защищенности их прав собственности на акции российских компаний. Ситуация с «ЮКОСом» в большей степени отразилась на волатильности существенно менявшихся на протяжении всего периода месячных объемов торгов депозитарными расписками на Лондонской фондовой бирже.

Доля ММВБ в объемах торгов акциями российских компаний на протяжении 2004 г. изменялась в диапазоне от 14 до 26%, тогда как удельный вес Лондонской фондовой биржи колебался от 58 до 80%. В конце периода с уровнем объема торгов ММВБ, составившим 18,2% суммарного оборота по акциям отечественных эмитентов, практически сравнялись американские фондовые биржи, доля которых в объемах торгов финансовыми инструментами на российские акции достигла 12% рынка. Подобный прогресс американских бирж по сравнению с ММВБ объясняется повышением интереса к ADR российских компаний их основных участников — институциональных портфельных инвесторов².

Несмотря на принимаемые регулируемыми органами меры, перемещение ведущих российских компаний на глобальные рынки имеет характер объективного процесса, так как глобальные биржи оказываются более удобными для нерезидентов в силу предоставления возможности совершения сделок с ценными бумагами эмитентов разных стран без принятия на себя рисков расчетов в национальных валютах. Как представляется, интенсивное развитие внутреннего сегмента фондового рынка возможно лишь при опоре на долгосрочные инвестиционные ресурсы инвесторов-резидентов (инвестиционных и пенсионных фондов, страховых компаний, домохозяйств и нефинансовых компаний).

В итоге можно отметить, что на протяжении третьего этапа наблюдалось существенное сокращение удельного веса российских бирж, что привело к перемещению центров ценообразования акций отечественных эмитентов на гло-

¹ Кроме того, как представляется, немаловажную роль в создании ликвидного рынка депозитарных расписок на акции российских компаний сыграла успешная маркетинговая политика Лондонской фондовой биржи, которая предложила участникам рынка новую электронную систему заключения сделок на анонимной основе. В то же время влияние данного фактора не стоит переоценивать, так как он не объясняет того обстоятельства, что из всех развивающихся экономик бурный рост объемов торгов депозитарными расписками в Лондоне пришелся именно на акции российских эмитентов, объемы торгов с которыми в рассматриваемый период составляли около 70% объемов всех сделок с депозитарными расписками на акции эмитентов стран с формирующимися рынками на данной бирже.

² Следует отметить, что депозитарные расписки на акции российских компаний оказались более удобным финансовым инструментом, чем сами акции, выпуск и обращение которых регулируется законодательством Российской Федерации. Приобретение депозитарных расписок снижает риски частных инвесторов, обусловленные владением базисными акциями российских компаний в условиях, когда законодательство России и правоприменение не обеспечивают надежной защиты прав собственности. В схеме депозитарных расписок нарушитель прав акционеров противостоит не разрозненный мелкий инвестор, который часто просто не знаком с российским законодательством, а один из нескольких крупнейших в мире глобальных кастодианов, которые представляют коллективные интересы владельцев депозитарных расписок. Права владельцев депозитарных расписок находятся под защитой уже не российского, а американского законодательства, которое, помимо всего прочего, предусматривает уголовную ответственность должностных лиц российских акционерных обществ перед США за преступления, совершенные против владельцев депозитарных расписок. Кроме того, участники рынка депозитарных расписок совершают сделки с ними в соответствии с законодательством и биржевыми правилами иностранного государства, не подвергаясь ограничениям, накладываемым в соответствии с российским законодательством о валютном контроле и валютном регулировании на участников внутреннего рынка ценных бумаг.

бальные рынки капиталов. Основной причиной отмеченного явления выступает отсутствие достаточного числа ориентированных на долгосрочные вложения внутренних инвесторов, место которых в настоящее время плотно занято нерезидентами. Кроме того, пока отсутствуют весомые аргументы, которые позволили бы убедить нерезидентов уйти с глобальных рынков акций российских эмитентов, без чего невозможно их привлечение на внутренний фондовый рынок.

Источники

Капелюшников Р. Влияние концентрации собственности на экономическую деятельность промышленных предприятий // Материалы международной конференции «Социально-экономическая трансформация в странах СНГ: достижения и проблемы». Москва, 13.09.2004 г. М., 2004.

Миркин Я. М. Розничный спрос на ценные бумаги // Рынок ценных бумаг. 2000. № 19. С. 29—31.

Региональный рынок ценных бумаг: особенности, проблемы и перспективы: Учебно-практическое пособие / Под ред. Т. Б. Бердниковой. М., 1996.

Смординская Н. Бегство капиталов в теории и практике: анализ российской ситуации // Банковские услуги. 2001. № 9.

The Use and Counterfeiting of United States Currency Abroad. A Report to the Congress by the Secretary of the Treasury. 2000.