

ФИНАНСОВЫЕ РЫНКИ

Е. В. Дорохов

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

РОЛЬ ОТРАСЛЕВОЙ И ФИНАНСОВОЙ СТРУКТУРЫ ЭКОНОМИКИ В РАЗВИТИИ НАЦИОНАЛЬНЫХ РЫНКОВ ЦЕННЫХ БУМАГ

В связи с неравномерным географическим размещением природных ресурсов для экономик различных стран мира характерны достаточно сильные отраслевые особенности. В мире существует множество типов экономик: монопродуктовые развивающиеся, аграрные, сырьевые, диверсифицированные индустриальные, развитые экономики, специализирующиеся на финансовых услугах, и т. п. Отраслевая специфика любой экономики с учетом значительной разницы в составе эмитентов, в структуре предложения ценных бумаг, в составе инвесторов определяет и существенные различия в структуре капитализации фондового рынка, в структуре спроса на ценные бумаги. Иными словами, отраслевая структура хозяйства страны с неизбежностью формирует сходную структуру внутреннего рынка ценных бумаг, в рамках которой эмитенты одной отраслевой принадлежности доминируют над компаниями, принадлежащими к другим отраслям.

Особенностью рынков, относящихся к категории формирующихся (в число которых входит и Россия), наряду с доминированием на них иностранных инвесторов часто выступает сырьевая и экспортная направленность хозяйства. В случае небольших формирующихся рынков свой отпечаток накладывает монопродуктовая структура экономики. Наконец, зачастую возникает ситуация, когда лишь несколько предприятий способны котироваться на фондовом рынке (например, местные банки с иностранным участием и компании, производящие продовольствие).

Для иллюстрации сформулированного положения можно привести обобщенные результаты проведенного по 34 формирующимся рынкам анализа влияния, которое оказывает отраслевая структура хозяйства на структуру рынка ценных бумаг (табл. 1). Была рассмотрена отраслевая принадлежность 238 компаний, занимающих 1—7-е места по капитализации на рынке акций, которые обычно формируют 40—60% капитализации внутреннего рынка акций (на больших рынках — до 90—95% капитализации).

Таблица 1

Отраслевая структура рынков акций по выборке стран¹

Отраслевая принадлежность компаний, занимающих 1–7-е места по капитализации на рынке акций (январь 2001 г.)						
Банковское дело	Финансовые холдинги и инвестиционные компании	Страхование и операции с недвижимостью	Коммуникации	Добыча нефти и газа	Нефтепереработка	Транспортировка газа и других энергоносителей
73 банка в 32 странах	13 финансовых институтов в 9 странах	6 финансовых институтов в 6 странах	32 компании в 17 странах	9 компаний в 5 странах	10 компаний в 7 странах	3 компании в 2 странах
Электроэнергетика	Химическая и фармацевтическая индустрия	Производство цемента и строительных материалов	Пищевая индустрия и производство напитков	Производство табачных изделий	Добыча алмазов и металлической руды	Металлургия и металлообработка
7 компаний в 7 странах	12 компаний в 5 странах	10 компаний в 9 странах	15 компаний в 13 странах	6 компаний в 5 странах	3 компании в 2 странах	5 компаний в 4 странах
Электронное и электромашиностроение, программное обеспечение и информационные технологии		Производство пластмасс, бумаги, одежды и текстиля, промышленное производство диверсифицированной продукции, торговля, гостиничное дело, общественное питание, бизнес-услуги, производство телевизионных программ, водный транспорт, почтовые услуги, диверсифицированные холдинги, прочие (неклассифицируемые) отрасли				
9 компаний в 4 странах		25 компаний из 17 стран				
Итого: 238 компаний в 34 странах						

Из табл. 1 следует, что к типичным чертам формирующихся рынков можно отнести высокую долю финансовых институтов среди компаний с наиболее высокой капитализацией на рынке (92 из 238 компаний, или 38,7% выборки). Более того, в некоторых мусульманских странах и странах Латинской Америки банками (преимущественно) или другими финансовыми институтами являются от 3 до 6 компаний из 7, имеющие наиболее высокую капитализацию (табл. 2). Банки входят в состав наиболее капитализированных компаний в 32 из 34 рассмотренных стран, причем во всех странах Восточной Европы (Венгрия, Польша, Словакия, Чехия) в числе компаний, занимающих 1–7-е места по капитализации на рынке акций, находится от 1 до 4 банков.

Таблица 2

Роль банков и других финансовых институтов в капитализации рынков акций²

Количество банков и других финансовых институтов в числе компаний, занимающих 1–7-е места по капитализации на рынке акций (январь 2001 г.)			
3 из 7 компаний	4 из 7 компаний	5 из 7 компаний	6 из 7 компаний
Аргентина, Бразилия, Израиль, Колумбия, Нигерия, Перу, Филиппины	Венесуэла, Зимбабве, Греция, Оман, Польша, ЮАР	Марокко, Турция	Бахрейн, Саудовская Аравия

Еще одной типичной чертой, присущей формирующимся рынкам (в частности, странам Восточной Европы (Венгрия, Польша, Чехия) и России) и связанной с их зависимостью от интересов нерезидентов, является весома

¹ Анализ отраслевой структуры по 34 формирующимся рынкам акций сделан на основе справочника «Standard & Poor / IFC Emerging Stock Market Review (Performance, Valuations and Constituents), January 2001». С этой целью рассматривалась композиция индексов S & P/IFCG Global по каждой стране, выделялись первые по капитализации 7 компаний. Далее на основе отраслевого классификатора SIC, приведенного в справочнике, и соответствующего кода SIC, присвоенного компаниям, определялась их отраслевая принадлежность.

² Составлено на основе тех же данных, что и табл. 1.

доля эмитентов телекоммуникационной отрасли среди компаний, имеющих наиболее высокую капитализацию на рынке (32 из 238 компаний, или 13.4% выборки).

Таким образом, несмотря на то что структура рынков акций в целом довольно точно отражает экономические приоритеты и отраслевую структуру отдельных стран, более 50% компаний, занимающих 1—7-е места по капитализации, на формирующихся рынках относится к финансовому сектору и сектору телекоммуникаций (табл. 3).

Таблица 3

Отраслевая структура рынков акций отдельных стран¹

Добыча нефти и газа	Россия (4 из 7 компаний)
Химия и фармацевтика	Венгрия (4 из 7 компаний), Пакистан
Электронное и электромашиностроение, программное обеспечение и информационные технологии	Индия (3 из 7 компаний), Тайвань (4 из 7 компаний), Китай, Южная Корея
Добыча алмазов	ЮАР (2 из 7 компаний)
Производство табачных изделий	Индия, Индонезия (2 из 7 компаний), Шри-Ланка
Пищевая индустрия и производство напитков	Нигерия (3 из 7 компаний)

В табл. 4 содержится развернутый сравнительный анализ отраслевой структуры рынков акций России и других формирующихся рынков. К особенностям нашей страны можно отнести большую сырьевую направленность ее рынка ценных бумаг (7 крупнейших компаний охватывают более 65% капитализации рынка), а также нетипичное для формирующихся рынков отсутствие банков² и предприятий высоких технологий³ (в отличие от Венгрии, Китая, Южной Кореи, Тайваня и др.) среди российских компаний, имеющих наиболее высокую капитализацию.

Таблица 4

Сравнительная характеристика отраслевой структуры рынков акций России и других формирующихся рынков⁴

Страны	Отраслевая принадлежность компаний, занимающих ведущее место в капитализации рынка (январь 2001 г.)						
	1-е место по капитализации	2-е место по капитализации	3-е место по капитализации	4-е место по капитализации	5-е место по капитализации	6-е место по капитализации	7-е место по капитализации
Россия	Добыча нефти и газа	Добыча нефти и газа	Добыча нефти и газа	Электроэнергетика	Металлургия	Коммуникации	Добыча нефти и газа
Китай	Коммуникации	Банковское дело	Коммуникации	Банковское дело	Добыча нефти и газа	Электронное и электромашиностроение	Добыча нефти и газа

¹ Составлено на основе тех же данных, что и табл. 1.

² Отсутствие финансовых институтов, прежде всего банков, среди российских компаний с крупнейшей капитализацией, если судить по международной практике, неизбежно будет преодолено (с наибольшей вероятностью — Сберегательным банком РФ, чьи акции уже в конце 90-х гг. были ключевыми ценными бумагами отечественного фондового рынка).

³ В 2001 г. ни одно российское предприятие электронного машиностроения не имело биржевых котировок; количество машиностроительных предприятий, ценные бумаги которых прошли биржевой листинг, исчислялось единицами. К 2004 г. ситуация несколько улучшилась — по состоянию на 1 сентября 2004 г. на долю российских предприятий из отраслей информационных технологий и электронного машиностроения приходилось 1,5% суммарной капитализации отечественного рынка акций.

⁴ Составлено на основе тех же данных, что и табл. 1.

Окончание табл. 4

Страны	Отраслевая принадлежность компаний, занимающих ведущее место в капитализации рынка (январь 2001 г.)						
	1-е место по капитализации	2-е место по капитализации	3-е место по капитализации	4-е место по капитализации	5-е место по капитализации	6-е место по капитализации	7-е место по капитализации
Южная Корея	Электронное и электромашиностроение	Коммуникации	Коммуникации	Металлургия	Электроэнергетика	Банковское дело	Коммуникации
Тайвань	Электронное и электромашиностроение	Электронное и электромашиностроение	Страхование	Электронное и электромашиностроение	Банковское дело	Электронное и электромашиностроение	Производство пластмасс
Венгрия	Коммуникации	Банковское дело	Добыча нефти и газа	Химическая индустрия	Химическая и фармацевтическая индустрия	Химическая и фармацевтическая индустрия	Химическая и фармацевтическая индустрия
Польша	Коммуникации	Банковское дело	Нефтепереработка	Торговля	Банковское дело	Банковское дело	Банковское дело
Чехия	Коммуникации	Электроэнергетика	Коммуникации	Банковское дело	Банковское дело	Производство табачных изделий («Филипп Моррис»)	Нефтепереработка
Бразилия	Нефтепереработка	Нефтепереработка	Коммуникации	Пищевая индустрия	Банковское дело	Банковское дело	Банковское дело
Турция	Банковское дело	Финансовые холдинги и инвестиционные компании	Коммуникации	Банковское дело	Прочие (неклассифицируемые) отрасли	Банковское дело	Банковское дело

Проведенный для сравнения анализ отраслевой структуры развитых рынков ценных бумаг (1995—1996 гг.) демонстрирует высокий уровень диверсификации, относительно небольшую концентрированность на узкой группе отраслей, существенную долю в общей капитализации рынка акций предприятий, производящих продукцию более высокой степени переработки, одновременно с высокой (до 30—40%) долей финансового сектора в капитализации рынка акций (табл. 5).

Таблица 5

Характеристика отраслевой структуры рынков акций индустриальных стран¹

Доли различных отраслей в рынках акций индустриальных стран, %	
Австрия	Банки — 20%, страхование — 11%, энергетика — 19%, машиностроение, транспорт и технологии — 17%, строительные материалы — 6%, прочие — 27%
Бельгия	Банки и финансовые услуги — 16%, страхование — 8%, электроэнергетика — 19%, химия — 11%, холдинговые компании — 20%, прочие — 26%
Дания	Банки — 15%, страхование — 4%, инвестиционные и юнит-трасты — 5%, промышленность — 41%, транспорт — 16%, коммерция и услуги — 19%
Финляндия	Банки и финансовые услуги — 5%, страхование и инвестиции — 4%, металлообработка и инженерия — 15%, лесная промышленность — 15%, прочая промышленность — 47%, услуги — 10%, многоотраслевые компании — 4%

¹ Рассчитано по данным из (The LGT Guide to World Equity Markets. 1997). В табл. 5 приведены данные на конец 1996 г. (использовались в основном показатели капитализации рынка, при отсутствии последних брались показатели оборотов по сделкам с акциями). Выбраны биржевые рынки, по которым опубликованы данные об их отраслевой структуре.

Окончание табл. 5

Доли различных отраслей в рынках акций индустриальных стран, %	
Германия	Банки — 15%, страхование — 11%, электроника — 11%, коммунальное хозяйство — 12%, автомобильная промышленность — 16%, химия — 22%, прочие — 12%
Гонконг	Финансовые институты — 16%, операции с недвижимостью — 32%, коммунальное хозяйство и энергетика — 10%, промышленные предприятия — 13%, консолидированные компании — 27%, прочие — 2%
Италия	Банки — 15%, страхование — 15%, коммунальные предприятия — 28%, минералы, металлургия, нефть — 17%, автомобильная промышленность — 6%, прочие — 19%
Япония	Банки и финансовые услуги — 23%, страхование — 1%, электроэнергетика и газовая промышленность — 4%, машиностроение и металлообработка — 26%, химия — 5%, торговля — 8%, прочие — 33%
Новая Зеландия	Банки и финансовые институты — 0,3%, инвестиции — 9%, энергетика и топливная промышленность — 11%, коммуникации и средства массовой информации — 29%, лесная — 18%, транспорт и туризм — 10%, прочие — 22,7%
Норвегия	Банки — 8%, страхование — 3%, промышленность — 62%, транспорт — 19%
Испания	Банки — 24%, электроэнергетика, водо- и газоснабжение — 23%, коммуникации — 11%, нефть и химия — 7%, строительство — 3%, прочие — 32%
Швеция	Банки, финансовые услуги и инвестиции — 20%, инженерия — 40%, химия и фармацевтика — 17%, лесная промышленность — 6%, строительство и недвижимость — 4%, прочие — 13%
Великобритания	Банки и финансовые услуги — 22%, страхование — 12%, тяжелая индустрия — 17%, производство потребительских товаров — 16%, услуги — 25%, прочие — 8%
Ирландия	Финансовые институты — 37%, пищевая промышленность — 14%, строительство — 14%, бумажная промышленность и упаковка — 11%, фармацевтическая промышленность — 9%, прочие — 15%

Приведенные данные, отражающие результаты сравнительного анализа отраслевой структуры рынков акций России и развитых стран, не оставляют сомнений в наличии значительного разрыва между их соответственно упрощенным и диверсифицированным характерами. В попытке выйти в дальнейшем на более зрелую стадию развития российского фондового рынка этот разрыв еще предстоит преодолеть.

Наряду с отраслевой структурой финансовая структура отечественной экономики также является одним из ключевых факторов формирования рынка ценных бумаг России. Важнейшими составляющими этого воздействия выступают размер дефицита инвестиций, величина налогового бремени, процентные ставки, валютный режим и уровень либерализации счета капиталов, степень использования государством внутренних денежных ресурсов, доля центрального банка в их перераспределении, соотношения между долговым финансированием и собственными средствами, динамика цен и др.

Так, например, от дефицита инвестиций напрямую зависит величина спроса на ценные бумаги. В свою очередь, увеличение доли денежных ресурсов, используемых государством, и рост налогового бремени приводят к уменьшению свободных денежных средств, находящихся в распоряжении негосударственных компаний и населения, что, в свою очередь, оказывает подавляющее действие на фондовый рынок (причем как со стороны спроса, так и со стороны предложения ценных бумаг). Вследствие высокой доли, приходящейся в перераспределении денежных ресурсов на Центральный банк, происходит ослабление денежных потоков, идущих через коммерческие банки, брокерско-дилерские компании и другие финансовые посредники, и тем самым сужение финансового рынка, включая рынок ценных бумаг в качестве его сегмента. Кроме того, ресурсные границы и структура фондового рынка определяются валютным режимом, степенью либерализации счета капиталов и процентными ставками, которые влияют на возможность проведения операций иностранными инвесторами на внутреннем рынке и резидентами на внешних рынках, степень спекулятивности рынка ценных бумаг, а также соотношение между его различными сегментами. Учитывая, что ценные бумаги являются частью товарного мира и, следовательно, в этом своем качестве открыты для инфляционного воздействия на цены, легко понять, что

существенное воздействие на динамику курсов ценных бумаг оказывает долгосрочная динамика цен на товары и услуги в макроэкономике.

Для иллюстрации сформулированных положений целесообразно привести их статистическое обоснование.

В соответствии с прогнозом Правительства РФ потенциальные потребности нашей страны в инвестициях на ближайшие 20—25 лет составляют около 2,5 трлн долл. (что составляет примерно 100 млрд долл. в год)¹. Имеется также ряд других, весьма разнохарактерных оценок, которые тем не менее подтверждают совокупную потенциальную потребность России в инвестициях на ближайшие 4—5 лет в 400—450 млрд долл. и, следовательно, несоответствие этим цифрам реального размера инвестиций в экономику (табл. 6).

Таблица 6

Инвестиции в экономику России²

Годы	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003
Инвестиции в основной капитал в отрасли экономики, млрд долл.	27,3	49,7	58,5	73,4	70,7	41,9	24,8	41,4	49,9	55,5	74,2

Поэтому правомерно говорить об остром дефиците инвестиций для модернизации российской экономики, причем, как следует из данных табл. 6, размер дефицита инвестиций можно оценить в 40—70% от общей потребности в них (этот дефицит может достигнуть 80—90% при падении цен на нефть и другое российское экспортное сырье).

Содержательная интерпретация роли дефицита как фактора, определяющего масштабное сужение рынка ценных бумаг, состоит в том, что в переходной экономике России фондовый рынок является одним из каналов привлечения денежных средств в инвестиции. В частности, чем выше дефицит инвестиций, тем меньше проводится эмиссий ценных бумаг, крайне лимитированы возможности финансовых посредников по осуществлению корпоративного финансирования через фондовый рынок и в итоге тем уже рынок ценных бумаг.

К числу системообразующих факторов, формирующих фондовый рынок, относится степень вмешательства государства в экономику. Одним из способов оценки этого вмешательства является его измерение на основе доли использования государством внутренних денежных ресурсов. В последние годы для нашей страны был характерен один из самых высоких в мире уровней отвлечения внутреннего кредита на цели покрытия нужд государства (табл. 7), причем подобный вывод справедлив по отношению как к развитым странам, так и к странам с развивающейся и переходной экономикой (в октябре 1997 г. Индонезия — -8,0%, Южная Корея — -1,5%, Малайзия — -0,2%, Чехия — 2,6%, Китай — 3,3%, Польша — 30%, Индия — 48,2%, Россия — более 55%³). С точки зрения воздействия на фондовый рынок, фактор использования государством внутренних денежных ресурсов на собственные нужды можно отнести к категории «антирыночных» — чем выше степень такого использования, т. е. чем более сильные стимулы создаются для перераспределения денежных ресурсов в пользу государства, тем уже ниша для рынка корпоративных ценных бумаг и тем меньше денежных ресурсов направляется через последний на развитие экономики.

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>).

² По данным Росстата (<http://www.gks.ru>).

³ По данным IMF International Financial Statistics (<http://ifs.apdi.net/imf>).

Таблица 7

Использование в России внутреннего кредита на покрытие нужд государства¹

Показатели	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003
(Нетто-обязательства центрального правительства + + обязательства региональных правительств) / Внутренний кредит, на конец года, %	19,0	36,7	45,8	57,8	57,8	65,1	60,9	43,5	32,2	28,4	18,8

По сведениям IMF International Financial Statistics, относящимся к 14 развитым рынкам, в конце 1996 г. только по одной стране (Бельгия) нетто-требования банковской системы на центральное правительство составляли 46% внутреннего кредита, по 2 странам находились в диапазоне 20—40%, по 9 странам колебались между 5—20%, по 2 странам находились в диапазоне ниже 5%. В 2000—2003 гг. ситуация изменилась, однако по-прежнему только три страны (из 22 стран с развитыми фондовыми рынками (табл. 8)) имели сопоставимый с показателем России размер участия правительства во внутреннем кредите.

Таблица 8

Доля правительства во внутреннем кредите в 2003 г., %²

Страны	0—10	10—15	15—30	30—100
Новая Зеландия, Норвегия, Швеция	Австралия (1,0), Великобритания (1,3), Дания (6,1), Ирландия (0,6), Нидерланды (7,6), Португалия (2,0), Финляндия (7,6), Швейцария (8,8)	Австрия (14,3), Испания (14,0), Канада (12,8), США (11,2)	Германия (17,9), Италия (18,5), Кипр (20,4), Франция (15,9)	Бельгия (32,1), Греция (31,0), Япония (34,9)

Несмотря на резкое сокращение в 2000—2003 гг. доли участия государства во внутреннем кредите России (в конце 2003 г. — 18,8%) и, как следствие, высвобождение значительных денежных ресурсов, направленных в реальный сектор, можно прогнозировать, что участие правительства во внутреннем кредите обладает в будущем потенциалом расширения. Это вызвано сохраняющейся высокой волатильностью цен на экспортные товары и продолжающимися в ближайшие годы значительными платежами по внешнему долгу.

Схожее воздействие оказывает доля, приходящаяся в распределении денежных ресурсов на Центральный банк (т. е. монетарные власти). Размер свободных денежных средств, которые могут перераспределяться через финансовый рынок и, в частности, емкость тех его сегментов, которые опосредуются обращением ценных бумаг, будет тем меньше, чем в большей мере огосударствлено движение денежных ресурсов.

Свидетельством этого факта выступает составленная по 66 (22 развитым и 44 формирующимся) рынкам ценных бумаг таблица. Из табл. 9 следует, что по мере роста роли Центрального банка (монетарных властей) в перераспределении денежных ресурсов происходит снижение капитализации рынка акций, а также уменьшение насыщенности хозяйственного оборота ценными бумагами.

¹ Рассчитано по данным денежного обзора Банка России (<http://www.cbr.ru>).

² Рассчитано по данным IMF International Financial Statistics. В расчет принималась задолженность центрального и местного правительств, а также государственного сектора.

Таблица 9

Влияние доли центрального банка в перераспределении денежных ресурсов на фондовые рынки¹

Капитализация рынка акций / ВВП, %, 2003 г.	Активы Центрального банка / Деньги + Квази-Деньги, %, 2003 г.						
	0—15	15—30	30—45	45—60	60—80	80—100	выше 100
0—15	Бангладеш	—	Латвия, Шри-Ланка	Словакия	Болгария, Монголия, Румыния, Свазиленд, Украина	—	Армения, Казахстан, Киргизия
15—30	Австрия	—	Кения, Марокко, Мексика, Польша, Хорватия, Чехия	Литва, Словения	Колумбия, Перу, Турция	Иран	—
30—45	Германия, Новая Зеландия, Португалия	Италия, Китай	Кипр, Маврикий, Норвегия	—	Египет	Бразилия, Россия	—
45—60	Бельгия	Греция, Ирландия	Корея, Пакистан	—	Индонезия	—	Аргентина
60—80	Дания, Испания, Франция	Израиль	Таиланд	Саудовская Аравия	—	—	—
80—100	Канада, Нидерланды, ЮАР	Индия, Финляндия, Швеция	—	—	—	—	—
Выше 100	Австралия, Великобритания, США	Гонконг, Кувейт, Швейцария, Япония	—	Иордания, Малайзия	Чили	Сингапур	—

Бросается в глаза тот факт, что для формирующихся рынков по сравнению с развитыми характерна значительно большая роль центрального банка. Это еще одно свидетельство в пользу аргумента о принадлежности России к категории формирующихся (а не развитых) рынков ценных бумаг — во многих чертах финансовая структура хозяйства нашей страны является типичной для этой группы рынков.

Весьма заметное воздействие на соотношение размеров различных сегментов фондового рынка оказывает проводимая властями политика высоких (особенно сверхвысоких) доходностей на рынке государственных ценных бумаг. Через механизм оценки рынком временной стоимости денег повышение процента автоматически ведет к падению рыночной стоимости акций и облигаций, что с неизбежностью вызывает перераспределение денежных ресурсов из сектора корпоративных ценных бумаг на рынок государственных фондовых инструментов.

Для сравнения доходностей государственных краткосрочных ценных бумаг, имевших место в период до финансового кризиса в августе 1998 г. на фондовых рынках ряда стран, включая Россию, следует обратиться к табл. 10. Приведенные по 86 странам данные таблицы демонстрируют, что даже в номинальном выражении величина доходности по рынку ГКО — ОФЗ в России была одной из самых высоких в мире в 1995—1998 гг. по сравнению с рынками краткосрочных государственных ценных бумаг в других странах.

¹ Рассчитано по данным IMF International Financial Statistics, World Federation of Exchanges database (<http://www.world-exchanges.org>), FEAS Yearbook (<http://www.feas.org>).

Таблица 10

Сопоставление доходностей государственных краткосрочных ценных бумаг по выборке стран¹

Средняя доходность краткосрочных государственных заимствований, % (IV кв. 1995 г. — II кв. 1998 г.)										
Ниже 5%	Швейцария	Япония	Бельгия	Германия	Франция	Канада				
	1,66	2,57	3,47	3,48	3,85	4,25				
От 5 до 10%	Австрия	США	Мальта	Швеция	Португалия	Эфиопия	Финляндия	Ирландия	Испания	Австралия
	5,03	5,08	5,09	5,11	5,39	5,60	5,80	5,89	5,95	5,97
	Великобритания	Гонконг	Норвегия	Малайзия	Сингапур	Кувейт	Италия	Исландия	Непал	Кипр
	6,38	6,44	6,56	6,64	6,67	6,99	7,07	7,10	7,47	8,24
	Дания	Новая Зеландия	Оман	Китай						
8,31	8,37	9,30	9,82							
От 10 до 20%	Аргентина	Латвия	Панама	Греция	Иордания	Нигерия	Корея	Чехия	Филиппины	Таиланд
	10,28	10,47	10,81	11,02	11,63	12,06	12,16	12,99	13,31	13,93
	Бангладеш	Израиль	Эстония	Танзания	Шри-Ланка	Ливан	Египет	Литва	Индия	Пакистан
	14,00	14,05	14,18	14,18	14,35	14,38	14,41	14,47	14,68	14,72
	Южная Африка	Намбия	Боливия	Словакия	Чили	Хорватия	Гватемала	Маврикий		
15,13	15,49	16,33	16,96	17,31	18,26	19,6	19,91			
От 20 до 40%	Польша	Доминиканская Республика	Венгрия	Лаос	Индонезия	Кения	Коста-Рика	Казахстан	Мексика	Бразилия
	21,3	21,68	22,3	22,6	22,97	22,98	24,81	25,87	25,91	28,10
	Перу	Парагвай	Гондурас	Замбия	Молдова	Венесуэла	Киргизия	Колумбия		
28,35	28,55	30,53	31,04	32,51	34,47	36,22	39,19			
Выше 40%	Гана	Армения	Эквадор	Белоруссия	Россия	Румыния	Украина	Болгария	Монголия	
	40,36	46,41	48,62	52,86	60,84	61,07	65,54	69,80	76,98	

Вместе с тем исследования подобного рода, принимающие во внимание номинальную величину доходности, являются не вполне адекватными. Дело в том, что при этом не принимается в расчет не вызывающий сомнений факт ориентации инвесторов (в особенности на формирующихся рынках) в большей мере на валютную (реальную) доходность вложений в финансовые активы. Поэтому необходимо скорректировать результаты анализа доходности по рынку ГКО — ОФЗ, перейдя к их выражению в валюте (табл. 11). С целью акцентирования внимания на позиции России в другой таблице сравнение проведено только по процентным ставкам демонстрировавших в 1995—1998 гг. наиболее высокую доходность своих краткосрочных государственных ценных бумаг стран «замыкающей группы» (см. табл. 10).

¹ По данным IMF International Financial Statistics.

Таблица 11

Сопоставление рыночного уровня процента в валютном выражении по выборке стран¹

Средний уровень рыночного процента по инвестициям в валютном выражении (в долл. США) (по группе стран, имеющих наиболее высокий рыночный процент), %, (IV кв. 1995 — II кв. 1998 г.)							
Болгария	Бразилия	Киргизия	Эквадор	Молдова	Гана	Румыния	Армения
19,21	25,83	29,58	30,51	31,79	32,09	36,41	43,43
Россия	Украина	Монголия					
53,16	55,75	63,51					

Как видно, Россия находилась в составе очень узкой группы стран (совместно с Монголией и Украиной) с экстремально высокими значениями доходности государственных ценных бумаг в валютном выражении. Одной из причин сверхвысокой доходности являлся дефицит денежных ресурсов, вызванный, в свою очередь, искусственно низкой насыщенностью оборота денежными ресурсами, а также поддержанием центральным банком заниженной монетизации. К числу других причин можно отнести применение Банком России в 1990-е гг. искусственно высоких процентных ставок при шоковых изменениях их размера (май — июнь 1998 г.), а также неестественно высокую доходность государственных ценных бумаг в 1996 и 1998 гг. (при доминировании Банка России и Сбербанка, доля которых в 1996—1998 гг. по экспертным оценкам, составляла более 50% рынка ГКО — ОФЗ). Совокупность названных факторов ограничивала поступление денежных ресурсов на рынки акций, корпоративных облигаций и банковских кредитов в реальный сектор, оказывая тем самым негативное влияние на возможности экономического роста.

Нормализация искусственно завышенного в 1990-е гг. уровня процента была проведена Банком России только в середине 1999 г., когда он начал увеличение нормы обязательных резервов (до 10% по валютным средствам и до 7% — по рублевым с января 2000 г.) с одновременным постепенным снижением ставки рефинансирования (с 60% в июне 1999 г. до 33% с марта 2000 г. и 25% с ноября 2000 г.). В последующие годы норма обязательных резервов уменьшалась (с августа 2004 г. — 2% по обязательствам перед банками-нерезидентами и 3,5% по иным обязательствам), продолжила свое снижение и ставка рефинансирования (с июня 2004 г. — 13%).

В итоге Россия оказывается в числе стран, характерной чертой которых является крайне низкая монетизация хозяйственного оборота в сочетании со слишком высокой долей государства в перераспределении денежных ресурсов (сюда относятся указанные выше слишком большая доля использования правительством внутреннего кредита, завышенная доля центрального банка в перераспределении денежных ресурсов, не оставляющая места финансовому рынку, высокая доходность государственных заимствований, ослабляющая стимулы инвестиций в корпоративные финансовые активы). Рынок ценных бумаг в таких странах крайне ослаблен (капитализация рынка акций не превышает 15—20% ВВП) и при этом испытывает масштабный дефицит внутренних денежных ресурсов для инвестиций.

Не следует упускать из виду взаимосвязь, существующую между масштабами внутреннего рынка ценных бумаг и присущей той или иной стране структурой источников финансирования. Более высокие доли, занимаемые финансированием инвестиций в хозяйстве за счет прямого банковского кредита или «дружеского» неформального (внебанковского) кредитования, являющегося одним из основных источников инвестиций в развивающихся экономиках, за счет собственных источников (прибыли и амортизации), за счет выпуска долговых ценных бумаг (облигаций, коммерческих бумаг и т. п.), приводят к относительно меньшей доле финансирования за счет акций и, следовательно, к небольшой капитализации внутреннего фондового рынка. Кроме того, расширение любого из перечисленных

¹ Использовано значение средней арифметической поквартальных значений доходности в валютном выражении по каждой стране за IV квартал 1995 г. — II квартал 1998 г.

источников средств (например, самофинансирования и прямого банковского кредита) сопровождается сокращением использования других источников (в данном случае — получаемых за счет выпуска долговых ценных бумаг и акций).

При присущих фондовым рынкам ряда стран англо-американского мира достаточно раздробленных акционерных капиталах и высокой доле в них акционеров — физических лиц подобной структурой собственности преобладает приобретение акций по отношению к долговым ценным бумагам. С другой стороны, обладающие оптовой структурой собственности в акционерных капиталах в рамках капитализма «держателей крупных пакетов» акций страны континентальной Европы характеризуются долговыми рынками, в которых контролирующие или крупные акционеры не заинтересованы разводнять свою собственность, предпочитая самофинансирование или привлечение денежных ресурсов на долговой основе. В этом случае наблюдается преобладание долговых ценных бумаг и соответственно внутреннего кредита над акциями.

Кроме того, состоящая из крупных или контрольных пакетов акций структура акционерных капиталов характерна для большинства стран мира, т. е. подавляющая часть финансовых рынков мира, в отличие от англо-американской модели, носит долговой характер. Демонстрацией этого положения являются результаты анализа структуры финансирования (соотношение долгов и акций), проведенного по 78 (22 развитым и 56 формирующимся) рынкам ценных бумаг (табл. 12).

Таблица 12

Соотношение долгового и долевого финансирования по выборке стран¹

Внутренний кредит / Капитализация рынка акций, %, 2003 г.							
Финансовые рынки с преобладанием акций (Внутренний кредит < Капитализация рынка акций)			Финансовые рынки с преобладанием долгового финансирования (Внутренний кредит > Капитализация рынка акций)				
0—60	60—80	80—100	100—150	150—200	200—300	300—500	500
Гонконг, Саудовская Аравия, Сингапур	Индия, Кувейт, Малайзия, Россия, США, Финляндия, Чили	Аргентина, Иордания, Канада, Пакистан, Перу, Швейцария, ЮАР	Австралия, Бразилия, Великобритания, Гана, Израиль, Индонезия, Иран, Кения, Литва, Мексика, Молдавия, Оман, Таиланд, Швеция, Япония	Греция, Испания, Казахстан, Колумбия, Корея, Кот-д'Ивуар, Нидерланды, Свазиленд, Турция, Филиппины, Франция	Бельгия, Венгрия, Дания, Египет, Ирландия, Италия, Маврикий, Македония, Норвегия, Польша, Румыния, Словения, Шри-Ланка	Болгария, Германия, Грузия, Кипр, Китай, Латвия, Марокко, Новая Зеландия, Панама, Португалия, Хорватия, Чехия	Австрия, Армения, Бангладеш, Киргизия, Ливан, Монголия, Намибия, Папуа — Новая Гвинея, Словакия, Украина
Итого: 17 стран, в том числе 4 развитых рынка			Итого: 61 страна, в том числе 18 развитых рынков				

Внутренний кредит больше капитализации рынка акций, т. е. рынок носит преимущественно долговой характер, в 61 рассмотренной стране (включая индустриальные) из 78 (78,2% выборки). В свою очередь, значительная часть из этой 61 страны принадлежит к категории стран с формирующимися рынками (43 рынка, или 55,1% всей выборки). Это отражает оптовый характер собственности в развивающихся странах с преобладанием более склонных к долговому финансированию крупных или контролирующих акционеров, которым невыгодно размывать свою собственность.

¹ Рассчитано по данным IMF International Financial Statistics, World Federation of Exchanges Database, FEAS Yearbook.

К группе рынков с преобладанием акций над внутренним кредитом, в первую очередь, относятся рынки стран англо-американского мира, городов-государств (Гонконг, Сингапур), а также рынки тех стран, в которых они создавались по образу и подобию модели США (например, Чили). С другой стороны, на некоторых традиционных долговых рынках (например, Финляндия была таковой до 1996 г.) преобладание акций над внутренним кредитом может вызываться временными спекулятивными эффектами.

В то же время не следует отождествлять соотношение долгового и долевого финансирования исключительно со структурой собственности. В частности, преобладание долгового финансирования над акционерным представляет собой самостоятельный факт финансовой структуры макроэкономики, формирующий рынки, а также создающий систему предпочтений в выборе финансовых инструментов и структуру их предложения.

В классическом случае рынка германского типа финансовая структура экономики (например, стран континентальной Европы) отличается не только преобладанием долгового финансирования, но и большими размерами облигационного сегмента по сравнению с рынком акций (табл. 13). В то же время можно наблюдать преобладание акций в сравнении с облигациями на рынках 21 страны из рассмотренных 42, по которым публикуются данные об объеме находящихся в обращении облигаций внутренних эмитентов (что составляет 50% выборки). Иными словами, акции могут подавлять обращение облигаций не только на англо-американских, но даже и на преимущественно долговых рынках. Зачастую при этом формируются рынки с высокой долей банковского кредита в долговом финансировании и «кусковой» собственностью на акции (при неразвитости рынка облигаций). Такая ситуация имеет место в очень небольших странах с упрощенной структурой финансового рынка (малые страны Латинской Америки и Африки), а также на исламских рынках с подавленными или несуществующими рынками облигаций и с высокой долей крупных инвесторов в акционерных капиталах.

Таблица 13

Соотношение облигаций и акций на рынке ценных бумаг¹

Непогашенные облигации внутренних эмитентов / Капитализация рынка акций, %, 2003 г.							
Фондовые рынки с преобладанием акций (Облигации внутренних эмитентов непогашенные < Капитализация рынка акций)				Фондовые рынки с преобладанием облигационного финансирования (Облигации внутренних эмитентов непогашенные > Капитализация рынка акций)			
0—35	35—50	50—75	75—100	100—150	150—250	250—400	400
Аргентина, Гонконг, Перу, Россия, Швейцария	Индия, Сингапур, Таиланд, Тайвань, Чили, ЮАР	Австралия, Великобритания, Малайзия, Новая Зеландия, Финляндия	Ирландия, Испания, Канада, Китай, Швеция	Бразилия, Корея, Мексика, Нидерланды, Норвегия, США, Филиппины, Франция	Венгрия, Германия, Греция, Исландия, Польша, Португалия, Турция, Япония	Бельгия, Дания, Италия, Чехия	Австрия
Итого: 21 страна, в том числе 9 развитых рынков				Итого: 21 страна, в том числе 13 развитых рынков			

При изучении вопроса о влиянии монетарных факторов на развитие фондового рынка следует упомянуть о понятии *финансовой глубины* макроэкономики, введенном Всемирным банком в конце 1980-х гг. (World Bank Development Report, 1989). Используя этот термин, оказывается возможным отразить связь между насыщенностью экономики денежными ресурсами, сложностью и ответственностью финансовой и денежно-кредитной системы, с одной стороны,

¹ Рассчитано по данным BIS (<http://www.bis.org>), World Federation of Exchanges Database, FEAS Yearbook.

и темпами экономического роста, с другой. Ключевым показателем в определении *финансовой глубины* является степень насыщенности хозяйственного оборота деньгами, измеряемая обычно с помощью различных коэффициентов монетизации (например, «Деньги + Квази-деньги / ВВП»).

Как было показано в проведенных в конце 1980-х гг. на примере нескольких десятков стран исследованиях Всемирного банка, более высокая насыщенность хозяйства финансовыми и денежными ресурсами определяет при прочих равных условиях более быстрые темпы экономического роста, которые, в свою очередь, сопровождаются более объемным и диверсифицированным денежным спросом, перераспределением более крупных потоков денежных ресурсов на финансирование экономического развития, недопущением ограничивающего инвестиции искусственного дефицита денег (Миркин, 2000).

Финансовая глубина экономики определяет масштабы фондового рынка, выступая в качестве системообразующего фактора для него. В случае нарастания финансовой глубины, сопровождающегося все более полным удовлетворением финансовых потребностей в связи с развитием хозяйства, оказываются востребованными крупные, массовые, ликвидные финансовые рынки, образующие механизм перераспределения денежных ресурсов на цели развития. Статистические исследования подтверждают, что при высокой насыщенности хозяйственного оборота денежными ресурсами (т. е. при большом уровне монетизации) фондовые рынки являются хорошо оцененными крупными и сложными системами, насыщенность экономики ценными бумагами высока, брокерско-дилерские компании, банки и другие участники фондового рынка представляют собой достаточно крупные организации.

В качестве иллюстрации влияния роста монетизации хозяйственного оборота на нарастание мощности фондовых рынков можно рассмотреть табл. 14 (отражено состояние на 1996 г.). В частности, для группы формирующихся рынков со средними значениями монетизации (30—40% ВВП) характерен весьма незначительный объем рынков акций (до 20% ВВП). В то же время при дальнейшем росте насыщенности деньгами происходит достаточно быстрое увеличение капитализации биржевых рынков (например, при средних значениях монетизации свыше 70% на капитализацию приходится свыше 100% ВВП).

Таблица 14

Зависимость фондовых рынков от монетизации хозяйственного оборота (1996 г.)¹

Формирующиеся фондовые рынки			Развитые фондовые рынки		
Число рынков в группе	Капитализация рынка акций / ВВП, %, 1996 г.	Деньги + Квази-деньги / ВВП (средняя по группе), %, 1996 г.	Число рынков в группе	Капитализация рынка акций / ВВП, %, 1996 г.	Деньги + Квази-деньги / ВВП (средняя по группе), %, 1996 г.
13	0—10	31,2	4	20—40	62,5
14	10—20	41,1	5	40—60	75,8
10	20—30	46,3	3	60—100	77,3
8	30—60	47,9	7	Выше 100	100,8
3	60—100	62,3			
2	Выше 100	74,2			

¹ Источники: IMF International Financial Statistics, World Federation of Exchanges Database, FEAS Yearbook. Анализ проведен по 19 развитым (Бельгия, Великобритания, Германия, Гонконг, Дания, Испания, Италия, Канада, Люксембург, Нидерланды, Новая Зеландия, Норвегия, Сингапур, США, Финляндия, Франция, Швейцария, Швеция, Япония) и 50 формирующимся (Бангладеш, Боливия, Бразилия, Венгрия, Венесуэла, Гана, Гватемала, Греция, Египет, Замбия, Зимбабве, Израиль, Индия, Индонезия, Иордания, Кения, Китай, Коста-Рика, Колумбия, Корея, Кот-д'Ивуар, Латвия, Литва, Маврикий, Малайзия, Марокко, Мексика, Монголия, Намибия, Непал, Нигерия, Румыния, Сальвадор, Словения, Пакистан, Панама, Парагвай, Перу, Польша, Португалия, Россия, Таиланд, Тринидад и Тобаго, Турция, Филиппины, Чехия, Чили, Шри-Ланка, Эквадор, Южная Африка) рынкам ценных бумаг. Капитализация рынка рассчитывалась по эмитентам-резидентам.

Более поздние данные 2003 г. по 66 (22 развитым и 44 формирующимся) рынкам ценных бумаг подтверждают влияние, оказываемое ростом финансовой глубины экономики (монетизации) на увеличение объема рынков ценных бумаг и денежных ресурсов, перераспределяемых через эти рынки. На основе данных табл. 15 со значимой вероятностью можно утверждать, что при величине внутреннего денежного спроса на акции, границей которого по состоянию на 2000—2003 гг. является монетизация хозяйственного оборота в 10—30% ВВП, созданная преимущественно за счет спроса внутренних инвесторов капитализация рынка акций не превышает значения 15—30% ВВП, причем в 1996 г. эти количественные ограничения были еще жестче (см. табл. 14).

Таблица 15

Зависимость фондовых рынков от монетизации хозяйственного оборота (2003 г.)¹

Капитализация рынка акций / ВВП, %, 2003 г.	Деньги + Квази-деньги / ВВП, %, 2003 г.					
	10—30	30—40	40—60	60—80	80—100	выше 100
0—15	Армения, Казахстан, Киргизия, Румыния, Свазиленд	Латвия, Украина	Бангладеш, Болгария, Монголия, Шри-Ланка	Словакия		
15—30	Колумбия, Мексика, Перу	Иран, Литва	Кения, Польша, Словения, Турция	Хорватия, Чехия	Австрия, Марокко	
30—45	Бразилия, Россия		Италия, Норвегия		Египет, Маврикий, Новая Зеландия, Португалия	Германия, Кипр, Китай
45—60		Аргентина	Индонезия, Пакистан	Корея	Греция, Ирландия	Бельгия
60—85			Дания, Саудовская Аравия	Франция	Испания, Таиланд	Израиль
85—100			Финляндия, Швеция	Индия, Канада, ЮАР		Нидерланды
Выше 100		Чили		Австралия, США	Кувейт	Великобри- тания, Гонконг, Иордания, Малайзия, Сингапур, Швейцария, Япония

Одним из самых низких в мире является уровень монетизации в России² (табл. 15, 16), что также является одной из причин слабости отечественного финансового сектора. При этом крайняя узость внутреннего денежного спроса на акции несколько нивелируется спекулятивным спросом нерезидентов (по экспертным оценкам, доля иностранных инвесторов на рынке акций в докризисный период составляла 60—70%) и возникшей в связи с этим на рынке РТС искусственно высокой капитализацией.

¹ Рассчитано по данным IMF International Financial Statistics, World Federation of Exchanges Database, FEAS Yearbook.

² По рассмотренной в табл. 15 группе из 22 развитых и 44 формирующихся рынков монетизация на конец 2003 г. была ниже только у 8 стран — Армении (14,4%), Киргизии (17,6%), Свазиленда (20,1%), Казахстана (20,9%), Румынии (24,4%), Колумбии (28,8%), Мексики (29,1%), Перу (29,8%).

Таблица 16

Монетизация экономики в России¹

Показатели по России, %	1985	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003
Деньги + Квази-деньги / ВВП	53,6	17,4	16,2	18,1	23,3	21,7	21,4	23,5	26,4	29,9
Капитализация рынка акций РТС / ВВП	—	4,1	8,6	16,5	13,0	19,2	13,5	23,1	27,3	35,1

Для сравнения с Россией, в которой уровень монетизации экономики в начале 1990-х гг. составлял около 40%, во время финансовой стабилизации (1996 г.) опустился до 12–16%, с тем чтобы несколько подняться к 2003 г. (до 29–30%), можно отметить, что средний уровень монетизации экономики стран «большой семерки» составляет 70–120%, развивающихся стран — 30–60%, причем зачастую имеющие значительно меньший ВВП, чем Россия, страны оказываются сопоставимыми с ней по объему денежной массы в обращении. В то же время имевший в 2003 г. в 3,1 раза больший, чем Россия, ВВП Китай обладал в 20,1 раза большей по сравнению с нашей страной денежной массой, тогда как уровень монетизации этой крупнейшей азиатской страны превышал 190%. Наконец, следует отметить, что подавляющее большинство тех стран, которые в 1990-е гг. превосходили российскую экономику по уровню монетизации ВВП, характеризовалось более благоприятным сочетанием уровней инфляции и экономического роста. Как представляется, можно прогнозировать, что в России не будет массового и ликвидного рынка ценных бумаг со стабильно высокой и растущей капитализацией до тех пор, пока монетизация составляет 10–30% ВВП. И наоборот, капитализация в существующих монетарных условиях, скорее всего, не будет превышать 15–30% ВВП, а если и будет, то за счет «горячих денег», находящихся вне официального внутреннего оборота (спекулятивные иностранные инвесторы, наличные сбережения населения в валюте).

Источники

Миркин Я. М. Стратегия восстановления и развития фондового рынка // Журнал для акционеров. 2000. № 8. С. 14–20.

The LGT Guide to World Equity Markets. 1997. London, 1997.

World Bank Development Report. 1989. Washington, 1989.

¹ По данным Банка России, РТС (<http://www.rts.ru>).