

ФИНАНСОВЫЕ РЫНКИ

Е. В. Дорохов

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

ВЛИЯНИЕ СТЕПЕНИ ЭКОНОМИЧЕСКОГО РАЗВИТИЯ СТРАНЫ И ПОВЕДЕНЧЕСКИХ ОСОБЕННОСТЕЙ УЧАСТНИКОВ НА СТРУКТУРУ ФОНДОВОГО РЫНКА

В центре современной мировой конкуренции находится борьба за инвестиционные ресурсы. В таких условиях обеспечить рост конкурентоспособности без привлечения крупных капиталов, финансируя проекты развития только за счет собственных средств предприятий, невозможно. Многие российские предприятия уже сегодня поставлены перед необходимостью поиска замещающих источников финансирования инвестиций и реализуют программы привлечения необходимых финансовых ресурсов на рынке капиталов. Совокупные национальные накопления, в первую очередь сбережения домашних хозяйств и коллективные формы сбережения в виде средств, вложенных в пенсионные накопительные системы, переданные в управление, вложенные в страховые продукты и т. п., представляют собой тот источник, который мог бы в существенной мере обеспечить инвестиционный рост экономики. Фондовый рынок, являясь центром принятия наиболее эффективных инвестиционных решений, способен обеспечить мобилизацию этих накоплений и их трансформацию в инвестиции. Более того, наличие развитых, пользующихся доверием национальных финансовых институтов — необходимое условие устойчивого роста внутренних сбережений и их эффективного использования в развитии национальной промышленности. Только в этом случае можно рассчитывать на полноценную интеграцию отечественной экономики в мировую экономическую систему и эффективное привлечение мирового капитала для опережающего экономического роста.

Для понимания перспектив развития российского рынка ценных бумаг необходимо проанализировать, какие факторы определяют его состояние и развитие, а также какие формы принимает его структура. Одним из факторов, отражающих поведенческие аспекты участников, является зависимость внутреннего российского рынка акций от иностранных спекулятивных инвесторов¹.

В соответствии с общепринятой оценкой доля иностранных инвесторов на рынке РТС до кризиса 1998 г. составляла 60—65%, причем более 95% расчетов за ценные бумаги осуществлялось по счетам за рубежом (Миркин, 2000). Представляется, что эта оценка справедлива и в настоящее время, что подтверждается количественными расчетами, приведенными в табл. 1. Только на долю инвесторов из США приходится, по оценке, в среднем 20—30% оборота рынка РТС. Более того, непосредственно в послекризисное время (четвертый квартал 1998 г. — третий квартал 1999 г.) именно они совершали основной объем покупок на российском рынке акций.

¹ Можно упомянуть также о том, что очень высока была доля иностранных инвесторов на рынке ГКО — ОФЗ, достигшая перед кризисом 1998 г. 30—33%. Если учесть, что более 50% рынка ГКО — ОФЗ, по оценке, принадлежали Банку России и Сберегательному банку (совместно с Внешторгбанком), то, очевидно, нерезиденты были второй по значению на этом рынке группой инвесторов.

Поэтому можно утверждать, что одним из ключевых факторов, определяющих ценовую конъюнктуру внутреннего рынка акций в России, является поступление денег инвесторов из США. Об этом же свидетельствует и анализ динамических рядов, основанных на месячных данных, — коэффициент корреляции между фондовым индексом РТС и объемом покупок американскими инвесторами российских акций у российских инвесторов, рассчитанный по месячным данным за период с 01.09.1995 по 31.12.2004, равен 0,75. Такое довольно высокое позитивное значение отражает рост цен на акции при увеличении денежного спроса со стороны американских инвесторов, а также противоположную ситуацию.

Таблица 1

Оценка доли иностранных инвесторов (США) в оборотах РТС¹

Год	Оборот РТС, млн долл.	Покупка американскими инвесторами российских акций у российских инвесторов, млн долл.	Продажа американскими инвесторами российских акций российским инвесторам, млн долл.	Оборот по сделкам с российскими акциями американских инвесторов (покупки и продажи), млн долл.	Оборот по сделкам с российскими акциями американских инвесторов (покупки и продажи) / оборот РТС, %
1995	217	77	30	107	49,3
1996	3537	293	101	394	11,1
1997	15659	1592	992	2584	16,5
1998	9264	1009	822	1831	19,8
1999	2417	651	570	1221	50,5
2000	5814	396	326	722	12,4
2001	4451	237	222	459	10,3
2002	4571	1641	1841	3482	76,2
2003	6116	2116	2847	4963	81,1
Итого	52046	8012	7751	15763	30,3

Подобная ситуация может в будущем привести к тому, что за крупными инвестициями российские эмитенты будут обращаться не на внутренний, а на внешние рынки, на которых есть деньги, прежде всего, на рынок США. Иными словами, высокая степень зависимости от иностранных инвестиций означает еще большую зависимость российского рынка акций от иностранных рынков, на которых будут обращаться АДР—ГДР либо сами российские акции.

Несмотря на ряд негативных последствий, указанная зависимость вызвана объективной необходимостью, поскольку модернизация российской экономики зависит от притока иностранных инвестиций. Следует, однако, четко разделять эти инвестиции в соответствии с их качеством — являются ли они долгосрочными портфельными или прямыми, или же носят преимущественно спекулятивный характер. В частности, хотя и классический рынок РТС, и рынки АДР—ГДР на российские акции демонстрировали в 1999—2004 гг. повышательную динамику курсов ценных бумаг, они, тем не менее, оставались при этом в своем докризисном спекулятивном качестве.

Иллюстрацией тесной связи волатильности российского фондового рынка с изменением величины поступающих на внутренний рынок ценных бумаг средств иностранных инвесторов являются данные табл. 2 (на примере США). Их анализ позволяет заключить, что подъем 1995—1997 гг. был связан почти с 30-кратным ростом объема поступающих на фондовый рынок иностранных средств. Затем при падении рынка (в 1997—1998 гг.) участие иностранных инвесторов в российских

¹ Рассчитано по данным РТС (<http://www.rts.ru>), «U.S. Treasury Bulletin» (<http://www.treas.gov>). Сделаны следующие допущения: в бюллетене Казначейства США рассчитывается показатель покупок-продаж американскими инвесторами у российских инвесторов любых зарубежных (не выпущенных эмитентами США) акций. По оценке, подавляющая часть этих ценных бумаг является российскими акциями. Кроме того, архитектура рынка РТС, ориентированная на иностранных инвесторов и свободный ввод-вывод денег, высокая роль этого рынка в обслуживании иностранных операторов и инвесторов дают возможность отнести указанные операции, прежде всего, на счет РТС.

ценностях уменьшилось примерно в 10 раз. Новый послекризисный подъем 1999—2000 гг. был вызван, в том числе, и увеличением оборотов иностранных инвесторов с российскими акциями в 2,4 раза. В последующих выделенных в табл. 2 периодах отмеченная связь индекса российского фондового рынка с движением средств иностранных инвесторов также находила свое подтверждение.

Таблица 2

Связь цикличности российского рынка акций с объемом сделок иностранных инвесторов (на примере США)¹

Показатель	Подъем (1995—1997)	Падение (1997—1998)	Подъем (1999—2000)	Падение (4 квартал 2000)	Подъем (2001—2002)	Падение (3 квартал 2002)	Подъем (2002—2003)
Длительность фазы цикла	8 кварт. (4 кв. 1995 — 3 кв. 1997)	5 кварт. (4 кв. 1997 — 4 кв. 1998)	7 кварт. (1 кв. 1999 — 3 кв. 2000)	1 кварт. (4 кв. 2000)	6 кварт. (1 кв. 2001 — 2 кв. 2002)	1 кварт. (3 кв. 2002)	5 кварт. (4 кв. 2002 — 4 кв. 2003)
Фондовый индекс РТС (на конец периода)	Рост с 83,0 до 498,4	Снижение с 396,4 до 59,4	Рост с 80,4 до 199,1	Снижение с 199,1 до 143,3	Рост с 169,5 до 353,8	Снижение с 353,8 до 334,1	Рост с 359,0 до 566,8
Оборот РТС за квартал, млн долл.	Рост со 165 до 5148	Снижение с 5456 до 161	Рост с 331 до 1530	Снижение с 1530 до 1074	Рост с 1171 до 1429	Снижение с 1429 до 988	Рост с 912 до 1824
Оборот по сделкам с российскими акциями американских инвесторов (покупки и продажи), за квартал, млн долл.	Рост с 27 до 777	Снижение с 1015 до 98	Рост с 98 до 231	Снижение с 231 до 147	Рост со 113 до 1222	Снижение с 1222 до 885	Рост с 915 до 1292

Публикуемые ведущим финансовым холдингом “J. P. Morgan” данные по акциям и АДР российских компаний, предоставляющие возможность количественно судить о степени спекулятивности, присущей иностранным игрокам, позволяют заключить, что зарубежные инвесторы, работающие на рынках РТС и АДР—ГДР, являются преимущественно краткосрочными спекулянтами (см. табл. 3). Действительно, доля спекулятивных инвесторов по рассматриваемым компаниям составляет не менее 60%, включая особо агрессивных и рискованных спекулянтов, на которых приходится более 10%.

Таблица 3

Распределение инвесторов в АДР по типам инвестиционного поведения²

Распределение инвесторов в АДР на российские акции по типам инвестиционного поведения, %		Распределение совокупного портфеля АДР между различными типами инвесторов, %	
Всего инвесторов, в т. ч.	100	Всего АДР, в т. ч.	100
Спекулятивные	59	Портфели спекулятивных инвесторов	59
из них декларируют крайне агрессивную и рискованную инвестиционную политику	12	из них портфели инвесторов, которые декларируют крайне агрессивную и рискованную инвестиционную политику	11
Умеренные, средняя оборачиваемость	25	Портфели умеренных инвесторов	28
Длительные, с низкой оборачиваемостью вложения	4	Портфели инвесторов, ориентированных на длительные, с низкой оборачиваемостью вложения	2

¹ Расчеты по данным РТС, «U.S. Treasury Bulletin».

² Расчеты на основе публикации на сайте “J.P. Morgan” в Интернет <http://www.adr.com> (сентябрь 2004 г.) по АДР 8 крупнейших российских компаний, дающих более 90% оборотов российского рынка акций и АДР (Вымпелком, Газпром, Лукойл, МТС, РАО ЕЭС, Ростелеком, Сургутнефтегаз, Юкос). Оценка типа инвестиционного поведения сделана по западным управляющим компаниям, хедж-фондам, банкам, которые публикуют отчетность 13F. Для оценки типа инвестиционного поведения использовались данные об оборачиваемости портфелей и характеристики инвестиционной политики по каждой компании, данные на сайте “J.P. Morgan”.

Другой важной поведенческой особенностью, присущей российскому внутреннему фондовому рынку, является отток с него отечественных инвесторов.

Предпосылкой подобной ситуации явилось сосредоточение более 90% денежных средств, пригодных для долгосрочного инвестирования внутри страны, в руках российского населения. При этом примерно 20—25% этих денег находится в Москве, не менее 70—80% — в крупных городах, и, кроме того, у группы российского населения, имеющего наиболее высокие доходы (Бард, 2000).

Начиная с 2000 г. стала складываться новая тенденция, в рамках которой (табл. 4) вложения российских инвесторов в иностранные фондовые ценности (например, в акции компаний США) устойчиво (в 2000 г. — в 1,75 раза) превышают встречные инвестиции со стороны американских инвесторов, что во многом было вызвано рядом технологических изменений на рынках, а также появлением в связи с развитием Интернет массовой возможности для розничных инвесторов выйти на западный рынок из России.

Таблица 4

Перемещение торговой активности российских инвесторов на иностранные рынки¹

Период	Сделки российских инвесторов с американскими акциями, млн долл.			Сделки американских инвесторов с российскими акциями, млн долл.			Оборот по сделкам с американскими акциями российских инвесторов / Оборот по сделкам с российскими акциями американских инвесторов, %
	Покупка у американских инвесторов	Продажа американским инвесторам	Оборот по сделкам с американскими акциями (покупки и продажи)	Покупка у российских инвесторов	Продажа российским инвесторам	Оборот по сделкам с российскими акциями (покупки и продажи)	
1995	174	129	303	77	30	107	283
1996	123	188	311	293	101	394	79
1997	486	161	647	1592	992	2584	25
1998	208	195	403	1009	822	1831	22
1999	328	315	643	651	570	1221	53
2000	694	553	1247	396	326	722	173
2001	306	304	610	237	222	459	133
2002	911	875	1786	1641	1841	3482	51
2003	734	734	1468	2116	2847	4963	30

Схожая тенденция наблюдается и в отношении оборотов по сделкам — операции российских инвесторов с акциями, выпущенными в США, в 2001 г. в 1,3 раза превысили обороты по сделкам американских инвесторов с акциями, выпущенными в России. Несмотря на то что в 2002 г. вновь произошло изменение направления потока средств (см. табл. 4), потенциал для возобновления перемещения торговой активности российских инвесторов за рубеж, как только западные фондовые рынки возобновят свой рост, сохранился².

¹ Рассчитано по данным «U.S. Treasury Bulletin». Сделаны следующие допущения: в бюллетене Казначейства США рассчитывается показатель покупок-продаж американскими инвесторам у российских инвесторов любых зарубежных (не выпущенных эмитентами США) акций. По оценке, подавляющая часть этих ценных бумаг является российскими акциями. Кроме того, архитектура рынка РТС, ориентированная на иностранных инвесторов и свободный ввод-вывод денег, высокая роль этого рынка в обслуживании иностранных операторов и инвесторов дают возможность отнести указанные операции, прежде всего, на счет РТС.

² Российский инвестор окружен русскоязычными Интернет-брокерскими системами, предлагающими инвестиции в западные ценные бумаги. В Москву экспортируются рабочие станции и технологии для инвестиций на внешних рынках (например, системы прямого доступа, предлагающие профессиональный day-trading в режиме реального времени), работают представители от introducing brokers, доходы которых формируются как отчисления от клиентских операций для иностранных брокеров. В конце 1990-х гг. возникли новые организационные и технологические формы вывоза капитала (например, операции с американскими фондовыми ценностями из трейдинговых залов, расположенных в Москве, в системах прямого доступа западных брокерских фирм, вывоз из страны с этой целью денежных ресурсов).

Переходя к вопросу влияния степени развития экономики на фондовый рынок, следует отметить также и влияние степени раздробленности собственности и уровня контроля, находящегося в руках собственников предприятий, на характер, присущий процессу финансирования хозяйства (долговой или долевого), которое так же, как и на большинстве других формирующихся рынков, проявляется и в нашей стране. Табл. 5 служит для иллюстрации участия долговых инструментов в финансировании российской экономики. Из таблицы видно устойчивое повышение величины капитализации рынка акций по сравнению с размером внутреннего кредита (от 5,6 раз в 1995 г. до 1,4 раз в 2000 г. и 0,6 раз в 2003 г.)¹.

Таблица 5

Участие долговых инструментов в финансировании российской экономики²

Показатель	1995	1997	1999	2000	2001	2002	2003
Капитализация биржевых и организованных внебиржевых рынков акций, млрд долл.	14,0	132,0	54,0	43,9	82,9	114,7	197,2
Внутренний кредит, млрд долл.	78,4	112,3	53,4	60,1	73,0	91,1	124,4
Внутренний кредит / Капитализация биржевых рынков акций	5,6	0,9	1,0	1,4	0,9	0,8	0,6

До кризиса 1998 г. долговой характер российской экономики был явно выражен. По состоянию на начало сентября 1998 г. российские предприятия лишь 2,3% источников оборотных средств формировали за счет собственных средств (в том числе акций), а 6,9% — за счет краткосрочных банковских кредитов и займов. Основная часть (90,8%) приходилась на кредиторскую задолженность (т. е. долги предприятий). В предкризисное время (июль 1998 г.) векселями и другими неденежными инструментами осуществлялось более 66% расчетов за продукцию³. Наконец, объем рынка акций многократно (более чем в 10 раз) уступал объему рынка государственных долговых обязательств.

В дальнейшем, начиная с 2000 г., роль долгов в экономике несколько снизилась (что явилось результатом более мягкой денежной политики Банка России в конце 1998 г. — 2001 г.). Однако определенный еще в 1990-е гг. долговой характер экономики существенных изменений не претерпел (см. табл. 5). Следовательно, можно прогнозировать, что и в дальнейшем с высокой долей вероятности российский рынок ценных бумаг сохранит свой долговой характер. Это является вполне естественным состоянием для фондовых рынков, обслуживающих рыночные экономики, основанные на контролируемых собственниками и оптовой структуре акционерных капиталов.

¹ Следует обратить внимание на искусственный характер показателя капитализации в российских условиях. Рынок акций является неликвидным, олигополистичным, большая часть акционерных капиталов сосредоточена в малоподвижных крупных пакетах и размеры свободной части капиталов невелики. 5—7% акционерного капитала одной компании (РАО ЕЭС) формируют более 50% оборота российского рынка акций. Операции всего лишь с пятью акциями (РАО ЕЭС, Лукойл, Сургутнефтегаз, Ростелеком, ГМК Норильский никель) создают более 80% оборота этого рынка. Отсутствуют массовые эмиссии акций. В этой связи величина капитализации в российских условиях не полностью характеризует объем денежных ресурсов, привлеченных предприятиями на основе выпуска акций. С другой стороны, величина внутреннего кредита, выраженная в долларом измерении, существенно сократилась в связи с резким падением курса рубля в 1998—1999 гг. Соответственно, необходимо соблюдать осторожность в сопоставлении капитализации рынка акций и объема внутреннего кредита, оценивая сближение уровней этих показателей после 2001 г.

² По данным Минэкономразвития России (<http://www.economy.gov.ru>), Банка России (<http://www.cbr.ru>).

³ Источник: Основные направления единой государственной денежно-кредитной политики на 1999 г. // <http://www.cbr.ru>.

Еще одной особенностью, присущей отечественному рынку ценных бумаг как составному элементу российской экономики в целом, является низкая оценка международным финансовым сообществом его конкурентоспособности при острой конкуренции с другими национальными рынками за денежные ресурсы и отмечавшейся ранее масштабной зависимостью от спекулятивных иностранных инвесторов. Указанные условия в среднесрочном периоде крайне негативно влияют на способность российского фондового рынка привлекать денежные ресурсы из-за рубежа. В частности, технологические решения, заложенные на этапе формирования рынка РТС (более 90% расчетов за ценные бумаги в которой проходит по счетам за границей), на протяжении еще долгого времени будут позволять свободно вводить и выводить «горячие деньги» иностранных инвесторов, формируя, тем самым, рынок ценных бумаг, обладающий одной из самых высоких в мире волатильностей. В долгосрочной перспективе это приводит к высокому рыночному риску, увеличивает вероятность крупных финансовых кризисов.

Под конкурентоспособностью рынка ценных бумаг при этом можно понимать комплекс присущих ему преимуществ и недостатков в сравнении с другими рынками, который определяет степень его относительной привлекательности для неспекулятивных инвесторов, формируя определенный уровень риска, ликвидности и доходности этого рынка.

Объективную необходимость изучения конкурентоспособности вызывает тот факт, что все национальные рынки конкурируют друг с другом за ресурсы инвесторов, за торговую активность, за объемы предоставляемых услуг. В случае, когда некоторый фондовый рынок обладает небольшой операционной способностью, отличается неоправданно высокими рисками и нарушениями в честности и справедливости механизма ценообразования, предлагает неудобную и ненадежную архитектуру, его основными участниками неизбежно становятся преимущественно спекулятивные инвесторы, он постоянно проигрывает в объемах торговой активности, денежных ресурсов, поступающих для перераспределения. На таком рынке совершенно не развиваются или даже начинают сокращать свою деятельность брокерско-дилерские компании и другие профессиональные участники, сам рынок ценных бумаг начинает сжиматься за счет ухода за рубеж отечественных инвесторов, эмитентов и торговой активности по ценным бумагам, выпущенных резидентами. В результате заметно усиливается зависимость национального рынка от спекулятивных иностранных инвесторов, от движения внешних рынков, очень незначительной становится ликвидность рынка, а волатильность — высокой.

Конкурентоспособность являющегося частью экономики национального рынка ценных бумаг, безусловно, ограничивается «сверху» конкурентоспособностью страны, представляя собой, в некотором роде, функцию от нее. Учитывая, что для определения степени конкурентоспособности страны (рассматриваемой с разных точек зрения — от уровня экономического развития, платежеспособности и странового риска до уровня развития человеческого фактора) многолетняя практика позволила выработать надежную базу измерений, осуществляемых международными институтами, можно получить сопоставимую с другими странами количественную оценку конкурентоспособности рынка ценных бумаг.

С другой стороны, конкурентоспособность национального рынка ценных бумаг можно изучать в контексте каких-либо экономически обоснованных страновых группировок. Так, если вести речь о переходной или развивающейся экономике, то, очевидно, что ее конкурентоспособность ограничена «сверху» конкурентоспособностью всей группы формирующихся рынков в целом в сравнении с группой развитых фондовых рынков. При этом конкурентоспособность конкретного формирующегося рынка оказывается тем более высокой, чем сам он, по мнению иностранных инвесторов, оказывается ближе к развитым рынкам по степени зрелости.

Особую остроту данный вопрос приобретает в моменты масштабных фондовых кризисов, во время которых риски и волатильность формирующихся рынков, имеющих меньшую степень зрелости, становятся значительно выше по сравнению с формирующимися рынками, приближенными по зрелости к развитым рынкам.

Наряду с отмеченной глобальной взаимной зависимостью рынков могут существовать и более частные взаимозависимости, к числу которых можно отнести, во-первых, региональные связи (инвесторы направляют дополнительные средства в регион, на фондовых рынках регионов начинается подъем)¹, а, во-вторых, связи между расположенными в разных регионах рынками, которые, тем не менее, международные инвесторы считают рынками-аналогами (например, Россия и Бразилия). Такие рынки-аналоги, их развитие и динамика находятся в сильной взаимосвязи.

В итоге, например, величина предложения направляемых на российский фондовый рынок денежных ресурсов, при прочих равных условиях, зависит от следующих факторов:

- конкурентоспособности всех формирующихся рынков как группы (к которой принадлежит и Россия) в сравнении с развитыми рынками;
- сравнительной конкурентоспособности региона Центральной и Восточной Европы в сравнении с формирующимися фондовыми рынками Азии, Латинской Америки, побережья Европы (Греция, Турция), Ближнего Востока (Израиль);
- инвестиционной привлекательности фондового рынка России против рынков Польши, Чехии, Венгрии и других стран Центральной и Восточной Европы, стран Балтии;
- способности России конкурировать с другими крупными формирующимися рынками, с которыми она сопоставляется (Бразилия, Индонезия, Китай, Малайзия, Индия, Южная Африка и т. п.);
- уровня зрелости фондового рынка России по сравнению с другими формирующимися рынками в представлении внешних инвесторов.

Неравномерность развития наиболее крупных национальных рынков акций, вызванная конкурентным характером их взаимодействия, находит отражение в данных табл. 6.

Таблица 6

Конкурентность развития национальных рынков акций²

Страна	Динамика капитализации биржевых фондовых рынков (1987 = 100), %										
	1987	1989	1991	1993	1995	1997	1999	2000	2001	2002	2003
Развитые фондовые рынки											
Всего, в т. ч.	100	146,3	139,1	164,4	211,4	284,2	447,5	400,1	342,7	299,5	398,4
Рынки, быстро увеличившие свою рыночную нишу											
Франция	100	212,1	202,4	265,1	303,5	392,0	873,2	843,9	622,8	598,3	722,0

¹ Это вызвано тем, что для формирующихся рынков характерна высокая зависимость от иностранных инвесторов. Особенность управления портфелями ценных бумаг, выпущенных на формирующихся рынках, состоит в том, что их владельцы-нерезиденты вначале принимают решения о вложении средств в определенный регион (Латинская Америка, Восточная Европа, Азия и т. п.), а затем уже распределяют портфель по конкретным странам. Рынки, находящиеся в конкретном регионе, связаны друг с другом, образуют конгломерат рынков и находятся в конкуренции за ограниченную сумму ресурсов. Российский фондовый рынок часто рассматривают параллельно с другими ключевыми рынками Восточной Европы — Венгрии, Польши, Чехии. Соответственно, при прочих равных условиях, иностранные инвесторы вводят или выводят средства из целого региона, а региональная принадлежность конкретного национального рынка играет важное значение, определяя ресурсные возможности для его развития.

² Emerging Stock Markets Factbooks. Washington: International Finance Corporation, 1997–1999. Информация после 1999 г. получена по данным World Federation of Exchanges database (<http://www.world-exchanges.org>), FEAS Yearbook (<http://www.feas.org>).

Окончание табл. 6

Страна	Динамика капитализации биржевых фондовых рынков (1987 = 100), %										
	1987	1989	1991	1993	1995	1997	1999	2000	2001	2002	2003
Испания	100	172,9	207,7	167,1	277,8	407,9	608,0	710,3	659,5	650,2	1023
Рынки, постепенно увеличивающие свою рыночную нишу											
Швейцария	100	133,0	135,3	211,4	337,4	447,7	536,2	612,9	484,2	423,1	562,4
Германия	100	171,4	184,6	217,4	270,8	387,3	673,5	597,4	504,0	322,6	507,5
США	100	135,4	157,9	198,4	264,9	436,8	628,9	571,8	519,6	415,5	536,2
Рынки, имеющие устойчивую рыночную нишу, с темпами роста, соответствующими средним											
Великобритания	100	121,4	145,1	169,4	206,8	293,2	414,9	379,6	314,6	269,7	357,5
Канада	100	133,1	122,0	149,2	167,4	259,4	361,3	350,7	279,9	261,0	406,8
Рынки, теряющие рыночную нишу											
Япония	100	156,7	111,7	107,0	130,8	79,1	163,0	115,3	82,7	130,1	179,2
Формирующиеся фондовые рынки											
Всего, в т. ч.	100	224,6	259,8	493,5	582,3	672,1	871,0	793,7	753,6	893,8	1378
Рынки, быстро увеличившие свою рыночную нишу											
Индонезия	100	3309	10029	48455	97919	42801	94236	39453	33839	44241	80426
Китай	—	—	100	2000	2074	10175	14842	26526	23787	20784	23023
Турция	100	210,6	487,5	1164	645	1896	3506	2167	1467	1064	2127
Индия	100	160,0	279,6	574,4	745,6	753,2	1114	859,4	668,2	1462	3200
Мексика	100	269,0	1173	2397	1083	1870	1840	1496	1508	1242	1464
Рынки, постепенно увеличивающие свою рыночную нишу											
Гонконг	100	143,2	225,5	712,0	561,1	763,4	1126	1152	935,1	855,6	1321
Бразилия	100	262,5	253,0	588,2	873,3	1512	1349	1338	1102	720	1340
Рынки, утрачивающие рыночную нишу (среди формирующихся рынков)											
Малайзия	100	215,0	316,8	1191	1204	505,9	756,9	612,1	643,7	664,8	870,8
Тайвань	100	487,6	257,0	401,6	385,2	592,2	774,4	509,3	602,4	537,5	779,7
Южная Корея	100	428,3	293,0	423,7	553,2	127,2	930,2	450,8	590,9	656,7	906,2
Всего мировые фондовые рынки	100	149,6	144,2	178,3	227,1	300,6	465,3	416,6	375,6	324,8	440,2

В современных условиях фондовый рынок России является одним из самых волатильных рынков в мире, что свидетельствует о его выборе иностранными инвесторами лишь в качестве объекта инвестиций, обладающего наибольшими рисками и, следовательно, очень низкой конкурентоспособностью.

Иными словами, фактор принадлежности рынка конкретной страны к одной из выделенных групп является системообразующим и определяет насыщенность хозяйственного оборота ценными бумагами, волатильность и уровень рисков на рынке и в конечном итоге влияние, оказываемое внутри страны фондовым рынком при перераспределении денежных ресурсов на цели инвестиций.

Для того чтобы иметь возможность выявить роль ценных бумаг в перераспределении денежных ресурсов, необходимо оценить степень насыщенности хозяйственного оборота ими, воспользовавшись, например, оценкой значений показателя «Капитализация рынка акций / Валовой внутренний продукт». Периоду с 1998 по 2003 г. соответствовало представленное в табл. 7 распределение рынков по степени насыщенности хозяйственного оборота ценными бумагами. Данные таблицы свидетельствуют о том, что для основной части развитых рынков характерна капитализация выше 40–60% ВВП, тогда как на большинстве формирующихся рынков она не превосходит этого уровня. В частности, в 2003 г. имели капитализацию более 60% ВВП примерно 60% развитых рынков акций, причем 50% из них обладали капитализацией свыше 80% ВВП. С другой стороны, не превышала 40% ВВП капитализация на 70% формирующихся рынков, причем почти 60% указанных рынков имели капитализацию меньше 30% ВВП.

Таблица 7

Распределение национальных рынков по степени насыщенности хозяйственного оборота ценными бумагами¹

Капитализация фондового рынка / ВВП, %, (по внутренним эмитентам)	1998 г.		2003 г.	
	Развитые рынки	Формирующиеся рынки	Развитые рынки	Формирующиеся рынки
0—5		Армения Бангладеш Болгария Гватемала Доминиканская Республика Киргизия Македония Монголия Румыния Узбекистан Украина		Армения Бангладеш Киргизия Монголия Папуа Н. Гвинея Словакия Узбекистан Украина
5—10		Боливия Венесуэла Гондурас Замбия Иран Казахстан Латвия Литва Нигерия Эквадор		Болгария Грузия Казахстан Ливан Македония Намибия Румыния Свазиленд Сербия
10—20	Австрия	Аргентина Ботсвана Гана Зимбабве Иран Кения Колумбия Коста-Рика Кот-д'Ивуар Ливан Пакистан Перу Польша Россия Словения Тунис Турция Хорватия Чехия Шри-Ланка		Гана Колумбия Кот-д'Ивуар Латвия Литва Мексика Польша Чехия Шри-Ланка
20—30		Бразилия Венгрия Египет Индия Индонезия Кипр Китай Мальта Мексика Ямайка	Австрия	Венгрия Иран Марокко Молдавия Панама Перу Словения Турция Филиппины Хорватия

¹ Рассчитано по данным IMF International Financial Statistics (<http://ifs.apdi.net/imf>), World Federation of Exchanges, Federation of European Stock Exchanges (<http://www.fese.org>), FEAS Yearbook.

Окончание табл. 7

Капитализация фондового рынка / ВВП, %, (по внутренним эмитентам)	1998 г.		2003 г.	
	Развитые рынки	Формирующиеся рынки	Развитые рынки	Формирующиеся рынки
30—40	Исландия, Норвегия	Израиль Корея Оман Панама Саудовская Аравия Таиланд	Кипр	Египет Кения Китай Маврикий Оман
40—60	Германия Дания Италия Новая Зеландия Португалия	Маврикий Марокко Филиппины	Бельгия Германия Дания Ирландия Италия Новая Зеландия Норвегия Португалия	Аргентина Бразилия Индонезия Корея Мальта Пакистан Россия
60—80	Ирландия Испания Франция Япония	Греция Иордания Кувейт Чили	Греция Франция	Израиль Саудовская Аравия
80—100	Австралия Бельгия Канада	Тайвань	Исландия Испания Швеция	Индия Таиланд
100—150	США Финляндия Швеция	Малайзия Сингапур ЮАР	Австралия Великобритания Люксембург Канада Нидерланды США Финляндия Япония	Иордания Кувейт Тайвань Чили ЮАР
>150	Великобритания Люксембург Нидерланды Швейцария	Гонконг	Швейцария	Малайзия Сингапур Гонконг

Таким образом, хорошо развитые национальные экономики индустриально-го характера с высокими темпами экономического роста отличаются глубоким и развитым фондовым рынком (как и финансовым рынком в целом), более полным сбором и перераспределением денежных ресурсов. В противоположность им, для формирующихся рынков характерны низкая насыщенность хозяйственного оборота ценными бумагами и, соответственно, ограниченная способность к перераспределению денежных ресурсов.

В соответствии с данным критерием типичной страной с формирующимся рынком является Россия, значение индикатора «Капитализация рынка акций / ВВП» для которой в 1998 г. составляло 13,0%, в 2000 г. — 13,5%. Принадлежность российского рынка к группе формирующихся отражает тот факт, что в 1995—2000 гг. капитализация отечественного рынка акций ни разу не превышала 20% ВВП (табл. 8), и лишь подъем рынка в конце 2001 г. привел к преодолению этого 20%-ного барьера. В последующие годы рост продолжился (в 2003 г. — свыше 35%).

Таблица 8

Насыщенность ценными бумагами хозяйственного оборота в России¹

Показатель	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003
Капитализация рынка акций РТС, млрд долл.	14,0	36,0	72,0	17,0	32,4	35,0	69,3	92,9	158,4
Валовой внутренний продукт в текущих ценах, млрд долл.	338,5	420,1	423,1	271,0	168,4	259,3	300,0	341,0	451,1
Капитализация рынка акций РТС / ВВП, %	4,1	8,6	16,5	13,0	19,2	13,5	23,1	27,3	35,1

Для того чтобы иметь возможность провести сопоставимые измерения рыночного риска для различных стран, можно воспользоваться семейством фондовых индексов MSCI. В табл. 9 представлены выборочные результаты сравнительного анализа волатильности (отражающей рыночный риск) рынков акций 50 стран, проведенного на основе месячных значений фондовых индексов за восемь лет.

Таблица 9

Сравнительный анализ волатильности рынков акций отдельных стран²

Фондовые индексы по странам (декабрь 1995 г. — декабрь 2003 г.)				
№ п/п	Страна	Коэффициент вариации, %	Коэффициент «Максимум по ряду/ Средняя по ряду»	Коэффициент «Средняя по ряду/ Минимум по ряду»
1	Австралия	8,54	1,35	1,26
2	Норвегия	14,00	1,37	1,42
3	Австрия	15,56	1,46	1,36
...				
6	Великобритания	17,92	1,33	1,40
...				
12	Гонконг	21,01	1,48	1,69
...				
17	Канада	22,73	1,73	1,57
18	Италия	23,55	1,43	1,65
19	США	23,84	1,44	1,75
20	Испания	24,04	1,39	1,87
...				
22	Франция	24,55	1,53	1,63
23	Япония	24,85	1,47	1,69
24	Германия	24,89	1,59	1,82
...				
41	Колумбия	41,62	1,98	2,07
42	Греция	42,77	2,16	2,05
43	Россия	46,53	2,04	5,97
44	Турция	49,39	2,74	2,21
45	Малайзия	49,51	2,18	3,73
46	Финляндия	52,62	2,44	3,18
47	Китай	59,08	2,67	2,67
48	Филиппины	70,03	2,59	3,34
49	Таиланд	89,73	3,70	3,51
50	Индонезия	91,34	3,06	4,58

¹ Рассчитано по данным Банка России, РТС.

² Рассчитано по динамическим рядам месячных значений страновых индексов, сформированных на основе данных MSCI (<http://www.msci.com>). Фондовые индексы построены на основе значений курсовой стоимости акций, рассчитанных в долл. США на конец месяца.

Данные таблицы свидетельствуют о том, что с точки зрения рыночного риска рынок ценных бумаг России является одним из худших в мире и находится в группе стран с формирующимися рынками, оцененная по коэффициенту вариации значений фондовых индексов волатильность которых в несколько раз (до 5—8 раз) выше, чем на развитых рынках¹. При этом отношение максимальных значений фондовых индексов к средним по этой группе стран в 2—3 раза выше, а отношение средних значений фондовых индексов к минимальным по указанной группе стран в 3—4 раза выше в сравнении с рынками, являющимися стабильными, тогда как ежемесячная волатильность, определяемая стандартными отклонениями месячных значений фондовых индексов, в 4—7 раз выше.

Иными словами, для формирующихся рынков как группы характерны более высокие значения волатильности и рыночного риска по сравнению с развитыми рынками (табл. 10). В частности, значения коэффициента вариации меньше 30% имели 86% развитых рынков акций — в сравнении с 52% формирующихся рынков, а коэффициент вариации ниже 20% был у 33% развитых рынков — и всего лишь у 7% формирующихся.

Таблица 10

Распределение национальных рынков акций по уровню волатильности²

Фондовые индексы по странам (декабрь 1995 г. — декабрь 2003 г.)				
Коэффициент вариации, %	Развитые рынки	Итого	Формирующиеся рынки	Итого
0—10	Австралия	1		
10—20	Австрия, Великобритания, Дания, Ирландия, Норвегия, Швейцария	6	Иордания, Польша	2
20—30	Бельгия, Германия, Испания, Италия, Канада, Нидерланды, Новая Зеландия, Португалия, США, Франция, Япония	11	Бразилия, Венгрия, Гонконг, Израиль, Индия, Марокко, Мексика, Перу, Сингапур, Тайвань, Чехия, Чили, ЮАР	13
30—40	Швеция	1	Аргентина, Венесуэла, Египет, Корея, Пакистан, Шри-Ланка	6
40—50	Греция	1	Колумбия, Малайзия, Россия, Турция	4
50—60	Финляндия	1	Китай	1
60—70				
70—80			Филиппины	1
80—100			Индонезия, Таиланд	2
	Итого стран	21	Итого стран	29

Наряду с отмеченным фактом большей подверженности формирующихся рынков рыночному риску по сравнению с развитыми рынками, их собственное внутригрупповое распределение также весьма неоднородно. Так, в 1995—2003 гг. внутри формирующихся рынков сложилась группа стран с особенно высокими значениями рыночного риска (Индонезия, Китай, Таиланд, Филиппины, отчасти Россия, Малайзия и Турция).

Как правило, чем более зрелый характер носит формирующийся рынок, чем ближе его развивающаяся или переходная экономика к развитым странам (прежде всего, в ощущении инвесторов), тем меньшие значения рыночного риска он испытывает в долгосрочной перспективе, тем более устойчивым является

¹ Исключение составляет Финляндия, коэффициент вариации по рынку которой очень высок, так как в 1995—2000 гг. фондовый индекс вырос в 8—11 раз.

² Рассчитано по данным табл. 10.

и тем меньшие спады переживает при шоковых сокращениях спроса международных инвесторов на обращающиеся на нем ценные бумаги.

Как видно из табл. 10, в последние годы волатильность отечественного рынка акций в 2—3 раза превышала показатели рынков Чехии, Польши и Венгрии. Поэтому не вызывает удивления тот факт, что, несмотря на общую принадлежность России и этих стран Восточной Европы к категории формирующихся рынков, инвесторы относят их к разным группам зрелости рынков и рыночного риска.

Наконец, исключительно велико внутрирегиональное взаимное влияние рынков, в силу чего их группировка по регионам имеет большое значение в оценке рыночного риска. Так, например, общеизвестны факты ухода инвесторов из региона в целом. В конце 1990-х гг. с позиций регионального мышления иностранных инвесторов более зрелыми по сравнению с рынками Юго-Восточной Азии и России являлись рынки Латинской Америки, переходных стран Центральной и Восточной Европы, отличавшиеся меньшей подверженностью спекулятивным потокам капитала и более высокой устойчивостью рынков акций к внешним шокам. По данным табл. 10, последние имели в 2—4 раза меньший уровень волатильности, чем Россия и азиатский регион.

Источники

- Бард В. С.* Инвестиционные проблемы российской экономики. М., 2000.
Миркин Я. М. Защита внутреннего рынка акций // Рынок ценных бумаг. 2000. № 18. С. 31—33.