

ФИНАНСОВЫЕ РЫНКИ

Е. В. Дорохов

преподаватель кафедры статистики Московского государственного университета им. М.В. Ломоносова

СТАТИСТИЧЕСКОЕ ИССЛЕДОВАНИЕ СОСТОЯНИЯ НАЦИОНАЛЬНЫХ РЫНКОВ АКЦИЙ

Для описания и анализа состояния и развития экономики на макроуровне в большинстве стран используется, как известно, система национальных счетов (СНС), представляющая собой набор взаимосвязанных показателей и классификаций. Значение СНС определяется тем, что она содержит ключевые макроэкономические показатели, а также является эффективным инструментом гармонизации и интеграции всей экономической статистики.

В качестве важнейшего элемента СНС можно назвать счета, используемые для регистрации экономических операций. В системе счетов СНС выделяется финансовый счет, являющийся вторым из счетов, характеризующих накопление, на котором регистрируются операции с финансовыми активами и пассивами, совершаемые между институциональными единицами и между институциональными единицами и остальным миром.

Фигурируемые на обеих сторонах финансового счета финансовые активы группируются в семь основных категорий, одной из которых являются акции и другие формы участия в капитале, образующие отдельный сегмент финансового рынка.

В современной России в связи с ее включением в систему мирового финансового рынка, присвоением стране международного кредитного рейтинга, размещением транша еврооблигаций, котировкой американских депозитарных расписок на российские акции на зарубежных биржах появилась острая необходимость цивилизованного подхода к изучению различных сегментов фондового рынка, в том числе рынка акций.

В настоящей статье предпринята попытка провести количественный (статистический) анализ российского рынка акций в сравнении с фондовыми рынками ряда стран, которые могут быть сопоставимы по размерам с российским рынком. Не претендуя на комплексное статистическое изучение фондового рынка, ниже выполнен расчет статистических показателей, отражающих объемные характеристики российского рынка акций, а также проведена их интерпретация в сопоставлении с группой развитых и формирующихся рынков.

К акциям и другим формам участия в капитале относятся все инструменты и учетные документы, подтверждающие (после удовлетворения требований всех кредиторов) требования на остаточную стоимость корпораций.

Для переходной экономики акции особенно важны, поскольку представляют собой базовый инструмент акционерной формы собственности. В России создано несколько сотен тысяч акционерных обществ, т. е. уже почти 20% организаций и предприятий так или иначе акционированы. Все, кто принял участие в капитале общества, становятся акционерами.

В мировой практике известны два способа оформления акций: сертификация и ведение реестра. Различие между ними принципиально. В первом случае моментом вступления в собственность является получение акционером сертификата акции (сертификат может быть на одну или на несколько акций в виде пакета). Этот сертификат и является титулом собственности. Во втором случае моментом покупки является внесение покупателя в реестр акционеров, а в качестве титула собственности выступает запись в этом реестре. В таком варианте независимо от того, находится сертификат в материальной форме или нет, титулом собственности он не является¹.

До весны 1996 г. в России был разрешен выпуск только именных акций, что означало первичность реестра. Это значительно ограничивало обращение акций на фондовом рынке. В то же время в связи с плохо развитой регистраторской инфраструктурой этого рынка обладание собственностью становится крайне неопределенным. Несоблюдение принятых в мировой практике прав акционеров, несомненно, более всего тормозит развитие финансовой сферы в переходной экономике.

В России был принят ряд мер по упорядочению оформления акций. В настоящее время существуют нормативные акты, по которым акционерные общества, имеющие более 500 акционеров, должны иметь внешнего реестродержателя. По российскому законодательству ведение реестра в акционерном обществе обязательно.

При переходе к рынку возникает и другое явление, которого, как правило, нет в развитой рыночной экономике. Речь идет о резком расслоении акций. Появляется небольшая (по численности компаний) группа акций, которые часто называют «голубыми фишками». Это наиболее надежные акции, выпущенные крупными компаниями, которым по разным причинам удается в условиях переходной экономики успешно развиваться, получая прибыль. Такие компании, стремясь привлечь акционеров, главным образом иностранных, после адаптации к условиям переходного периода убеждаются в необходимости хотя бы какой-то информационной открытости. Их эмиссионные проспекты приближаются к международным стандартам. Это обеспечивает акциям высокую ликвидность, т. е. способность быстрого обращения в деньги без потерь для владельца.

«Голубым фишкам» очень немногочисленных компаний противостоят все остальные акции множества акционерных обществ. Эти ценные бумаги малоликвидны, риск вложения в них велик, их трудно реализовать на вторичном рынке. Разрыв между положением «голубых фишек» и всех остальных акций в переходной экономике необычайно велик. Как отмечалось выше, к компаниям, чьи акции считаются «голубыми фишками», относятся акционерные общества, принадлежащие узкому отраслевому кругу компаний — нефтегазовых, энергетических, телекоммуникационных. Их акции пользуются спросом не только у российских, но и у иностранных инвесторов. Некоторые из этих компаний ограничивают продажу своих акций.

Такого рода проблемы, связанные с акциями, свойственны, как показывает зарубежный опыт, любой переходной экономике. В России они проявились

¹ В практике переходной экономики России с оформлением акций связан ряд проблем. С начала акционирования и до середины 1995 г. акционерам давалась выписка из реестровой книги, которая ценной бумагой не является. При этом сами реестровые книги велись произвольно, без правовой базы и определения ответственности за их оформление.

До весны 1996 г. в России был разрешен выпуск только именных акций, что означало первичность реестра. Это значительно ограничивало обращение акций на фондовом рынке. В то же время в связи с плохо развитой регистраторской инфраструктурой этого рынка обладание собственностью становится крайне неопределенным. Это же касается соблюдения принятых в мировой практике прав акционеров, что, несомненно, более всего тормозит развитие финансовой сферы в переходной экономике.

достаточно остро в связи с огромными масштабами и темпами приватизации и акционирования, сильным отставанием необходимой законодательной базы от развития процессов в экономике в целом и на фондовом рынке в частности, недостаточностью информации об акционерных обществах, нечеткостью оформления титулов собственности, особой силой удара, нанесенного рынку акций событиями финансового кризиса 1998 г.

В качестве наиболее обобщающего показателя масштаба рынка акций, как правило, рассматривается капитализация, рассчитываемая как величина совокупной курсовой стоимости акций, допущенных к торговле на фондовых биржах определенной страны (табл. 1). При этом важный с точки зрения общеэкономического анализа рост капитализации может вызываться влиянием двух основных факторов: ростом курсовой стоимости и увеличением общего числа компаний, выпускающих акции для продажи широкому кругу инвесторов. Заметим, что второй фактор приобретает существенное значение лишь на формирующихся рынках. В противоположность этому число компаний, по которым рассчитывается капитализация на развитых рынках, как правило, представляет собой достаточно стабильную величину, растущую относительно умеренными темпами (табл. 2). Поэтому правомерно говорить о том, что рост капитализации развитых рынков акций связан в основном с ростом их курсовой стоимости.

Таблица 1

Капитализация мировых рынков акций¹

Страна	Капитализация рынка акций на конец периода, млн долл.						
	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003
Австралия	295766	328854	427655	372794	375598	380087	585431
Великобритания	1996225	2372738	2855351	2612230	2164716	1856194	2460064
Германия	825233	1086749	1432167	1270243	1071749	686014	1079026
Италия	344665	565975	728240	768363	527467	477075	614842
Канада	567635	543394	789180	766204	611493	570223	888678
Нидерланды	468736	603182	695196	640456	551100	518600	539000
США	10730627	12647941	16732963	15214416	13826485	11055455	14266023
Франция	674368	991484	1496938	1446634	1067600	1025600	1237600
Швейцария	575339	701576	693133	792316	625909	547020	727103
Япония	2160585	2439549	4463298	3157222	2264528	3561160	4904617
Прочие развитые	1084403	1394633	1624013	1646560	1344342	1327293	1966569
Все развитые рынки	20877487	24978849	32877000	29393953	25175087	22004722	29268952
Бразилия	255478	160886	227962	226152	186238	121640	226358
Гонконг	413323	343567	609090	623398	506073	463055	714597
Индия	128466	105188	185000	142780	111020	242844	531556
Индонезия	29050	22078	64045	26813	22998	30067	54659
Китай	206366	237036	330703	591029	530000	463091	512979
Корея	41881	114593	306128	148361	194470	216117	298248
Малайзия	93174	95561	139908	113155	118981	122892	160970
Мексика	156595	91746	154044	125204	126258	103941	122533
Россия ²	128207	20598	50000	43900	82900	114700	197200
Сингапур	106317	96473	198040	155126	117338	101554	148503
Тайвань	287813	260498	376508	247597	292872	261311	379060
Турция	61095	33646	112716	69659	47150	34217	68379
ЮАР	211599	150670	180463	131321	84344	116544	168263
Прочие формирующиеся	608730	602786	749508	719423	591262	569620	986871
Все формирующиеся рынки	2229508	1895287	2889205	2632898	2500000	2961593	4570176
Весь мир	23106995	26874136	35766205	32026851	28875100	24966316	33839129

¹ Рассчитано по данным: IMF Global Financial Stability Report, World Federation of Exchanges database (www.world-exchanges.org), FEAS Yearbook (www.feas.org).

² Данные Минэкономразвития России.

Таблица 2

Количество национальных эмитентов, по которым рассчитывается капитализация рынков акций¹

Страна	1985	1990	1995	2000	2001	2002	2003
Австралия	1004	1136	1178	1406	1410	1421	1471
Великобритания	2116	2559	2502	2374	2332	2824	2692
Германия	472	413	678	983	983	934	866
Италия	147	220	254	297	294	295	279
Канада	912	1193	1258	1394	1299	3791	3599
Нидерланды	232	260	217	234	204	180	183
США	8022	6765	8160	7851	7069	6586	6159
Франция	489	578	450	808	791	772	723
Швейцария	131	422	449	416	412	398	419
Япония	1829	2890	3013	3406	3476	3465	3346
Прочие развитые	2017	1632	1611	2477	3589	5235	5375
Все развитые рынки	17753	16323	18555	23904	22961	25901	25112
Бразилия	541	579	544	467	441	412	391
Гонконг	260	299	542	790	867	978	1037
Индия	4344	6200	5398	5853	6836	6566	6555
Индонезия	24	123	237	286	315	536	543
Китай	—	—	323	1035	1154	1223	1285
Корея	342	677	721	702	688	1513	1558
Малайзия	222	271	526	790	807	861	902
Мексика	157	390	185	177	172	169	237
Россия ²	—	—	170	228	300	370	220
Сингапур	122	172	272	480	492	501	551
Тайвань	127	205	347	532	586	1025	1097
Турция	—	110	205	316	311	289	285
ЮАР	462	769	638	606	532	451	411
Прочие формирующиеся	2697	3769	8718	9361	10268	10204	10133
Все формирующиеся рынки	8916	12866	18017	20318	22300	25098	25205
Весь мир	26669	29189	36572	44222	45261	50999	50317

Однако если рассматривать динамику количества листинговых компаний не в абсолютном, а в относительном виде (например, по отношению к численности населения) и брать в расчет достаточно длительный исторический период (табл. 3), то какие-либо четкие закономерности уловить, на наш взгляд, не удастся. Наряду со странами, в которых относительное количество листинговых эмитентов существенно возросло (например, в США — с 4 до 29 компаний на миллион жителей), имеются как страны, в которых это количество сократилось (например, в Бельгии — со 109 до 14), так и страны, в которых оно осталось практически неизменным (например, во Франции — 13–16 компаний).

Если рассматривать место фондовых рынков в экономике в целом, то можно отметить, что, начиная с 1980 г., соотношение между капитализацией и ВВП в мире в целом увеличилось с 23 до 86%, что является очередной иллюстрацией значительного усиления роли фондового рынка, который приобрел ведущее значение в общей системе финансовых рынков (табл. 4). Следует подчеркнуть факт заметного роста данного показателя именно в последние годы XX в., в особенности в 1990-е гг. Также обращает на себя внимание, что с 2000 г. в связи с кризисом на мировых рынках акций началось повсеместное сокращение абсолютной и относительной величины капитализации.

¹ Составлено по данным: World Federation of Exchanges database (www.world-exchanges.org), FEAS Yearbook (www.feas.org), данные бирж.

² Учитываются все эмитенты, чьи акции торгуются на биржах, а не только те, которые имеют формальный листинг.

Таблица 3

Количество листинговых компаний на один миллион жителей¹

Страна	1913	1929	1938	1950	1960	1970	1980	1990	2000	2003
Развитые рынки										
Австралия	68	77	85	122	94	...	69	64	65	75
Бельгия	109	...	...	55	43	38	23	19	14	15
Великобритания	47	...	...	...	...	...	47	30	31	45
Германия	16	13	11	13	11	9	7	7	11	11
Испания	...	...	...	...	...	...	25	11	22	78
Италия	6	6	3	3	3	2	2	4	5	5
Канада	...	...	...	67	62	55	51	43	111	114
Нидерланды	63	...	...	...	21	16	15	17	15	11
США	4	7	7	7	6	7	23	26	29	21
Франция	13	...	25	29	20	17	15	10	16	12
Швейцария	24	20	22	19	18	21	28	50	34	58
Швеция	21	16	15	13	14	13	12	14	31	32
Япония	8	17	19	9	8	15	15	17	20	26
Формирующиеся рынки										
Аргентина	15	...	...	...	27	16	10	6	4	6
Бразилия	12	10	5	...	...	4	4	4	4	2
Египет	17	13	...	...	11	2	14	11	14	14
Индия	1	2	3	3	...	...	3	7	6	6
Россия	2	...	...	...	...	...	...	...	2	2
Чили	21	...	...	...	45	39	21	16	19	15
ЮАР	...	...	...	69	61	51	42	21	16	9

Таблица 4

Относительные масштабы национальных рынков акций²

Страна	Размеры капитализации национальных эмитентов относительно ВВП, %											
	1913	1929	1938	1950	1960	1970	1980	1990	1995	2000	2002	2003
Аргентина	17	...	...	...	5	3	11	27	15	16	34	56
Австралия	13	43	...	38	45	68	40	37	67	98	95	115
Австрия	76	...	...	...	...	...	3	17	14	16	16	22
Бельгия	99	178	...	...	32	23	8	33	37	74	57	56
Бразилия	16	...	...	...	...	...	6	3	25	38	26	46
Великобритания	109	...	192	86	115	199	38	87	122	181	118	137
Германия	45	35	18	15	35	16	9	22	24	68	34	45
Греция	...	...	...	...	...	...	...	...	14	94	49	60
Дания	37	19	17	10	14	17	8	30	33	68	45	56
Индия	2	7	7	7	7	6	4	12	36	31	49	92
Ирландия	...	...	...	...	...	...	...	...	40	86	50	56
Испания	...	...	...	...	...	...	8	23	27	89	70	86
Италия	17	23	26	7	42	14	6	14	19	71	40	42
Канада	...	...	100	57	159	175	45	43	66	106	77	102
Китай	...	...	...	...	...	...	...	...	6	55	36	36
Корея	...	...	...	...	...	...	6	43	40	29	45	54
Малайзия	...	...	...	...	...	...	51	114	259	125	129	155
Мексика	...	...	...	...	...	...	6	16	32	22	16	20
Нидерланды	56	...	74	25	67	42	17	42	72	176	123	105

¹ Источник: (Rajan, Zingales, 2000); база данных Мировой федерации бирж (www.world-exchanges.org), FEAS Yearbook (www.feas.org), IMF International Financial Statistics.

² Источник: (OECD, 1998; Rajan, Zingales, 2000), база данных Мировой федерации бирж (www.world-exchanges.org), данные бирж, World Economic Outlook Database (www.worldbank.org), IMF Global Financial Stability Report.

Окончание табл. 4

Страна	Размеры капитализации национальных эмитентов относительно ВВП, %											
	1913	1929	1938	1950	1960	1970	1980	1990	1995	2000	2002	2003
Новая Зеландия	...	...	...	...	...	...	...	20	53	36	37	42
Норвегия	...	...	...	...	...	...	...	23	30	39	36	43
Россия ¹	18	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...
Сингапур	...	...	...	...	...	...	...	...	195	167	115	163
США	41	75	56	33	61	66	50	56	98	155	105	130
Тайвань	...	...	...	...	...	...	...	...	95	24	36	83
Турция	...	...	...	...	...	...	...	...	12	34	19	29
Финляндия	...	...	...	...	...	...	...	17	35	244	105	106
Франция	78	...	19	8	28	16	8	26	33	104	71	70
Швейцария	58	...	...	...	...	50	42	69	129	322	199	227
Швеция	47	41	30	18	24	14	10	40	75	137	74	97
ЮАР	...	...	...	68	91	197	123	123	195	103	109	105
Япония	49	120	181	5	36	23	36	99	69	66	90	114
Весь мир	41	39	44	32	30	35	23	42	62	102	71	86

Данные табл. 4 свидетельствуют о том, что по соотношению капитализации к ВВП российский рынок акций обогнал многие страны с развивающимися экономиками, но остался существенно ниже стран с развитыми экономиками.

Относительно высокое значение данного соотношения характеризует именно потенциал рынка акций, который ранее фактически не использовался в целях прямого финансирования корпоративных инвестиционных программ.

Интересно заметить, как соотносится ситуация конца XX в. с историей развития финансовых систем. Действительно, как свидетельствуют данные табл. 4, в целом ряде европейских стран (Франция, Германия) относительный уровень капитализации в начале прошлого века был заметно выше, чем в его середине, причем лишь во второй половине 1990-х гг. был достигнут уровень 1913 г. Более того, в некоторых странах и в конце 1990-х гг. относительная капитализация оставалась ниже, чем в начале века. Отметим также, что в соответствии с приведенными данными многие европейские страны в прошлом превосходили США по уровню капитализации. Это тем более странно, что традиционно приводят в качестве примера экономики с преобладающей ролью ценных бумаг в качестве источника финансирования. К аналогичному заключению можно прийти и на основе анализа динамики показателя «эмиссия акций/валовые инвестиции в основной капитал» (табл. 5). Получается, что в первой трети XX в. роль эмиссии акций в финансировании инвестиций была в большинстве случаев даже выше, чем в настоящее время. Причем эту особенность демонстрировали не в последнюю очередь именно те страны, для которых после Второй мировой войны были характерны относительно небольшие фондовые рынки².

¹ Данные Минэкономразвития России.

² Практически повсеместно в странах, в которых после Второй мировой войны рынок ценных бумаг находился в относительно подавленном состоянии, в 1990-е гг. в законодательство были внесены изменения, направленные на стимулирование развития фондовых рынков. В частности, это касается положений, направленных на защиту прав мелких акционеров. Считается, что в этом плане наиболее совершенным является законодательство США и Великобритании. Соответственно и изменения, вносимые в законодательство, например, континентальных европейских стран, так или иначе приближали его к англосаксонской модели. В 1999 г. ОЭСР приняла эталонные принципы корпоративного управления, которые в целом основаны на англо-американской модели. Кроме того, корпоративного поведения, утвержденный Правительством РФ осенью 2001 г. и призванный как раз решить многие проблемы в деятельности акционерных обществ, в принципе основывается на указанном документе ОЭСР. В Закон об акционерных обществах летом 2001 г. внесены поправки, призванные укрепить права акционеров. Однако, на наш взгляд, причины неразвитости рынка акций в России заключаются не в недостатке соответствующих правовых норм (хотя и это тоже имеет место), а в отсутствии эффективной системы исполнения законодательства.

Доля эмиссий акций в финансировании инвестиций¹

Страна	Соотношение эмиссии акций и валовых инвестиций в основной капитал, %										
	1913	1929	1950	1960	1970	1980	1990	1995	1999	2000	2003
Австралия	...	13	9	4	5	5	8	14	15	21	16
Бразилия	...	...	20	19	19	6	1	...	27	6	2
Великобритания	14	35	8	9	1	4	6	12	9	14	39
Германия	7	17	0	4	2	1	4	6	6	6	0
Индия	...	...	...	...	...	...	...	...	8	...	...
Индонезия	...	...	...	...	...	...	...	6	3	6	7
Испания	1	33	8	11	7	3	6	...	10	...	7
Италия	7	26	2	8	2	4	4	6	12	5	5
Канада	...	134	3	3	1	4	1	9	7	11	10
Корея	...	...	...	...	...	...	...	6	11	5	1
Мексика	...	...	...	...	...	...	...	...	5	1	1
Россия	17	...	...	...	...	...	...	...	0	0	0
США	4	38	...	2	7	4	4	9	12	13	5
Нидерланды	38	61	2	2	0	1	10	14	67	...	...
Филиппины	...	...	...	...	...	...	...	13	36	6	0
Франция	14	26	5	5	4	6	2	5	12	...	...
Швеция	8	34	1	3	0	0	3	10	10	29	0
Швейцария	3	...	...	2	...	...	2	3	20	44	0
ЮАР	...	...	...	...	33	8	10	24	14	55	10
Япония	8	13	...	15	3	1	25	0,5	8	1	3

Еще одной значимой тенденцией 1990-х гг. практически во всех странах явилась резкая активизация торговли акциями. Следует, однако, учитывать, что, несмотря на возможность описания ликвидности национального рынка акций с помощью показателя оборота, взятого по отношению к капитализации, в связи с тем, что принципы его расчета на разных биржах различаются, страновые показатели не всегда оказываются сопоставимыми. Поэтому ниже приведен лишь пример США². В этой стране за 1990–2000 гг. оборот торговли в системе НАСДАК вырос с 452 до 19799 млрд долл. (ликвидность рынка – со 146% до 550%); на Нью-Йоркской фондовой бирже – с 1325 до 11060 млрд долл. (ликвидность – с 50% до 100%)³. К числу факторов, определяющих рост оборотов, можно отнести либерализацию финансовых рынков, устранение барьеров на пути движения капиталов, а во второй половине 1990-х гг. также – широкое распространение Интернета (резко сократившее издержки инвесторов, ускорившее поступление информации и позволившее розничным инвесторам торговать непосредственно из дома в режиме реального времени). Основной же причиной роста рынков акций в указанные годы, без сомнения, выступала благоприятная экономическая конъюнктура. Как в США, так и большинстве других развитых стран (за исключением Японии) наблюдался достаточно продолжительный эко-

¹ Источник: (Rajan, Zingales, 2000); база данных Мировой федерации бирж (www.world-exchanges.org), IMF International Financial Statistics.

² Возможность использования для экономического анализа динамики показателя относительной капитализации по США за длительный исторический период обусловлено тем, что по этой стране существует наиболее подробная и доступная статистика. Кроме того, на экономику США в значительно меньшей степени, чем в других странах, оказывали влияние политические факторы (войны, социальные потрясения), которые могли бы повлиять на ход объективных экономических процессов. В отношении большинства других стран подобные условия отсутствуют.

³ Однако в 2001 г. оборот на всех биржах других стран подобные условия отсутствуют. В последующие годы падение продолжилось.

номический подъем. Это отражалось на прибылях компаний и соответственно приводило к росту цен на их акции.

Однако характерная для рынка акций большая подвижность (волатильность) имеет два крайних проявления — рост капитализации в фазе подъема значительно опережает рост базовых показателей, но и ее падение также бывает значительно более стремительным. В результате к 2000 г. все основные фондовые индексы развитых стран, являющиеся главными обобщающими индикаторами цен на акции, практически повсеместно снизились, причем в 2001–2002 гг. это снижение продолжилось¹. В то же время на ряде формирующихся рынков наблюдалась положительная динамика. Так, за 2002 г. рынок Пакистана вырос почти на 80%, России — на 60%.

Отечественный рынок акций имеет при этом следующие параметры в сравнении с рынками Центральной и Восточной Европы, другими смежными рынками (табл. 6).

Таблица 6

Сравнительный анализ оборотов по сделкам с акциями на российском и иностранных рынках²

Рынки	Оборот по сделкам с акциями, млрд долл.									
	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	
ММВБ	—	—	1,0	1,6	3,0	16,8	24,2	36,7	70,2	
РТС	0,2	3,5	15,7	9,3	2,4	5,8	4,5	5,7	13,2	
МФБ	—	—	н/д	0,9	0,5	0,7	0,8	0,2	0,0	
Итого по России ³	0,2	3,5	16,7	11,7	5,9	23,3	29,5	42,6	83,4	
Смежные иностранные рынки (сделки с акциями резидентов) ⁴										
Финляндия (Хельсинки)	19,2	22,0	36,3	61,1	109,9	208,3	171,0	175,3	180,8	
Турция (Стамбул)	50,9	36,2	56,1	68,5	81,1	179,0	74,5	69,9	98,2	
Польша (Варшава)	2,8	5,5	8,0	8,9	11,1	19,3	9,9	8,7	11,0	
Венгрия (Будапешт)	0,3	1,5	7,0	16,1	13,5	12,1	4,3	5,8	9,1	
Австрия (Вена)	13,4	10,7	12,7	18,7	12,7	9,6	7,3	6,6	12,0	
Чехия (Прага)	3,0	6,8	6,3	5,2	4,7	6,7	3,4	6,1	8,9	

Следует отметить, что более 90% оборота рынка в России обеспечивается двумя московскими фондовыми биржами. При этом более 80% оборотов российского биржевого рынка акций приходится на ММВБ.

В отношении капитализации отечественного рынка акций можно отметить ее рост в 5–8 раз (в зависимости от источника данных, табл. 7) за период с 1995 по 1997 г. Последовавшее в 1998 г. возвращение на уровень, соответствующий началу существования рынка, в 1999–2003 гг. сменилось новым, с высокими колебаниями ростом капитализации рынка⁵.

¹ Единственными среди развитых рынков акций, избежавших глубокого падения, были рынки Австралии и Новой Зеландии в силу сырьевого характера их экспорта.

² Рассчитано по данным ММВБ, РТС, МФБ, базы данных Мировой федерации бирж (www.world-exchanges.org), Federation of European Stock Exchanges (текущая статистика на сайте www.fesc.org).

³ Данные за 1995–1996 гг. приводятся только по РТС (на МФБ первые торги прошли в июле 1997 г., ММВБ начала торговлю акциями в 1997 г.).

⁴ Рассчитано по данным, опубликованным в Интернете Federation of European Stock Exchanges (статистика на сайте www.fesc.org) и World Federation of Exchanges (текущая статистика на сайте www.world-exchanges.org).

⁵ Следует обратить внимание на определенную условность показателя капитализации рынка акций России. Как было отмечено выше, более 90% объема рынка создается всего лишь несколькими акциями, несмотря на то, что капитализация рассчитывается по нескольким сотням эмитентов. Поэтому вне зависимости от величины капитализации ее простой подсчет еще ничего не говорит о том, какова действительная — по стоимости — ликвидная масса акций, участвующих в обращении.

Таблица 7

**Сравнительная характеристика капитализации российского
и иностранных рынков акций¹**

Рынки	Капитализация рынка акций, на конец периода, млрд долл.								
	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003
Капитализация рынка акций РТС	14,0	36,0	72,0	11,0	20,0	34,5	69,3	93–95	158–160
Капитализация российского рынка акций по данным S&P/IFC	15,9	37,2	128,2	20,6	41,4	38,9	н/д	н/д	н/д
Смежные иностранные рынки									
Финляндия (Хельсинки)	44,1	62,6	73,3	153,8	349,4	293,6	190,5	138,8	170,3
Турция (Стамбул)	20,8	30,3	61,1	33,6	112,7	69,7	47,1	34,2	68,4
Польша (Варшава)	4,6	8,4	12,1	20,5	29,6	31,4	26,2	28,8	37,4
Венгрия (Будапешт)	2,4	5,3	15,0	13,8	14,1	11,9	10,4	13,0	18,9
Австрия (Вена)	32,5	33,6	37,3	35,5	33,0	29,9	25,2	33,6	56,5
Чехия (Прага)	15,7	18,1	12,8	10,4	12,0	9,7	8,9	10,3	15,5

Если переходить к сравнению биржевого и внебиржевого рынка, то можно отметить, что по оценкам профессиональных участников рынка внебиржевой оборот (прямые сделки брокеров-дилеров, минуя торговые площадки) по состоянию на 2003 г. составляет 35–40% оборота всего российского рынка акций (или 55–65% оборота биржевого рынка). Для сравнения, по данным ФКЦБ России, в 1998 г. более 80% сделок было совершено вне организованного рынка ценных бумаг (Развитие рынка..., 2002), т. е. в прошлом роль внебиржевых операций была значительно выше.

Если оценивать отечественный рынок акций в целом, то можно отметить, что после 70-летнего перерыва удалось создать развитую технологическую и регулятивную инфраструктуру, ввести в обращение значительное количество видов ценных бумаг и по разным оценкам занять 27–32-е место в мировой иерархии рынков, ранжированных по объемам оборотов и стоимости массы ценных бумаг, находящихся в обращении. Так, с точки зрения оборота рынка акций прогноз позиций фондового рынка России на ближайшее будущее выглядит следующим образом (табл. 8) (из расчета оценки оборота российского рынка акций в 85–90 млрд долл.²).

В заключение можно отметить, что хотя 2002–2003 гг. были удачными и для российской экономики, и для отечественного рынка ценных бумаг (ситуация характеризовалась позитивной динамикой при падении капитализации и объемов сделок на основных фондовых рынках мира), эти годы не привели к кардинальному изменению положения дел. На наш взгляд, отечественный фондовый рынок по-прежнему не соответствует размерам экономики, являясь относительно меньшим по размерам по сравнению с рынками-конкурентами.

На фоне инвестиционного роста экономики страны и отмеченных положительных сдвигов в развитии фондового рынка к концу 2004 г. постепенно накопились проблемы, которые по признанию многих экспертов могут оказаться тормозом для дальнейшего наращивания инвестиций финансового сектора в экономику и несут в себе угрозу утраты Россией национального рынка капиталов.

¹ Рассчитано по данным РТС, World Federation of Exchanges database (www.world-exchanges.org). Расчет выполнен по акциям эмитентов-резидентов.

² Рассчитано по данным ММВБ и РТС.

Таблица 8

Место России в мировой иерархии фондовых рынков (по показателю оборотов по сделкам с акциями)¹

	Рынки акций (по данным за 2003 г.)		Число рынков	
	развитые рынки	формирующиеся рынки	развитых	формирующихся
Рынки акций, обороты которых превосходят российский рынок акций	Австралия, Бельгия, Великобритания, Германия, Испания, Италия, Канада, Нидерланды, США, Финляндия, Франция, Швеция, Швейцария, Япония	Бермуды, Гонконг, Индия, Китай, Колумбия, Корея, Саудовская Аравия, Сингапур, Таиланд, Тайвань, Турция, ЮАР	14	12
Рынки акций, обороты которых меньше российского рынка акций	Австрия, Греция, Дания, Ирландия, Исландия, Кипр, Люксембург, Новая Зеландия, Норвегия, Португалия	Азербайджан, Аргентина, Армения, Бангладеш, Барбадос, Бахрейн, Болгария, Ботсвана, Бразилия, Венгрия, Венесуэла, Гана, Египет, Зимбабве, Израиль, Индонезия, Иордания, Иран, Казахстан, Кения, Киргизия, Коста-Рика, Кувейт, Ливан, Латвия, Литва, Маврикий, Малайзия, Мальта, Марокко, Мексика, Намибия, Нигерия, Пакистан, Палестина, Панама, Парагвай, Перу, Польша, Румыния, Свазиленд, Словакия, Словения, Тунис, Украина, Филиппины, Хорватия, Чехия, Чили, Шри-Ланка, Эстония, Югославия, Ямайка	10	53

Источники

Развитие рынка ценных бумаг в Российской Федерации. М., 2002.

OECD Financial Market Trends. 1998. N 69.

Rajan R. G., Zingales L. The Great Reversals: The Politics of Financial Development in the 20th Century // OECD Economics Department Working Papers. 2000. N 265 (<http://www.oecd.org/cc/e/eo>)

¹ Рассчитано по данным статистики «World Federation of Exchanges и Federation of European Stock Exchanges». В расчет приняты только организованные рынки. Оценки распределения рынков являются только прогнозными, учитывая масштабные изменения в динамике отдельных рынков, которые происходят ежегодно.