

Yakov M. Mirkin

Russian Securities Market:

**Influence
of Fundamental
Factors, Outlook, and
Development Policy**

Moscow
Alpina Publisher
2002

Московская межбанковская валютная биржа
Финансовая академия при Правительстве РФ

Я.М. Миркин

РЫНОК ЦЕННЫХ
БУМАГ РОССИИ:
**Воздействие
фундаментальных
факторов, прогноз
и политика
развития**

*Подготовлено при финансовом содействии
Российского гуманитарного научного фонда и
программы Европейского Союза INTAS в рамках
проекта 98-02-30004а/1 «Развитие российско-
го рынка ценных бумаг и его взаимодействие с
международными рынками капиталов»*

**Москва
Альпина Паблишер
2002**

УДК 336.761(470+571)
ББК 65.262.2(2Рос)
М 63

Миркин Я.

М 63 Рынок ценных бумаг России: воздействие фундаментальных факторов, прогноз и политика развития. — М.: Альпина Паблишер, 2002. — 624 с.

ISBN 5-94599-029-9

Впервые в отечественной литературе рассматривается комплекс фундаментальных (международных и внутренних) факторов, воздействующих на развитие российского фондового рынка. В отсутствии отечественной статистики ценных бумаг проведены подробные рыночные измерения, дан анализ российской отрасли ценных бумаг в сравнении с десятками формирующихся и развитых рынков. Объяснена модель отечественного фондового рынка. Дан среднесрочный прогноз рынка ценных бумаг в России, предложена детальная программа его развития. Отдельные главы посвящены внимательному разбору современных дискуссий об устройстве и будущем фондового рынка в России.

УДК 336.761(470+571)
ББК 65.262.2(2Рос)

Дискуссионные позиции, выраженные в книге, являются точкой зрения автора и могут не совпадать с позициями Московской межбанковской валютной биржи, Финансовой академии при Правительстве РФ и других организаций.

ISBN 5-94599-029-9

© Я. М. Миркин, 2002
© Оригинал-макет, ММВБ, 2002
© Альпина Паблишер,
дизайн, оформление, 2002

Содержание

Приглашение к дискуссии	11
Введение	15
1. Итоги развития и кризиса рынка ценных бумаг	
1.1. Ключевые количественные параметры рынка	24
1.2. Объем рынка	27
1.3. Рыночный риск	51
1.4. Насыщенность ценными бумагами и фундаментальные факторы, формирующие фондовый рынок	74
1.5. Внутренние проблемы организации и важнейшие диспропорции фондового рынка России	81
1.6. Внешние факторы, воздействующие на рынок ценных бумаг	135
2. Фундаментальные факторы, формирующие рынок ценных бумаг	
2.1. Политический и социально-экономический выбор общества: сценарии развития фондового рынка	176
<i>Степень централизации ресурсов в обществе и ее влияние на фондовый рынок</i>	<i>176</i>
<i>Закрытость общества и экономики: влияние на фондовый рынок</i>	<i>182</i>
<i>Воздействие на фондовый рынок политической и социальной нестабильности</i>	<i>183</i>
<i>Сценарии развития фондового рынка</i>	<i>187</i>
2.2. Традиционные ценности населения и фондовый рынок ...	196
2.3. Модели рыночной экономики и структура собственности: как они определяют структуру фондового рынка	211
2.4. Смешанные экономики переходных и развивающихся стран: модели фондовых рынков	226
2.5. «За» и «против» разделения инвестиционного и коммерческого банковского дела	232
2.6. Финансовая и отраслевая структура хозяйства как фактор формирования фондового рынка	244
<i>Дефицит инвестиций</i>	<i>245</i>
<i>Финансовая глубина экономики</i>	<i>251</i>
<i>Использование государством внутренних денежных ресурсов</i>	<i>257</i>
<i>Воздействие роста цен в качестве структурного фактора на рынок ценных бумаг</i>	<i>271</i>
<i>Отраслевая структура хозяйства как фактор формирования фондового рынка</i>	<i>272</i>

2.7.	Формирование кризиса рынка ценных бумаг 1998 г.: влияние фундаментальных факторов и оперативные действия государства	278
------	--	-----

3. Прогноз развития российского рынка ценных бумаг

3.1.	Формирование модели российского рынка ценных бумаг: воздействие фундаментальных факторов	298
3.2.	Дискуссионные идеи и концепции, предлагаемые российскому рынку	331
	<i>Как вводить новые идеи и концепции на фондовый рынок?</i>	331
	<i>Главная цель – институциональные основы рынка?</i>	333
	<i>В чем заключается конечный результат работы регулятора фондового рынка?</i>	336
	<i>Концепция мегарегулятора</i>	340
	<i>Концепция разделения инвестиционного и коммерческого банковского дела</i>	349
	<i>Концепции ввоза в Россию иностранных финансовых активов</i>	352
	<i>Единственность СРО, регулирующей определенный вид профессиональной деятельности</i>	354

4. Развитие рынка ценных бумаг: ключевые идеи политики государства

4.1.	Приоритеты регулятора фондового рынка и организационные аспекты	360
4.2.	Взаимодействие финансовых регуляторов на рынке ценных бумаг	376
4.3.	Уроки кризиса: оперативные действия в период кризиса и методы предупреждения будущих кризисов	379
4.4.	Долгосрочная политика государства на рынке ценных бумаг	389
4.4.1.	Воздействие на объем, структуру и качественные характеристики рынка	390
	<i>Количественные ориентиры рынка ценных бумаг в 2002–2004 гг.</i>	390
	<i>Политика регулятора фондового рынка в области макроэкономики</i>	392
	<i>Счет капиталов и политика валютного курса: влияние на фондовый рынок</i>	394
	<i>Политика в области государственных финансов и деятельности центрального банка: стимулы для рынка ценных бумаг</i>	396
	<i>Изменение финансовой структуры хозяйства</i>	401
	<i>Содействие изменению структуры собственности как условие создания масштабного рынка акций</i>	404

4.4.2. Защита инвесторов и создание справедливого, эффективного и прозрачного рынка	406
4.4.3. Финансовые инструменты	415
4.4.4. Реструктурирование отрасли ценных бумаг и изменение операционной структуры	425
<i>Брокеры-дилеры и банки</i>	425
<i>Восстановление численности профессиональных участников рынка ценных бумаг</i>	427
<i>Рост доли операций региональных участников на московском рынке ценных бумаг</i>	433
4.4.5. Рынки и организаторы торговли	434
<i>Количественные ориентиры</i>	434
<i>Коммерциализация организаторов торговли</i>	443
<i>Развитие новых рынков</i>	452
<i>Альтернативные торговые системы: возможности для России</i>	464
<i>Создание розничной сети центров интернет-трейдинга</i>	480
4.4.6. Работа с эмитентами	484
4.4.7. Инвесторы	492
<i>Количественные ориентиры</i>	492
<i>Налоговое стимулирование инвесторов в ценные бумаги</i>	496
<i>Формирование собственности менеджеров и работников предприятий</i>	504

5. Содействие повышению конкурентоспособности российского фондового рынка

5.1. Конкуренция рынков	510
5.2. Центры международных финансов как метод конкуренции рынков за удержание и расширение торговой активности	517
5.3. Создание специализированных рынков для международных операций	520

Заключение 529

Приложения 531

Литература 607

Contents

Foreword	11
Introduction	15
1. Background and After-Crisis Developments of the Russian Securities Market	
1.1. Key Quantitative Parameters	24
1.2. Volume of the Market	27
1.3. Market Risk	51
1.4. Securitization of the Russian Economy and Fundamental Factors, Shaping the Securities Market	74
1.5. Domestic Problems and Important Distortions of the Securities Industry in Russia	81
1.6. International Factors, Affecting the Russian Securities Market	135
2. Fundamental Factors, Shaping the Securities Market	
2.1. Political and Socio-Economic Choice of the Society: Scenarios of the Securities Market Development	176
<i>Concentration of Economic Power by the Government and its Effect on the Securities Industry</i>	176
<i>Closed Society and Economy: the Influence on the Securities Market</i>	182
<i>The Impact of Political Instability</i>	183
<i>Scenarios of the Securities Market Development</i>	187
2.2. Traditional Values of the People and the Securities Market	196
2.3. Market Economy Models and Ownership Structure: the Way They Determine the Securities Market Structure ...	211
2.4. Eclectic Economies of Countries in Transition and Developing Countries: Securities Market Models	226
2.5. «Pros» and «Cons» of Separating Investment Banking from Commercial Banking in Transition Economies	232
2.6. Financial and Industrial Structure of the Economy as a Factor of Securities Market Formation	244
<i>Shortage of Investments</i>	245
<i>Financial Depth of the Economy</i>	251
<i>Accumulation of the Domestic Financial Resources by the Government</i>	257
<i>Inflation as a Structural Factor</i>	271
<i>Industrial Structure of the Economy</i>	272

2.7.	Lessons from the Financial Crisis of 1998: the Influence of the Fundamental Factors, and Immediate Government Actions	278
------	---	-----

3. The Russian Securities Market Outlook

3.1.	Development of the Market: the Impact of the Fundamental Factors	298
3.2.	Ideas Discussed and Concepts Offered to the Russian Market	331
	<i>How to Introduce New Ideas and Concepts to the Securities Market?</i>	331
	<i>Is Creating the Regulatory Framework the Main Goal in Building the Market?</i>	333
	<i>What is the Final Result of Securities Regulator Functioning?</i>	336
	<i>Concept of Mega-regulator</i>	340
	<i>Investment and Commercial Banking Separation: New Life of an Old Idea</i>	349
	<i>Dealing with the Foreign Financial Assets inside Russia</i>	352
	<i>One or More Self-Regulatory Organizations?</i>	354

4. Development of the Securities Market: Key Ideas for the Government Policy

4.1.	Priorities of the Securities Regulator and Organizational Aspects of its Development	360
4.2.	Interaction of Financial Regulators in the Securities Market	376
4.3.	Lessons from the Crisis: Immediate Actions during the Crisis and the Methods to Prevent Future Financial Crises	379
4.4.	Long-term Government Policy of the Securities Market Development	389
4.4.1.	The Impact on the Volume, Structure, and Qualitative Characteristics of the Market	390
	<i>Projections for the Russian Securities Market in 2002–2004</i>	390
	<i>Macroeconomic Policy of the Securities Market Regulator</i>	392
	<i>Capital Account, and Exchange Rate Policy: the Influence on the Securities Market</i>	394
	<i>Government Policy in the Field of Public Finance and Central Banking: Incentives for the Securities Industry Development</i>	396
	<i>Changing the Financial Structure of the Economy</i>	401
	<i>Dissemination of Stock Property as a Condition for Creating a Broad-Based Securities Market</i>	404

4.4.2. Investor Protection and Creating a Fair, Efficient, and Transparent Market	406
4.4.3. Financial Instruments	415
4.4.4. Securities Industry Restructuring	425
<i>Broker-Dealers and Banks</i>	425
<i>Restoring Financial Intermediaries Network</i>	427
<i>Strengthening Regional Participants</i>	433
4.4.5. Organized Markets	434
<i>Development Projections</i>	434
<i>Demutualization of Trading Systems</i>	443
<i>Development of New Markets</i>	452
<i>Alternative Trading Systems: Opportunities for Russia</i>	464
<i>Creation of a Retail Internet Trading Network</i>	480
4.4.6. Working with Issuers	484
4.4.7. Investors	492
<i>Strengthening Investors Participation in the Securities Market:</i>	
<i>Projections</i>	492
<i>Tax Incentives to Stimulate Investments in Securities</i>	496
<i>Forming the Ownership of Managers and Employees:</i>	
<i>Possibilities for Russia</i>	504

5. Improving the Competitiveness of the Russian Securities Market	
5.1. International Competition of Securities Markets and Future of Moscow Financial Marketplace	510
5.2. Creating Specialized Markets for International Finance Activities	517
5.3. Common Securities Market of the Commonwealth of Independent States (CIS)	520
Summary and Conclusions	529
Appendices	531
Literature	607
Abstract	620

Приглашение к дискуссии

Новейшая история российского рынка ценных бумаг только начинается. Каждому, кто создавал его в начале 90-х годов, была дана уникальная возможность своими идеями, своей ежедневной работой допоздна определить вектор развития рынка на многие годы вперед. Дать ответ на вызов, редко случающийся в финансовой истории, — восстановить культуру и практику рынка ценных бумаг, утраченные несколькими поколениями отечественных финансистов.

Этот вызов был услышан. Десять лет стремительной жизни российского фондового рынка вместили в себя многое: создание современной технологической и регулятивной инфраструктуры, рекорды роста и падения, становление профессионального сообщества. Появление бирж, ставших национальным достоянием и «торговой маркой» российской экономики. Признание обществом ценных бумаг не как «фиктивного капитала», а как инструмента привлечения инвестиций, выражения и оценки имущественных прав собственности, составляющих основу социально ориентированной рыночной экономики.

Фондовый рынок доказал свою способность быть источником инвестиций в реальный сектор. Только через рынок корпоративных облигаций, созданный Московской межбанковской валютной биржей, более 50 компаний-эмитентов из всех регионов России разместили в 1999–2001 гг. свои облигации на сумму свыше 70 млрд. руб. (около 2,5 млрд. долл.). Эта сумма почти равна размеру средств (более 3 млрд. долл.), привлеченных российскими эмитентами с западных бирж в 1996–2001 гг. на основе выпуска депозитарных расписок и облигаций.

Вместе с тем давно настало время вернуться к фундаментальным проблемам развития отечественного рынка ценных бумаг. В конце 90-х годов стало очевидно, что место, которое занимает Россия на мировом финансовом рынке, явно не соответствует экономическому потенциалу нашей страны. Президент России в послании Федеральному собранию в 2001 г. обращал внимание на низкую капитализацию фондового рынка. Крупнейшие российские компании недооценены в 10–15 раз (на конец 2001 г.). Ежегодная потребность в средствах для модернизации российской экономики, по оценке, составляет ежегодно 100 млрд. долл. (в индустриальном мире через фондовый рынок финансируется свыше 50% всех инвестиционных проектов). Отечественная индустрия ценных бумаг пока не способна удовлетворить эту потребность.

Рыночный риск, лежащий на российском фондовом рынке, остается достаточно высоким. Как следствие, необходимо создание системы макроэкономического мониторинга и антикризисного регулирования рынка. Весьма серьезно стоит вопрос о конкурентоспособности рынка, о мерах по привлечению прямых и портфельных иностранных инвестиций и предотвращению ухода торговой активности за рубеж. Население и его накопления в несколько десятков миллиардов долларов пока отделены от рынка ценных бумаг. Серьезной проблемой является обеспечение честности и справедливости ценообразования, необходима реальная защита инвесторов от нарушений, связанных с конфликтами интересов на рынке ценных бумаг.

Рынку предстоит убедить эмитентов в том, что политика непрозрачности и закрытости бизнеса не эффективна, что фондовый рынок способен доставлять предприятиям значительные денежные ресурсы, обеспечивать им успешный маркетинг и, формируя растущую оценку бизнеса, создавать открытые, легальные состояния крупнейших собственников предприятий. Акционеры компании «Вимм-Билль-Данн», продав 25% акций и раскрыв информацию об акционерах компании, привлекли в феврале 2002 г. более 200 млн. долл., что превышает прибыль корпорации за все время ее существования. При этом сами акционеры стали едва ли не первыми в нашей стране легальными мультимиллионерами.

Удачный пример маркетинга компании через фондовый рынок показан Магнитогорским металлургическим комбинатом. Успешный старт и создание финансовой репутации ММК на отечественной бирже (ММВБ) обеспечили условия для последующего продвижения эмитента на международные рынки. Осуществив на ММВБ 15 выпусков корпоративных облигаций на сумму около 1 млрд. руб. и получив рейтинг добросовестного заемщика, ММК вышел на зарубежные

финансовые рынки с еврооблигационным займом в объеме свыше 100 млн. долл.

Отечественные крупные и средние предприятия, сегодня начинающие свой путь на фондовый рынок через облигации, завтра смогут строить долгосрочные, комплексные программы своего финансирования, с использованием многих видов долговых и долевого инструментов, с одновременным обращением своих финансовых продуктов в России и за рубежом. Это финансирование уже сейчас дешевле, чем кредиты.

Масштаб проблем, стоящих перед рынком ценных бумаг, показывает, что в стране должна появиться Государственная программа развития фондового рынка, в центре которой должны стоять задачи повышения капитализации российской экономики и финансирования экономического роста, конкретные меры по ее реализации. Уже несколько лет (1998–2002 гг.) ведутся дискуссии о необходимости такой программы, о том, что рынок должен определиться в своих проблемах и целях. Должна состояться новая роль государства на рынке, выраженная в стимулировании инвестиций в ценные бумаги реального сектора, в выводе отечественных эмитентов на фондовый рынок, в более эффективном регулировании, в строительстве новых рынков, в содействии снижению рисков, в честности и справедливости механизма ценообразования.

ММВБ разделяет эту позицию и считает для себя важнейшей задачей, формируя свою собственную политику, быть генератором идей и усилий, направленных на расширение способности рынка ценных бумаг финансировать экономический рост и инвестиции в модернизацию экономики. Позиция ММВБ как крупной торговой системы, концентрирующей более 80% внутреннего организованного рынка ценных бумаг и имеющей макроэкономическое значение во всех секторах финансового рынка, заключается в том, чтобы в своей ежедневной деятельности отдавать приоритет интересам экономики в целом, потребностям общества и государства в устойчивом и масштабном финансировании экономического роста.

Многие из упомянутых проблем нашли отражение в книге, которую Вы, Читатель, держите в руках. Эта книга — размышление, приглашение к дискуссии о фундаментальных проблемах рынка ценных бумаг России. Ее центральные темы: модель отечественного фондового рынка, отличная от мифов, распространившихся в 90-е годы; рыночные измерения в отсутствие статистики ценных бумаг; место российского рынка в мире; анализ макроэкономических факторов, которыми заданы его структура и границы; программирование развития рынка; способы настройки фондового рынка на привлечение инвестиций в реальный сектор; обеспечение честности и справедли-

ности ценообразования; реструктурирование отрасли ценных бумаг и изменение архитектуры рынка; механизм предупреждения будущих кризисов; новая роль государства на фондовом рынке и снижение регулятивной нагрузки; прогноз развития рынка на основе анализа фундаментальных факторов; борьба с другими формирующимися рынками за денежные ресурсы, торговую активность и инвесторов, создание и рост конкурентоспособности «Финансовой площадки Россия».

Перечень тем говорит сам за себя. Я рад представить книгу, которая дает обоснованную возможность читателю спорить, создавать свои собственные концепции и, в конечном счете, действовать в области, являющейся самой чувствительной для формирующегося рынка, — в идеологии его строительства.

Идеи создают мир, в котором мы живем, и идеи его разрушают. В ежедневном течении бизнеса, в деловой карьере, в любом решении мы исходим — явно или неявно — из базовых принципов. Я искренне рад, что, наконец, появилось академическое исследование, пытающееся охватить не столько частные, сколько общие, фундаментальные вопросы развития российской модели фондового рынка. И очень надеюсь, что этот труд даст читателю возможность определиться в своем личном наборе идей, нужных для того, чтобы вести в России успешный, финансово стабильный и расширяющийся бизнес на рынке ценных бумаг.

*Александр Захаров,
Генеральный директор Московской
межбанковской валютной биржи*

Введение

На развитых рынках ценных бумаг принято стараться прогнозировать развитие и пытаться воздействовать на него, стремясь на уровне макроэкономики, в отраслях и компаниях создавать стратегии, которые обеспечивали бы конкурентоспособность рынка, его выживание и развитие.

В начале *70-х годов* на рынке акций США возникли серьезные проблемы, связанные с быстрым ростом объемов и дроблением рынка, снижением его прозрачности, высокими издержками на совершение сделок. Комиссия по ценным бумагам и фондовым биржам США предложила в своем докладе «Statement on the Future Structure of the Securities Markets» (1972), посвященном будущей структуре рынков ценных бумаг, провести необходимые изменения – создание системы национального рынка (National Market System). Эта система и была создана.

В *90-х годах* быстрые технологические изменения, стремление сохранить первенство рынка акций США привели к появлению нового доклада Комиссии по ценным бумагам и фондовым биржам, целью которого было оценить тенденции развития рынка до 2000 г., а также определить, какой должна быть политика государства в помощь рынку*. В итоге вся деятельность Комиссии в 90-х годах была заполнена инициативами, поддерживающими открытый и инновационный характер фондового рынка США.

Кризисы 1987 и 1997 гг. привели к оперативному расследованию причин и немедленным попыткам государства и профессионального сообщества предупредить новые падения рынка ценных бумаг.

* Market 2000. An Examination of Current Equity Market Developments. – Wash.: United States Securities and Exchange Commission, 1994.

Отсутствие послекризисной стратегии на российском фондовом рынке. Российские рынки акций и государственных ценных бумаг стали детонатором финансового кризиса 1997–1998 гг. К сожалению, кризис в России не привел к результативным попыткам государства и большей части профессионального сообщества понять его уроки, оценить фундаментальные причины, создать политику, которая обеспечила бы позитивное развитие финансового сектора, прежде всего рынка ценных бумаг.

Даже вызванные президентскими выборами *дискуссии первого полугодия 2000 г.*, для которых автором было подготовлено несколько вариантов программ и концепций развития рынка ценных бумаг, остались незаконченными, не нашли отражения в ясно выраженной (а тем более документированной) политике государства и профессионального сообщества в этой области.

Эти дискуссии, по существу, ни к чему не привели. Уроки финансового кризиса 1997–1998 гг. так и не были подведены.

Цель этой работы — сказать правду о нашем рынке, сравнить его с другими формирующимися рынками, попытаться сделать непредвзятый, объективный анализ итогов развития и показать значение отрасли ценных бумаг в российской макроэкономике 90-х годов. Для нас важны не только концепции, дискуссии, заблуждения, но и лицо, реальные мощности и устройство рынка, часто называемого за рубежом «русским казино».

На этой основе будет сделана попытка прогноза — мы попытаемся определить, каким будет рынок ценных бумаг в текущем десятилетии, если отдаться свободному течению рынка и финансового инжиниринга, которым в 90-е годы (годы бегства капитала из страны, годы попыток рынка ослабить налоговый пресс и политические риски) стали особенно сильны российские экономисты. Что будет, если не пытаться выстраивать стратегию развития рынка ценных бумаг, направленную на рост инвестиций, обеспечение устойчивого экономического подъема, на ослабление рисков и неэффективности, относящихся к самому фондовому рынку?

Одна из гипотез предусматривает, что очередным, новым источником мирового финансового кризиса — в среднесрочной перспективе — может стать не Латинская Америка и не Юго-Восточная Азия, а регион европейских государств с переходной экономикой (с эпицентром кризиса в России).

Другое назначение этой работы состоит в том, чтобы попытаться *понять*, как должен быть устроен российский фондовый рынок в будущем, *разработать стратегию его восстановления и развития*, обеспечивающую использование рынка ценных бумаг для привлечения ин-

вестиций в реальный сектор, его способность конкурировать с рынками других стран за денежные ресурсы.

Ключевые проблемы России — *модернизация, инвестиции, индустриальный рост*. Сколько денег нужно России, чтобы модернизировать свою экономику? За счет каких источников будет покрыта эта потребность в деньгах? Какая часть этих денег может быть привлечена через рынок ценных бумаг? Как реструктурировать рынок ценных бумаг, чтобы через него пришли — на устойчивой и долгосрочной основе — деньги для модернизации и возобновления устойчивого экономического роста? Как сделать рынок ценных бумаг конкурентоспособным? На какие вызовы он должен ответить? Как не допустить следующего масштабного кризиса на российском фондовом рынке и как осуществлять предкризисное управление им?

На все эти *вопросы*, относящиеся к *фундаментальным основам рынка ценных бумаг* в России, призвана, хотя бы частично, ответить эта работа.

Пожалуй, эта книга может рассматриваться как *исследовательский материал* для создания стратегии (программы) развития российского рынка ценных бумаг в кратко- и среднесрочной перспективе: профессиональному сообществу здесь предложены *концепция* такой стратегии и *авторские идеи*, которые могли бы составить ее значащее содержание.

Этика работы. Весь опыт, относящийся к 90-м годам, говорит о том, что попытки внести смысл и какую-либо позитивность в конфликтный процесс, каким является экономическая и финансовая политика, создание отрасли ценных бумаг, — эти попытки в краткосрочном масштабе времени могут быть бесполезными. Как известно, в своем отечестве пророков нет. У всех свои интересы, и очень редко точка зрения одной стороны становится преобладающей.

Однако с 1995–1996 гг. я наблюдаю, как многие высказанные мною идеи, хоть и с огромным опозданием, но все же прокладывают себе дорогу, становятся, я бы сказал, тривиальными, и воспринимаются, прежде всего, как часть финансовой и денежной политики стимулирования экономического роста, в которой так нуждается российская экономика.

Эта *книга* — попытка выполнить *этическую обязанность*, сказать то, о чем думается, попытаться реально изменить то сложное положение, в котором находится российский финансовый рынок. Любой *кризис* является *вызовом для профессионалов*, работающих на рынке, причиной, обязывающей их проявить добросовестность, честность и даже мужество. Понимая, что глубина кризиса не исчерпана, нельзя быть сторонним наблюдателем.

Эта *книга* — попытка оказать *реальное влияние*, если не сейчас, то в будущем, на *политические и коммерческие решения*, принимаемые на фондовом рынке. Обязательной их частью (или частью ограничений), которые добровольно накладывают на себя рыночные операторы или государственные ведомства) должны стать устойчивое развитие рынка, общая выгода, экономический рост, улучшение качества жизни.

Предыстория работы. С издания в 1992 г. «Долгосрочной концепции развития денежно-кредитной системы России» началась работа автора над фундаментальными вопросами развития финансового сектора в переходной экономике. В 1995 г. в книге «Ценные бумаги и фондовый рынок» был проведен анализ фундаментальных проблем российского рынка ценных бумаг, к этому же времени (1995–1996) относятся разработка авторской «*Концепции*» финансовой и денежной политики экономического роста», а также публикации сделанных им *прогнозов* развития российского фондового рынка.

В 1995–1999 гг. автор выполнил ряд *работ* для отраслей, региональных правительств и крупных компаний по развитию финансовой инфраструктуры и выходу на фондовый рынок, неоднократно публиковал прогнозы о нарастающем системном риске в финансовом секторе России, о фундаментальных факторах, формирующих этот риск, о необходимости изменения финансовой и денежной политики государства. Ряд проектов, выполненных в это время, относились к развитию регулятивной инфраструктуры или созданию новых сегментов финансового рынка.

В *январе 1999 г.* ММВБ была опубликована авторская «*Программа* восстановления фондового рынка России»*, которая обсуждалась и была принята общероссийским совещанием участников рынка ценных бумаг.

Осенью 1999 г. Национальная фондовая ассоциация направила в адрес государственных органов *проект постановления* Правительства РФ «О мерах по преодолению кризиса на рынке ценных бумаг» с приложенной к нему «*Концепцией* восстановления и развития фондового рынка России». Этот документ в основном базировался на авторских материалах и был использован НАУФОР при подготовке своих программных материалов в марте 2000 г.

Мне хотелось бы поблагодарить Национальную фондовую ассоциацию, которая в *апреле 2000 г.* подготовила «*Программу* развития рынка ценных бумаг в Российской Федерации», также содержащую значительные включения авторских материалов.

Материалы обсуждения этих программ, *заинтересованность* профессионального сообщества в фундаментальных работах, необходимость сотрудничества с Банком России и Федеральной комиссией по рынку ценных бумаг — все это приводит к *пониманию* настоящей *необходимости* подвести *черту* под накопленными в 90-е годы *теоретическими идеями*, сделав очередную попытку прогноза и разработки стратегии развития фондового рынка.

* Восстановление российского фондового рынка и развитие реального сектора экономики России/Материалы Первого Всероссийского совещания по рынку ценных бумаг и срочному рынку. — М.: Московская межбанковская валютная биржа, 1999. 48 с.

Благодарности

Глубокая благодарность тем *профессионалам*, которые в трудное послекризисное время пытались создавать-строить *новые рынки*, вводить *новые финансовые инструменты*, создавать *научную школу*, поставлять на рынок новые идеи, направленные не только на развитие спекулятивной активности (которая является необходимым, но не достаточным условием рынка), но и на формирование масштабного рынка ценных бумаг, способного работать с долгосрочными инвестициями и вкладывать значительные средства в российскую промышленность. Эта благодарность — руководителям и сотрудникам *Финансовой академии при Правительстве РФ* — А.Г. Грязновой, М.А. Эскиндарову, О.В. Голосову, В.С. Барду, О.И. Лаврушину, В.В. Думнову, А.М. Косому, Г.С. Пановой, Б.Б. Рубцову, Н.М. Гуревич, Б.В. Сребнику, И.А. Гусевой, А.Б. Фельдману, В.В. Симонову, Л.Н. Андриановой, *Московской межбанковской валютной биржи* — А.В. Захарову, А.М. Сарчеву, П.Д. Баренбойму, Д.Ю. Будакову, М.А. Лауферу, М.Б. Медведевой, О.Е. Кузнецову, В.Ю. Григорьевой, известным *юристам* — Г.В. Поспелову, И.В. Редькину, *Банка России* — А.Ю. Симановскому, депутатам *Государственной Думы РФ*, руководителям профильных комитетов — В.А. Тарачеву, П.А. Медведеву, руководителям и сотрудникам *Регионального отделения ФКЦБ России по Центральному федеральному округу* — Ю.С. Сизову, С.М. Шойко, М. Ефимову, *Вычислительного центра РАН* — Ф.И. Ерешко, *Национальной фондовой ассоциации* — К.А. Волкову, Е.М. Воропаевой, *Ассоциации участников вексельного рынка* — Н.А. Соломко, А.В. Макееву, Э.П. Зернину, Ф.А. Гудкову, *брокерской компании «Еврофинансы»* — А.В. Грибкову, *банка ИБК* — Ю.С. Кацу, *банка «ДельтаКредит»* — Н. Шитову, *фонда РОССПАС* — А.Ф. Компанийцу, *журнала «Рынок ценных бумаг»* — С. Куприянову, *журнала «Банковские услуги»* — В.Н. Володиной, *журнала «Эксперт»* — А. Шмарову.

Неоценимой была поддержка и помощь *зарубежных коллег* — проф. Чарльза Ван Вымеерша (заведующего кафедрой Университета Намюра, Бельгия), проф. Йохана Генриха фон Штайна (заведующего кафедрой Хойенхаймского университета, Германия), проф. Детлева Хуммеля (заведующего кафедрой Потсдамского университета, Германия), директора Института содействия развитию бирж Центральной и Восточной Европы доктора Альбрехта Бюргера (Немецкая биржа, Германия), директора Чешского института рынка капитала доктора Владислава Павлата, доктора Ярмилы Павлатовой.

Особая благодарность за возможность вместе работать, обсуждать, выстраивать круг идей, способных помочь отечественному рынку, — А.В. Захарову, А.М. Сарчеву, М.Б. Медведевой, Ю.С. Сизову, Б.Б. Рубцову, Н.М. Гуревич.

Я рад выразить признательность г-ну Хансу Фонтобелю, президенту банка «Фонтобель» (Швейцария), проф. Хансу Гайгеру и

проф. Кристине Гершовиц (Цюрихский университет, Швейцарский банковский институт).

Приношу глубокую благодарность моей *семье* за интерес к моей работе, который дал мне возможность обсуждать и ставить вопросы, выходящие далеко за пределы семейного круга.

Эта книга никогда бы не увидела свет, если бы не помощь, любовь и сочувствие Ирины и Татьяны Ивановны Добашиных, Аси Львовны Юффа, Виктора и Анастасии Миркиных, которые во всем и всегда поддерживали меня, не считаясь ни со временем, ни с затратами труда, и сделали все, чтобы эта работа оказалась законченной. Я сердечно благодарен Цецилии Миркиной, Александру и Льву Нодельманам, без чьей дружеской и родственной поддержки эта книга никогда не была бы завершена.

Методологический комментарий

Источники данных и сокращения, принятые в тексте, если не указано иное

Наименование организации		Источник данных
Банк России		www.cbr.ru
Министерство финансов РФ	Минфин России	www.minfin.ru
Московская межбанковская валютная биржа	ММВБ	www.micex.com
Московская фондовая биржа	МФБ	www.mse.ru
Российская торговая система	РТС	www.rtsnet.ru
Федеральная комиссия по рынку ценных бумаг России	ФКЦБ России	www.fedcom.ru
Bank for International Settlements/ Банк международных расчетов	BIS	www.bis.org
International Federation of Stock Exchanges/ Federation Internationale des Bourses de Valeurs/ Международная федерация фондовых бирж*	FIBV	www.fibv.com
International Finance Corporation/ Международная финансовая корпорация	IFC	www.ifc.org
International Monetary Fund/ Международный валютный фонд	IMF/МВФ	www.imf.org
International Organization of Securities Commissions/ Международная организация комиссий по ценным бумагам	IOSCO	www.iosco.org
International Securities Services Association	ISSA	www.issanet.org
Morgan Stanley Capital International Inc.	MSCI	www.msci.com
Standard & Poor's	S&P	www.spglobal.com
World Bank/Мировой банк		www.worldbank.org

* В 2002 г. название изменено на «Всемирная федерация бирж» (World Federation of Exchanges).

Валютные курсы: при пересчете показателей, данных в российских рублях, в долларовое измерение применяются валютные курсы, опубликованные МВФ в сборниках International Financial Statistics: Rubles per US Dollar, End of Period (line ae) or Period Average (line rf).

Сопоставимость показателей: если не указано иное, прямые сопоставления оборотов по сделкам с ценными бумагами делаются только по тем рынкам, где они учитываются по системе TSV (Trading System View). В рамках TSV собирается статистика по сделкам, проходящим только через торговый пол или электронную торговую систему биржи (в отличие от Regulated Environment View (REV), учитывающей также внебиржевые сделки). Такой подход обеспечивает сопоставимость при анализе объемов и других показателей рынков ценных бумаг. В системе REV обороты выше (от 1,2–1,3 до 3–4 раз), чем при учете по TSV. Международная статистика (публикации FIBV) содержит по одним рынкам данные в формате TSV, по другим – в REV.

Все моментные показатели приводятся по состоянию на конец периода.



Всегда и в каждом деле для сознательности совершаемых в нем действий полезно подсчитаться, а когда, как теперь у нас в целой стране, что-то стряслось непривычное, когда дело касается большинства голосов и сил страны и когда в ней наступают во многом новые порядки, тогда подсчет существующего не только полезен, но и просто неизбежно необходим для всякого, кто сколько-нибудь хочет жить сознательным членом своей родины, потому что целое всегда мало видимо.

Д. Менделеев
К познанию России

1

Итоги развития и кризиса рынка ценных бумаг

В 90-е годы в России была создана *современная инфраструктура* рынка ценных бумаг, которая позволяет перераспределять с его помощью долгосрочные инвестиции на *цели модернизации реального сектора*. На *рынке ценных бумаг* получен первый *опыт оценки и передачи прав собственности*, улаживания конфликтов интересов, привлечения предприятиями денежных ресурсов на цели развития. Сложилась *смешанная модель* организации рынка ценных бумаг, которая может сочетать *преимущества* универсального банковского дела и *выгоды* специализации брокерско-дилерских компаний. По аналогии с зарубежными моделями создана *система регулирования рынка* ценных бумаг, ориентированная на защиту инвесторов и обеспечение его информационной прозрачности.

1.1 Ключевые количественные параметры рынка

До осени 1997 г. рынок ценных бумаг быстро наращивал свою *операционную способность*. Так, постоянно увеличивалось число инвестиционных институтов, все более заметной становилась их диверсификация (табл. 1.1), расширялся круг обращающихся ценных бумаг.

После кризиса осени 1997 г. — лета 1998 г. рынок сохранил ключевые торговые системы, основных игроков и, соответственно, эластичность к изменению объема капиталов, проходящих через него.

Операционная способность и эластичность рынка лучше всего характеризуются данными за *1995 г.* (начало разогрева рынка), *1997 г.* (пик), *август 1998 г. и август 1999 г.* (резкое сокращение рынка). Как показано на табл. 1.2, не только сохранились, но и получили дальнейшее развитие две национальные торговые системы — ММВБ и РТС, выжили их наиболее крупные и успешные игроки, устояла и даже была укрупнена инфраструктура российского фондового рынка (примерно 110 регистраторов, более 100 депозитариев на конец 1999 г. и т.д.). Кризис, таким образом, содействовал «естественному отбору».

Сохранились основные рынки — *Москва (более 90% рынка ценных бумаг), Санкт-Петербург (2–5%), Екатеринбург (Урал), Новосибирск (Сибирь), Казань и Нижний Новгород (Поволжье).*

Вместе с тем рынок был *физически разрушен* — к ноябрю 1999 г. в регионах прекратили существование 40–50% профессиональных участников, в Москве и Санкт-Петербурге — 30–35%; действие 80–90% лицензий было прекращено (оценка по данным ФКЦБ России). Число участников, заключивших сделки в РТС, сократилось с 451 в октябре 1997 г. до 157 в декабре 1999 г. и 106 в декабре 2001 г., т.е. примерно в 4 раза.

В 2000–2001 гг. число участников рынка продолжало сокращаться. Спекулятивный подъем рынка и рост его капитализации в конце 1999 г. — начале 2000 г., летом 2000 г., в мае-июне и в ноябре-декабре 2001 г. не создали нового качества рынка. Не уменьшились риски, лежащие на нем, и рынок не стал менее волатильным. Как и раньше, конъюнктура рынка акций формировалась денежными ресурсами спекулятивных инвесторов.

Таблица 1.1

Динамика численности инвестиционных институтов в РФ*				
Показатели	Октябрь 1993	Октябрь 1994	Апрель 1995	Апрель 1997
Всего инвестиционных институтов в Российской Федерации, шт.	1023	2734	3176	5045
из них, %				
финансовые брокеры	6.3	5.1	4.9	5.4
инвестиционные консультанты	0.6	0.3	0.3	0.3
инвестиционные компании	3.0	3.9	3.4	4.6
инвестиционные фонды закрытого типа	1.0	0.7	0.3	0.1
инвестиционные фонды открытого типа	0.1	0.1	0.3	0.1
совмещающие лицензии финансового брокера и инвестиционного консультанта	62.0	51.8	50.9	50.2
совмещающие лицензии финансового брокера и инвестиционной компании	1.8	1.2	1.5	1.2
совмещающие лицензии инвестиционной компании и инвестиционного консультанта	1.3	1.6	1.6	1.2
совмещающие лицензии финансового брокера, инвестиционной компании и инвестиционного консультанта	23.9	35.3	36.8	36.9

* Показатели получены расчетным путем на основании данных Минфина РФ по состоянию на октябрь 1993 г. и октябрь 1994 г., апрель 1995 г. и апрель 1997 г.

Таблица 1.2

Динамика ключевых показателей рынка ценных бумаг России*

Показатель	1995 (октябрь)	1997 (сентябрь)	1999 (октябрь)	2000 (октябрь)	2001 (декабрь)
Динамика рынка акций (индекс РТС), в процентах на конец месяца (1.09.95 = 100%, значение закрытия)	100 (начало сентября 1995)	572 (исторический максимум — 6.10.97)	98	189	260
Капитализация биржевых и организованных внебиржевых рынков акций, млрд. долл. **	5–8	60–65	Около 20	45–47	70–72
Объем торгов акциями в год, млрд. долл. ***	0.2 (сент.-дек.)	16.7–17.0	5.7	23.5	29.0–29.3
Количество эмитентов, с акциями которых совершаются сделки, шт. **	70–80	260–300	350–400	300–350	370–400
котируемые листы	x	100–120	50–60	30–35	30–35
вне котируемых листов	x	160–180	310–350	280–320	340–370
Количество брокерско-дилерских компаний (данные ФКЦБ России на конец месяца, шт. ****)	3176 (апрель 1995)	5045 (апрель 1997)	1628 (июнь 1999)	924 (декабрь 2000)	618
Количество кредитных организаций, имеющих право на осуществление банковских операций (данные Банка России), на конец месяца, шт.	2295 (декабрь 1995)	1764	1375	1320	1320 (октябрь 2001)
Фондовые биржи и организованные внебиржевые рынки, на которых концентрируется более 90% объема торгов, шт.	2 (Москва)	3 (Москва)	3 (Москва)	3 (Москва)	3 (Москва)

* Рассчитано на основе данных Банка России, ФКЦБ России, ММВБ, РТС.

** Экспертная оценка по данным бирж (ММВБ, РТС, МФБ).

*** 1995 г. — экстраполяция данных за октябрь-декабрь 1995 г.

**** Количество брокерско-дилерских компаний, обладающих действующей лицензией на ведение брокерской деятельности на рынке ценных бумаг (определено по данным ФКЦБ России, за вычетом числа банков, обладающих брокерской лицензией).

1.2 Объем рынка

Мой стакан не велик, но я пью из своего стакана

Альфред де Мюссе. Чаша и уста

Все рынки ценных бумаг конкурируют между собой. Первая точка отсчета в развитии рынков – их сопоставление, сравнительный анализ способности привлекать денежные ресурсы. Одна из проблем российского рынка в том, что почти никто не занимается его конкурентоспособностью как рынка в целом, как «Финансовой площадки Россия» (в отличие, например, от «Финансовой площадки Германия»), создание которой уже 10 лет является официальной политикой финансового сообщества этой страны).

Цель анализа, проведенного ниже, – определить размеры российского рынка ценных бумаг, но не в сопоставлении с масштабными рынками Большой семерки, которые могут превосходить его по размерам в несколько десятков или даже в сотни (США) раз, а в сравнении с переходными рынками Центральной и Восточной Европы (Венгрия, Польша, Чехия)*, рынками, находящимися на границах России (Финляндия, Турция), с очень небольшими европейскими рынками, которые могут быть сопоставимы по объемам с российским рынком (Австрия, Бельгия, Греция, Португалия). Кроме того, важно соизмерить рынки ценных бумаг России и Китая как возможных конкурентов в борьбе за капиталы иностранных инвесторов и в итоге оценить рыночную нишу, которую занимает Россия на мировых финансовых рынках.

Методологический комментарий. Лучшие *общедоступные источники* в области сравнения рынков – Emerging Market Data Base (S&P/IFC), статистика, публикуемая FIBV, BIS, MSCI, а также данные бирж.

Проблемы в *сопоставлении капитализаций* возникают, когда рынок акций в целом является неликвидным, когда большая часть акционерных капиталов сосредоточена в малоподвижных крупных пакетах и размеры свободной части капиталов – free float – невелики. В России, по оценкам, 5–7% акционерного капитала одной компании (РАО ЕЭС) формируют более 70% оборота рынка акций**.

Поэтому, как бы ни была велика, по статистике, капитализация, ее простой подсчет еще ничего не говорит о том, какова действительная – по стоимости – ликвидная масса акций, участвующих в обращении.

Вместе с тем об объемах рынка можно судить не только по показателям, рассчитанным «по остатку» (например, капитализация рынка акций, рыночная стоимость непогашенных облигаций и т.п.), но

* Малые переходные экономики, формирующие крайне незначительные по объемам или незрелые рынки ценных бумаг, не рассматриваются (страны СНГ, Латвия, Литва, Эстония, Словакия, Болгария, Румыния, Хорватия, Словения, Югославия и т.п.).

** Миркин Я.М. Сверхконцентрация рыночного риска // Рынок ценных бумаг, 2000, №2.

и «по обороту» (например, оборот по сделкам с акциями, оборот по сделкам с облигациями и т.п.). В настоящем разделе будут широко использованы *показатели, рассчитанные «по обороту»*.

У такого подхода есть своя логика. Если размеры свободной части капиталов (free float) невелики, то будет незначителен и объем сделок с ценными бумагами, оборот рынка – все то, в чем проявляется истинная природа рынка как организованного пространства для заключения сделок. Соответственно, именно обороты сделок позволяют судить об истинной величине рынка акций.

Вместе с тем для сведения будут даны и оценки, основанные на капитализации рынков.

Анализ во многом основан на статистике организованных рынков (фондовых бирж). Для облигаций и других долговых обязательств этого недостаточно, так как во многих странах долговые обороты сосредоточены в основном на внебиржевых рынках, что необходимо учитывать при сопоставлениях. Соответственно, приведена и внебиржевая статистика долгового рынка.

В разделе содержится также *характеристика рынка неэмиссионных ценных бумаг* как одного из крупнейших сегментов российского рынка ценных бумаг. Прямые статистические измерения рынка векселей, складских свидетельств и залладных практически отсутствуют, поэтому в этой части анализ основан на экспертных оценках.

Для *сопоставления размеров экономик* используется *показатель ВВП*, рассчитываемый в Мировом банке по *Atlas Method* (на основе среднего курса валют за предшествующие три года – World Development Indicators Database). Такой подход дает возможность сопоставлять ВВП по разным странам, ослабляя влияние фактора резких изменений валютных курсов (например, курса доллара США по отношению к рублю в 1998–1999 гг.). С этой же целью в ряде таблиц используется показатель *ВВП по паритету покупательной способности (GDP PPP)*, рассчитываемый и публикуемый в Интернете Мировым банком на основе паритетов покупательной способности (purchasing power parity), определяемых ОЭСР.

Акции

Обороты по сделкам с акциями. Еще в 1993–1994 гг. обороты российских бирж не превышали 3–5 млн. долл. в год. (Исключение составляла Центральная республиканская универсальная биржа с оборотами, достигавшими 50–60 млн. долл. в год*). Создание РТС, орга-

* Миркин Я.М. Ценные бумаги и фондовый рынок. – М.: Перспектива, 1995. С. 18.

низация рынков ММВБ и МФБ (1997) и спекулятивный разогрев рынка в 1996–1997 гг. привели к тому, что уже в 1997 г. объем торговли акциями в России превышал обороты основных рынков Центральной и Восточной Европы – биржи Варшавы, Будапешта, Вены и Праги (табл. 1.3).

В 1998–1999 гг. емкость российского рынка резко снизилась, хотя биржи-конкуренты в Центральной и Восточной Европе смогли удержать или даже нарастить (Варшава) свои обороты. Таким образом, в эти годы они были крупнее ММВБ и РТС. Год 2000-й изменил ситуацию – только на бирже в Варшаве объем сделок с акциями был выше, чем на ММВБ. Резкий рост оборотов по акциям РАО ЕЭС, как будет показано ниже, создал на ММВБ в 2000 г. рынок акций, имеющий большие обороты, чем рынки в Будапеште, Вене и Праге.

Таблица 1.3

Сравнительный анализ оборотов по сделкам с акциями на российском и иностранных рынках-конкурентах*

Рынки	Оборот по сделкам с акциями, млрд. долл.						
	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
ММВБ	х	х	0.98	1.5	3.0	17.0	24.47
РТС	0.2	3.5	15.66	9.3	2.4	5.8	4.45
МФБ	х	х	н/д	0.9	0.5	0.7	0.15 (оценка)
Итого по России**	0.2	3.5	16.64	11.7	5.9	23.5	29.07
Смежные иностранные рынки (сделки с акциями резидентов)***							
Финляндия (Хельсинки)	19.2	22.0	36.3	61.1	109.9	208.3	171.0
Турция (Стамбул)	50.9	36.2	56.1	68.5	81.1	179.0	71.6
Польша (Варшава)	2.8	5.5	8.0	8.9	11.1	19.3	9.2
Венгрия (Будапешт)	0.3	1.5	7.0	16.1	13.5	12.1	4.3
Австрия (Вена)	13.4	10.7	12.7	18.7	12.7	9.6	7.3
Чехия (Прага)	3.0	6.8	6.3	5.2	4.7	6.7	3.4

* Рассчитано по данным ММВБ, РТС, Регионального отделения ФКЦБ России в Центральном федеральном округе, FIBV Annual Reports 1995–2000, FIBV Statistics 2001, Federation of European Stock Exchanges (текущая статистика на сайте www.fese.org), Istanbul Stock Exchange, Prague Stock Exchange. Сравнительный анализ сделан по биржам, ведущим учет по системе TSV.

** Обороты прочих фондовых бирж, в том числе Санкт-Петербургских, пока незначительны (по оценке, до 1–2%) и здесь не учитываются. 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.).

*** Данные 2001 г. рассчитаны по итогам одиннадцати месяцев 2001 г., опубликованным в Интернете FIBV и Federation of European Stock Exchanges (текущая статистика на сайте www.fese.org). Данные по Чехии приводятся в целом за 2001 г., источник данных — Prague Stock Exchange (www.pse.cz).

В 2001 г. ситуация продолжала меняться в пользу российского рынка акций. Темпы роста объема сделок на ММВБ при сокращении оборотов на рынках Центральной и Восточной Европы привели к тому, что российский рынок акций стал превосходить соответствующие рынки Австрии, Венгрии, Польши, Чехии вместе взятые.

Таким образом, одним из *итогов* развития рынка ценных бумаг в России в 90-е годы стало создание *торговых систем, более крупных по размеру, чем биржи наиболее «рыночных» стран Центральной и Восточной Европы*, на которые ориентируются иностранные инвесторы и которые в будущем станут или уже стали (как Австрия) членами Европейского Союза.

Вместе с тем эта ситуация неустойчива (см. данные, приведенные в табл. 1.3 за 1995–1999 гг.). Результаты 2001 г. могут оказаться нехарактерными. Рынки акций *стран Центральной и Восточной Европы* по меньшей мере *сопоставимы с российским рынком акций* и в этом качестве должны рассматриваться как его *конкуренты*. Сопоставимы и экономики этих регионов. В соответствии с прогнозом МВФ (декабрь 2001 г.) ВВП России в 2001 г. должен составить 306.7 млрд. долл., а совокупный ВВП Австрии, Венгрии, Польши и Чехии будет равен 475.1 млрд. долл.*

Таблица 1.4

Сопоставление размеров экономик и рынков ценных бумаг по РФ и ряду стран Европы, млрд. долл.*

Страна	Прогноз ВВП (2001)	Оборот по сделкам с акциями		
		1999	2000	2001
Португалия	110.0	40	55	26
Греция	118.1	184	92	35
Финляндия	122.3	110	206	171
Турция	144.0	81	179	72
Бельгия	229.9	53	38	н/д
Россия	306.7	6	23	29

* Округлено до целых чисел. Рассчитано по данным FIBV Annual Reports 2000, IMF World Economic Outlook Database (December 2001). Выбраны либо лежащие у границ России рынки, не относящиеся к переходным экономикам, либо развитые рынки небольших европейских стран, которые могут быть сопоставимы по размерам с российским рынком. Оборот бирж за 2001 г., кроме России, рассчитан по данным за одиннадцать месяцев, опубликованным FIBV в Интернете.

* Рассчитано на основе данных IMF World Economic Outlook Database (December 2001).

С другой стороны, даже имея обороты 25–30 млрд. долл., *российский рынок акций пока не сравним с биржами даже небольших европейских стран*: он меньше их, хотя и имеет *значительный потенциал роста объема*. Так, размеры рынков акций Финляндии и Турции в несколько раз (в 3–6 раз) превосходят российский рынок акций. И хотя обороты европейских бирж в Афинах, Брюсселе, Лиссабоне резко снизились в 2001 г. (табл. 1.4), очевидно, что эти биржи крупнее, чем российские организованные рынки акций, несмотря на то что и после кризисов 90-х годов и шоковых девальваций рубля *Россия по размерам экономики в 2–3 раза превосходит соответствующие страны*.

Прогнозируемое место в международной иерархии рынков акций (с позиций стоимостного объема рынка). Если исходить из того, что *оборот* организованного российского рынка акций будет составлять в ближайшие годы *30–35 млрд. долл.*, то, опираясь на данные FIBV, можно прогнозировать, каким будет место России в мировой иерархии фондовых рынков (табл. 1.5).

Таким образом, прогнозируется, что в ближайшие годы, если не произойдет качественных изменений, Россия будет занимать *30–32 место в мире по величине рынка акций* (оборот рынка).

Капитализация рынка акций. С 1995 г. по 1997 г. капитализация российского рынка акций выросла в 5–8 раз (в зависимости от источника данных), чтобы в 1998 г. вернуться на уровень, который соответствовал началу существования рынка. В 1999–2001 гг. произошел новый, более замедленный и с высокими колебаниями рост капитализации рынка (примерно в 3–3.5 раза).

Уже указывалось на условность показателя капитализации (более 90% объема рынка создается несколькими акциями, хотя капитализация рассчитывается по нескольким сотням эмитентов). Вместе с тем данные табл. 1.6 подтверждают *выводы*, сделанные выше при анализе оборотов по акциям: сопоставимость по размерам российского рынка со взятыми в совокупности рынками Центральной и Восточной Европы, прежде всего с Австрией, Венгрией, Польшей и Чехией, неустойчивость ситуации (2001 г. был крайне неудачным для большинства зарубежных рынков), несравнимость по величине с таким смежным рынком, как Финляндия, возможность конкурировать с Турцией за объемы привлеченных в акции денежных ресурсов, место в третьем десятке рынков мира по размерам капитализации.

Таблица 1.5

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

	Рынки акций (по данным за 1999–2000 гг.)		Число рынков	
	Развитые рынки	Формирующиеся рынки	Развитых	Формирующихся
Рынки акций, обороты которых превосходят российский рынок акций	Австралия, Бельгия, Великобритания, Германия, Дания, Испания, Италия, Канада, Нидерланды, Норвегия, Португалия, Сингапур, США, Сянган (Гонконг), Финляндия, Франция, Швеция, Швейцария, Япония	Бразилия, Бермуды, Греция, Израиль, Индия, Индонезия, Китай, Корея, Малайзия, Мексика, Тайвань, Турция, Южная Африка	19	13
Российский рынок акций (оборот 30–35 млрд. долл.)				
Рынки акций, обороты которых меньше российского рынка акций	Австрия, Ирландия, Исландия, Люксембург, Мальта, Новая Зеландия	Азербайджан, Аргентина, Армения, Бангладеш, Барбадос, Бахрейн, Болгария, Ботсвана, Венгрия, Венесуэла, Гана, Египет, Зимбабве, Иордания, Иран, Казахстан, Кения, Кипр, Киргизия, Колумбия, Коста-Рика, Кувейт, Ливан, Латвия, Литва, Маврикий, Намибия, Нигерия, Пакистан, Панама, Парагвай, Польша**, Перу, Румыния, Свазиленд, Словакия, Словения, Таиланд**, Тунис, Украина, Филиппины, Хорватия, Чехия, Чили, Эстония, Югославия, Ямайка	6	47

* Рассчитано по данным FIBV Annual Report 1999, статистике Federation of European Stock Exchanges. В расчет приняты только организованные рынки, учет оборотов по которым ведется по системе TSV или которые даже по самым жестким оценкам превосходят по объему российский рынок акций. Кроме того, использованы данные Federation of European Stock Exchanges о сделках, которые проходят через электронную книгу лимитных ордеров (закljučаются централизованно через торговую систему в режиме TSV). Оценки распределения рынков являются только прогнозными, учитывая масштабные изменения в динамике отдельных рынков, которые происходят ежегодно.

** Сопоставимы по размерам с российским рынком акций и при ускоренной динамике способны в 2002–2003 гг. превзойти его обороты.

Таблица 1.6

Сравнительная характеристика капитализации конкурентов — российского и иностранных рынков акций*

Рынки	Капитализация рынка акций, на конец периода, млрд. долл.						
	1995	1996	1997	1998	1999 (октябрь)	2000	2001
Капитализация рынка акций РТС	14.0	36.0	72.0	11.0	20.0	34.5	69.3
Капитализация российского рынка акций по данным S&P/IFC	15.9	37.2	128.2	20.6	41.4	38.9	н/д
Смежные иностранные рынки							
Финляндия (Хельсинки)	44.1	63.1	73.3	154.8	349.4 (декабрь)	293.6	180.8**
Турция (Стамбул)	20.8	30.0	61.1	33.6	56.0	69.7	47.1***
Польша (Варшава)	4.6	8.4	12.1	20.5	21.7	31.4	25.0**
Венгрия (Будапешт)	2.4	5.3	15.0	13.8	14.1	11.9	10.1**
Австрия (Вена)	32.5	34.0	35.7	35.8	33.0 (декабрь)	29.9	24.5**
Чехия (Прага)	15.7	18.1	12.8	10.4	12.0	9.7	8.9***

* Рассчитано по данным IFC Emerging Markets Factbook 1995–1999, S&P/IFC Emerging Markets Review November 1999, РТС, FIBV Annual Reports 1999, 2000; за 2001 г. — РТС, Federation of European Stock Exchanges, Istanbul Stock Exchange, Prague Stock Exchange.

** Оценка на конец ноября 2001 г.

*** Оценка на конец декабря 2001 г.

Внебиржевой оборот акций

По оценкам профессиональных участников рынка, *внебиржевой оборот* (прямые сделки брокеров-дилеров, минуя торговые площадки) составляет **35–40% российского рынка акций** (как биржевого, так и внебиржевого), или 55–65% биржевого рынка (2000 г.).

В прошлом роль внебиржевых операций была значительно выше. По данным ФКЦБ России (1998 г.), более 80% сделок было совершено вне организованного рынка ценных бумаг*.

* Развитие рынка ценных бумаг в Российской Федерации (материалы к дискуссии). — М.: ФКЦБ России, Издательский дом «РЦБ», 2000. С. 28.

Долговые ценные бумаги: внутренний рынок

В 90-е годы проявился долговой характер фондового рынка России. За десять лет было заново, после 60-летнего перерыва, воссоздано все разнообразие долговых финансовых инструментов, которое присуще современным рынкам ценных бумаг.

Особая диверсификация в этот период была присуща государственным ценным бумагам, размещаемым на внутреннем рынке. Наряду с наиболее известными – ГКО-ОФЗ и внутренним сберегательным займом Минфина – выпускались государственные целевые товарные обязательства (облигации и чеки с товарным погашением), векселя Минфина (в замещение просроченной задолженности хозяйства банкам), казначейские обязательства, золотые сертификаты, выигрышные облигационные займы для населения, агрооблигации (в замещение просроченной задолженности регионов), облигации нерыночных займов, внутренние валютные облигации (в замещение просроченной задолженности Внешэкономбанка) и др. К 2000 г. в обращении продолжали находиться, хотя и в небольших количествах, сертификаты Сберегательного банка СССР, выпущенные до 1992 г.

Особняком стоят *облигации Банка России*, не включаемые во внутренний государственный долг, которые выпускаются в целях реализации денежно-кредитной политики (абсорбирование излишней ликвидности банков) и размещаются только среди кредитных организаций. Эти бумаги эмитировались в небольших суммах в 1999 г. и отсутствовали в обращении к концу 2000 г.

В значительном объеме выпускались облигации и другие долговые инструменты субъектов РФ и муниципальных образований. До запрещения в начале 1997 г. широкое распространение имели векселя, по которым обязательства несли регионы.

Масштабный рынок облигаций субъектов РФ и муниципальных образований имел следующие параметры (табл. 1.7).

Все это, наряду с отсутствием подробной статистики долгового рынка, делает задачу измерения объема рынка сложной, множественной с точки зрения используемых источников данных. Так же, как и в отношении рынка акций, количественная оценка рынка будет дана с позиций его оборотов (объем сделок с долговыми инструментами) и по остатку (стоимостная величина массы непогашенных долговых ценных бумаг, находящихся в обращении).

Оборот по сделкам с облигациями на внутреннем рынке. Сравнительный анализ облигационных рынков приведен в табл. 1.8. Из нее, в

Таблица 1.7

Рынок облигаций субъектов РФ и муниципальных образований					
Показатели*	1997	1998	1999	2000	2001
Облигации субъектов РФ					
Количество зарегистрированных выпусков	249	59	10	14	22
Количество субъектов РФ — эмитентов	70	23	6	8	11
Облигации муниципальных образований					
Количество зарегистрированных выпусков	33	24	15	11	4
Количество муниципальных образований — эмитентов	15	10	7	4	3

* На основе данных Минфина РФ.

частности, следует, что несмотря на резкое сужение объема оборота ММВБ в 1998–2001 гг., связанное с кризисом рынка государственных ценных бумаг, в России удалось создать биржевой облигационный рынок — самый крупный среди рынков Центральной и Восточной Европы в 1995–1998 гг., а также среди ряда других европейских рынков. Только оборот Стамбульской фондовой биржи 1999–2000 гг. был сопоставим с оборотом ММВБ в 1996–1997 гг. Однако после кризиса 1998 г. оборот на биржах Турции и Чехии стал в значительной мере превосходить оборот облигаций на российском рынке.

Как уже указывалось, анализ оборота по сделкам с облигациями только отчасти характеризует объем облигационных рынков (на многих рынках значительная часть сделок с облигациями находится во внебиржевом обороте). Часто, как в Москве (ММВБ), Стамбуле, Будапеште и Варшаве, биржевые рынки облигаций — это, прежде всего, площадки для торговли государственными долговыми обязательствами.

В этой связи попытка оценить *место российского рынка облигаций в иерархии мировых облигационных рынков*, основываясь на данных об объеме сделок с облигациями на биржах, была бы неправомерной. Однако сравнительный анализ показателей ММВБ, на которой концентрируется подавляющая часть российских облигаций, и аналогичных показателей других бирж мира может быть значащим для оценки операционной способности и емкости рынка ММВБ.

Таблица 1.8

Сравнительный анализ биржевых оборотов по долговым ценным бумагам российского и иностранных рынков*

Инструменты и рынки	Биржевой оборот по облигациям и долговым обязательствам государства (вторичные торги), млрд. долл.									
	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001***	
Россия, ММВБ										
ГКО-ОФЗ	0.1	5.0	35.7	130.1	151.6	52.8	4.3	7.1	3.8	
Облигации Банка России	—	—	—	—	—	—	0.3	—	—	
Облигации субъектов РФ	—	—	—	—	0.1	0.03	0	0.01	0.2	
Агрооблигации	—	—	—	—	0.5	0.06	0	—	—	
Корпоративные облигации	—	—	—	0.2	0.2	0.1	0.03	0.2	0.7	
Итого	0.1	5.0	35.7	130.3	152.4	53.0	4.63	7.3	4.7	
Смежные иностранные рынки**										
Финляндия (Хельсинки)	10.4	0.4	0.2	0.1	0.1	0.07	0.05	0.01	0.02	
Австрия (Вена)	0.6	0.6	0.9	0.9	0.6	0.5	0.4	0.3	0.15	
Польша (Варшава)	0.1	0.5	4.0	3.0	2.0	1.2	0.6	0.5	0.6	
Чехия (Прага)	0.1	0.7	2.6	5.2	12.5	22.9	28.5	25.5	48.9	
Венгрия (Будапешт)	0.7	0.5	0.3	1.0	4.9	11.2	12.9	2.4	2.4	
Турция (Стамбул)	10.9	8.7	15.7	32.3	35.1	67.5	82.2	263.8	33.2	
Прочие европейские рынки**										
Португалия (Лиссабон)	13.6	18.9	14.4	14.6	12.9	6.9	3.8	2.5	1.4	
Греция (Афины)	35.2	20.7	0.01	0.01	0.1	0.4	0.01	0.02	0.02	
Бельгия (Брюссель)	1.8	0.1	0.8	0.7	0.6	0.6	0.6	0.4	н/д	

* Рассчитано по данным ММВБ, FIBV Annual Reports 1995–2000, Federation of European Stock Exchanges (текущая статистика на сайте www.fese.org), Prague Stock Exchange. Здесь и далее сравнительный анализ делается только по биржам, учитывающим обороты по системе TSV.

** Выбраны либо лежащие у границ России рынки, не относящиеся к переходным экономикам, либо рынки небольших европейских стран, также не являющиеся переходными, которые могут быть сопоставимы по размерам с российским рынком.

*** По российскому рынку: рассчитано за десять месяцев 2001 г. по данным ММВБ (корпоративные облигации) и данным Банка России о биржевых оборотах по ГКО-ОФЗ. По иностранным рынкам: рассчитано по данным за одиннадцать месяцев 2001 г., опубликованным в Интернете FIBV и Federation of European Stock Exchanges (текущая статистика на сайте www.fese.org). Данные по Чехии приводятся в целом за 2001 г., источник данных — Prague Stock Exchange (www.pse.cz).

Если исходить из того, что в ближайшие годы *оборот по облигациям* на ММВБ составит *10–15 млрд. долл.*, то соотношение ММВБ как основного рынка облигаций в России с другими облигационными биржами можно прогнозировать следующим образом (табл. 1.9).

Таблица 1.9

Место России в мировой иерархии фондовых рынков (по показателю биржевого оборота по сделкам с облигациями)*

		Рынки облигаций (по данным за 1999–2000 гг.)		Число рынков	
		Развитые рынки	Формирующиеся рынки	Развитых	Формирующихся
Биржевые рынки облигаций, оборот которых превосходит оборот российского рынка облигаций	Великобритания, Германия, Дания, Ирландия, Испания, Италия, Канада, Нидерланды, Норвегия, США, Франция, Швеция, Швейцария, Япония	Аргентина, Израиль, Индия, Китай, Корея, Мексика, Турция, Чехия, Южная Африка	14	9	
Российский рынок облигаций (10–15 млрд. долл.)					
Биржевые рынки облигаций, оборот которых меньше оборота российского рынка облигаций	Австралия, Австрия, Бельгия, Исландия, Люксембург, Мальта, Новая Зеландия, Португалия, Сингапур, Сянган (Гонконг), Финляндия	Азербайджан, Армения, Барбадос, Бахрейн, Бермуды, Болгария, Ботсвана, Бразилия, Венгрия, Венесуэла, Гана, Греция, Зимбабве, Иордания, Казахстан, Кения, Кипр, Киргизия, Колумбия, Коста-Рика, Латвия, Литва, Малайзия, Маврикий, Намибия, Нигерия, Панама, Парагвай, Польша, Перу, Румыния, Свазиленд, Словакия, Словения, Тайвань, Тунис, Украина, Филиппины, Хорватия, Чили, Эстония, Югославия, Ямайка	11	43	
Биржевые рынки, на которых не ведется торговля облигациями		Бангладеш, Египет, Иран, Индонезия, Кувейт, Ливан, Пакистан, Таиланд**	—	8	

* Рассчитано по данным FIBV Annual Report 1999. В расчет приняты только организованные рынки, учет оборота по которым ведется по системе TSV или они даже по самым жестким расчетам превосходят российский рынок облигаций.

** На исламских финансовых рынках обычно отсутствуют операции с облигациями или они очень невелики, так как исламом запрещено взимание процента («исламские финансы»).

Соответственно, можно ожидать, что биржевой облигационный рынок России будет занимать по оборотам **26–28-е место в мире** (что, примерно, соответствует положению страны на рынке акций).

Объем рынка, оцененный по стоимости долговых ценных бумаг. По данным BIS, около 90% долговой массы составляют облигации и казначейские векселя, около 80% — облигации. Сопоставление данных о **внутренней массе долговых ценных бумаг** в отдельных странах, публикуемых BIS, проведено в табл. 1.10. Там же содержатся **данные о стоимостных размерах массы долговых ценных бумаг**, рассчитанные (или полученные исходя из экспертной оценки) на основе **внутренних источников информации**, публикуемых Минфином РФ, Банком России и крупнейшими эмитентами рынка ценных бумаг. Из **сравнения** с данными BIS следует, что последний, даже без учета векселей, находящихся в обращении внутри России, занижает свои оценки массы долговых ценных бумаг **в 1.3–3.5 раза**.

Так же, как и на рынках акций, в России к 1998 г. был создан внутренний рынок долговых ценных бумаг, существенно превосходящий по объемам соответствующие рынки переходных экономик Центральной и Восточной Европы (крупнейшие из них — Чехия, Польша, Венгрия). Этот рынок был сопоставим или был даже крупнее аналогичных рынков Португалии, Финляндии, Греции, существенно уступая по размерам долговым рынкам Австрии и Бельгии, экономика которых финансируется преимущественно через долговые инструменты.

Динамика прироста объема этого рынка, в принципе, соответствовала тому, что происходило на рынке акций (см. табл. 1.6, 1.10) — в 1994–1997 гг. быстрый рост более чем в 10 раз, затем шоковое сокращение.

В 1999–2001 гг. в результате девальвации рубля, реструктуризации внутреннего государственного долга и займов регионов объем внутренней долговой массы снизился (в долларовом эквиваленте) более чем в 3 раза. Долговые рынки Чехии и Польши стали на 40–60% крупнее, рынки Греции, Португалии, Турции и Финляндии — в 2–4 раза больше, чем российский рынок долговых ценных бумаг (без учета векселей).

Объем внутреннего рынка неэмиссионных ценных бумаг. Масштабный рыночный сегмент составляли с 1994 г. векселя. Закладные в 90-е годы де-факто не выпускались, долговая масса складских свидетельств, по оценке Ф.А. Гудкова (Ассоциация участников вексельного рынка), не превышала 0.3–0.5 млрд. долл.

Еще осенью 1994 г. объем непогашенных векселей, находящихся в обращении, по оценке, был не выше 0.1–0.3 млрд. долл.* Данные о стоимостных размерах вексельного рынка на конец 2000 г. содержатся в табл. 1.11.

* Миркин Я.М. Ценные бумаги и фондовый рынок. С. 248.

Таблица 1.10

Сравнительная характеристика российского и иностранных долговых рынков (по объему непогашенных долговых обязательств на внутреннем рынке)*

Инструменты и рынки	Непогашенные долговые ценные бумаги на внутреннем рынке, на конец периода, млрд. долл.							
	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000 (октябрь)	2001 (октябрь)
Россия (внутренние источники информации)								
По данным внутренних источников, всего**	6.4	26.0	53.2	85.8	27.4	21.8	21.8	22.1
Долговые обязательства Правительства РФ, в том числе:	6.2	24.5	50.8	82.1	26.4	20.8	19.9	19.1
ГКО-ОФЗ	3.0	16.5	43.3	73.2	23.8	19.3	18.6	17.6 (оценка)
облигации государственного сберегательного займа	x	0.6 (оценка)	0.7 (оценка)	2.2	0.7	0.2	0.1 (оценка)	
облигации государственных нерыночных займов	x	x	н/д	0.3	0.1	0.1	0.1	1,5 оценка
векселя Минфина РФ, в которые переоформлены долги АПК и промышленности	1.5	6.1	5.7 (оценка)	5.4	1.5	1.0	1.0	
прочие государственные ценные бумаги	1.7 (оценка)	1.3 (оценка)	1.1 (оценка)	1.0	0.3	0.2	0.1	
Долговые обязательства субъектов РФ и муниципальных образований (кроме векселей)	—	1.0 (оценка)	1.4 (оценка)	2.2 (оценка)	0.7 (оценка)	0.5	0.6 (оценка)	1.0 (оценка)
Корпоративные облигации нефинансовых предприятий, включая облигации РАО ВСМ	0.1 (оценка)	0.1 (оценка)	0.2 (оценка)	0.3 (оценка)	0.1 (оценка)	0.2 (оценка)	0.5 (оценка)	1.0 (оценка)
Депозитные и сберегательные сертификаты, облигации банков	0.1	0.4 (оценка)	0.8 (оценка)	1.2	0.2	0.3	0.8	1.0
Россия (внешние источники информации)								
По данным BIS***	н/д	н/д	н/д	64.6	7.7	9.0	8.8 (сентябрь)	6.7 (июнь)

* Данные на конец года. Рассчитано по информации ежеквартальных обзоров BIS, опубликованных в Интернете.

Таблица 1.10 (продолжение)

Инструменты и рынки	Непогашенные долговые ценные бумаги на внутреннем рынке, на конец периода, млрд. долл.								
	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000 (октябрь)	2001 (октябрь)	
Смежные иностранные рынки****									
Финляндия	78.8	86.0	84.1	74.9	86.9	77.6	72.1 (сентябрь)	64.1 (июнь)	
Австрия	123.5	147.1	144.7	136.8	151.7	149.7	140.9 (сентябрь)	142.1 (июнь)	
Польша	н/д	—	—	25.0	29.0	27.3	30.5 (сентябрь)	34.9 (июнь)	
Чехия	н/д	12.1	12.3	12.5	22.4	25.0	20.9 (сентябрь)	27.6 (июнь)	
Венгрия	н/д	12.0	15.2	13.8	15.6	16.3	14.9 (сентябрь)	17.1 (июнь)	
Турция	16.4	21.4	26.5	29.7	37.5	43.0	47.5 (сентябрь)	72.3 (июнь)	
Прочие европейские рынки****									
Португалия	49.9	60.7	64.2	55.9	63.9	61.5	59.0 (сентябрь)	62.1 (июнь)	
Греция	73.4	86.7	100.5	94.8	100.5	89.8	85.1 (сентябрь)	89.0 (июнь)	
Бельгия	369.8	426.9	407.3	354.0	379.8	342.6	301.4 (сентябрь)	293.9 (июнь)	

** Оценка по курсу рубля к доллару США на конец периода, публикуемому International Financial Statistics. Показатели по ГКО-ОФЗ за 1994–1998 гг. рассчитаны по данным Счетной палаты РФ в открытом отчете по результатам ревизии финансово-хозяйственной деятельности Минфина РФ и Центрального банка РФ на первичном и вторичном рынках ГКО и ОФЗ за 1993–1998 гг. (январь 2000 г.). Оценки показателей за 1994–1997 гг. осуществлялись с использованием годовых отчетов Банка России, нормативных актов, определяющих параметры эмиссии отдельных видов государственных ценных бумаг. Данные за 1999 г. о государственных ценных бумагах — по отчету о предварительных итогах исполнения федерального бюджета РФ за 1999 г. (сайт Минфина РФ в Интернете), об обязательствах регионов — по отчету об итогах исполнения федерального бюджета в 1999 г. и задачах органов финансовой системы на 2000 г., а также расчетов Е.Р. Бессмертной в диссертационном исследовании, посвященном проблемам развития рынка ценных бумаг. Кроме того, для оценки отдельных показателей использовались данные о структуре внутреннего государственного долга, данные в «Основных направлениях единой государственной денежно-кредитной политики» (на 1999, 2000 и 2001 гг.), годовых отчетах Банка России за 1999–2000 гг., «Бюллетенях фондового рынка», выпускаемых Банком России, а также данные о долге центрального правительства, субъектов РФ и задолженности муниципальных образований, публикуемые Минфином РФ. Необходимо учитывать, что в 2000–2001 гг. более 60% ГКО-ОФЗ находилось на балансе Банка России в форме не обращающихся на рынке ОФЗ. Оценка рыночной стоимости корпоративных облигаций приведена по данным ММВБ, опубликованным в Интернете (за 1999–2000 гг. размещено облигаций корпоративных эмитентов на сумму примерно 1.1 млрд. долл., за 1999–2001 гг. — примерно на 3 млрд. долл.), материалам проспектов эмиссий, включая РАО ВСМ, по данным, приведенным в книге Миркина Я.М. «Ценные бумаги и фондовый рынок» (с. 20). Оценка массы банковских ценных бумаг производилась по «Бюллетеню банковской статистики» (1998–2001). Внутренний государственный валютный заем не включен в таблицу, так как после кризиса августа 1998 г. он учитывается в составе внешнего долга.

*** BIS не учитывает по России корпоративные облигации и векселя, при подсчете величины ГКО-ОФЗ не принимаются во внимание не обращающиеся на рынке ОФЗ, находящиеся на балансе Банка России (оценка по результатам дискуссии в BIS летом 2001 г.).

**** Выбраны либо лежащие у границ России рынки, не относящиеся к переходным экономикам, либо рынки небольших европейских стран, также не являющиеся переходными, которые могут быть сопоставимы по размерам с российским рынком.

Таблица 1.11

Динамика показателей вексельного рынка России*

Показатель	Объем векселей непогашенных, находящихся во внутреннем обращении, на конец периода, млрд. долл.					
	1996	1997	1998	1999	2000 (октябрь)	2001 (сентябрь)
Всего векселей (оценка), в том числе:	11.8	17.4	6.4	7.8	11.9	15.2
выданы нефинансовыми предприятиями и субъектами (оценка)	6.4	10.8	4.2	3.8	6.6	7.1
из них: учтены банками	3.2	5.4	2.1	1.9	3.3	3.8
выданы банками	5.4	6.6	2.2	4.0	5.3	7.6

* Таблица рассчитана по данным «Бюллетеня банковской статистики» Банка России (1998–2001), статистических сборников «Социально-экономическое положение России» Российского статистического агентства (1999–2000). Стоимостная величина векселей дана в балансовой оценке, пересчитанной в доллары США по валютному курсу рубля на конец периода. Вексельные показатели банков очищены от двойного счета (векселя банков, учтенные другими банками), а также от учтенных векселей нерезидентов с валютным номиналом. Объем векселей, выданных нефинансовыми предприятиями и учитываемых на балансах других нефинансовых предприятий, принимался, по оценке, примерно равным объему векселей, учтенных банками. Например, на 1.08.99 векселя в составе дебиторской задолженности предприятий составляли 63.1 млрд. руб. (данные Росстатистического агентства), а учтенные банками векселя по дебетовой стороне своих балансов (очищенный показатель) были равны 62.9 млрд. руб. (по данным Банка России). Объем выданных векселей в нефинансовом секторе оценивался как сумма векселей, учтенных банками, и векселей, находящихся в составе дебиторской задолженности предприятий.

В соответствии с данными Госкомстата о социально-экономическом положении России на конец октября 2001 г. в обращении участвовали векселя предприятий, обеспечивающие задолженность покупателей на сумму 50.4 млрд. руб., задолженность поставщикам — на 162.6 млрд. руб. В вексельной форме находилось 7.4% всей задолженности поставщикам (на конец октября 2000 г. — 7.8%) и 2.4% задолженности покупателей (соответственно, 2.5%).

Как и на рынках других долговых ценных бумаг, объем рынка векселей в 1995–1997 гг. *многократно вырос*, почти от нулевых значений в 1994 г.

Дальнейшая динамика в основном совпадала с динамикой на других сегментах фондового рынка (см. выше): *падение долларовой эквивалента вексельной массы* к концу 1998 г. *в 2.7 раза* в сравнении с концом 1997 г. и дальнейшее постепенное *восстановление* стоимостного объема векселей, находящихся в обращении, — увеличение почти в 2.4 раза в сентябре 2001 г. по сравнению с концом 1998 г.

Долговые ценные бумаги российских эмитентов: внешний рынок

90-е годы стали периодом экспансии российских эмитентов на внешний рынок: еврооблигации, выпущенные от имени РФ, субъектов РФ и муниципальных образований; корпоративные еврооблигации; первые выпуски коммерческих бумаг, номинированных в иностранной валюте и предназначенных для нерезидентов; долговые обязательства, сформированные в результате реструктуризации долгов бывшего СССР Лондонскому клубу кредиторов, — PRIN's (Principal Notes) и IAN's (Interest Accrued Notes); облигации внутреннего валютного займа, которые после кризиса 1998 г. стали учитываться в составе внешнего долга, и др.

Уровень секьюритизации государственного внешнего долга, хотя был и ниже внутреннего, но, тем не менее, достаточно высоким. По данным Минфина РФ (на 1 октября 2000 г.), доля ценных бумаг в структуре внутреннего государственного долга — 99%, внешнего государственного долга — 37.3%.

Данные об объеме внешних заимствований в форме ценных бумаг, в разрезе отдельных стран, публикуемые *BIS*, приведены в табл. 1.12. При этом необходимо указать на очень значительные несовпадения статистики внешнего долга, ведущейся Минфином РФ и *BIS*. Так, по данным Минфина РФ, государственный внешний долг в форме еврооблигаций на конец 2000 г. составлял 36.4 млрд. долл., облигаций внутреннего валютного займа — 10.8 млрд. долл. На 1 июля 2001 г. эти показатели были равны, соответственно, 36.2 и 10.8 млрд. долл. Оценка *BIS* на конец 2000 г. задолженности расширенного правительства в форме ценных бумаг — 16.3 млрд. долл., из них облигации — 16.3 млрд. долл. (очевидно не включены облигации внутреннего валютного займа). Даже при исключении из состава внешнего долга ОВВЗ различия между показателями являются значительными.

Анализ табл. 1.12 позволяет сделать следующие выводы: по данным *BIS* масса российских ценных бумаг, обращающихся за рубежом, выросла с 1994 г. по 1998 г. почти в 15 раз. Так же, как и на внутреннем рынке долговых обязательств и акций, в эти годы был фактически заново, после перерыва в десятки лет, воссоздан российский сегмент на международных рынках.

В конце 90-х годов объем рынка внешних долговых обязательств, выпущенных российскими эмитентами, превышал объем рынков каждой из стран Центральной и Восточной Европы и Турции и был сопоставим с размерами рынков внешних заимствований (в форме

Таблица 1.12

Сравнительная характеристика российского и иностранных долговых рынков (по объему непогашенных долговых обязательств на внешнем рынке)*

Инструменты и рынки	Непогашенные долговые ценные бумаги на внешнем рынке, млрд. долл.							
	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001 (сентябрь)
Россия**								
Всего, в том числе	1.8	1.2	1.6	9.6	20.4	19.3	17.7	17.2
расширенное правительство	—	0.1	1.4	6.3	17.4	16.8	16.3	15.9
финансовые институты	1.8	1.1	0.2	2.1	1.5	1.0	1.2	1.3
корпоративные эмитенты	—	—	—	1.2	1.5	1.5	0.2	0
Смежные иностранные рынки***								
Финляндия	58.7	58.1	55.1	47.7	42.9	40.6	41.2	40.1
Австрия	54.5	64.5	65.3	65.1	73.6	78.4	84.9	89.6
Польша	—	0.3	0.6	2.1	3.4	4.8	5.2	6.7
Чехия**	1.9	1.5	2.1	2.3	2.2	2.0	0.7 (июнь)	н/д
Венгрия	13.8	15.9	13.5	11.5	12.4	12.7	10.5	11.3
Турция	12.0	12.6	12.8	14.1	14.6	18.2	22.7	22.1
Прочие европейские рынки***								
Португалия	7.9	11.3	12.6	14.3	16.8	23.8	33.7	42.1
Греция	18.1	19.3	21.2	21.0	24.9	25.8	27.6	31.7
Бельгия	34.3	45.2	52.3	51.1	47.9	67.0	118.0	128.9

* Данные на конец года. Рассчитано по информации ежеквартальных обзоров BIS, опубликованных в Интернете.

** Данные за 1994–1997 гг. приведены в целом по республикам бывшего СССР (в итоге вся задолженность была сосредоточена в России), а также в целом по бывшей Чехословакии.

*** Выбраны либо лежащие у границ России рынки, не относящиеся к переходным экономикам, либо рынки небольших европейских стран, также не являющиеся переходными, которые могут быть сопоставимы по размерам с российским рынком.

ценных бумаг) Греции и Португалии. При этом аналогичные рынки Австрии, Финляндии, Бельгии были значительно объемнее российского сегмента международного рынка ценных бумаг.

Рынки-конкуренты

Анализ взаимосвязи рынков (табл. 1.13) показывает, что *динамика десяти рынков стран Центральной и Восточной Европы противоположна динамике российского фондового рынка*. Они являются его *прямыми конкурентами*.

В 1994–1996 гг. развитие этих рынков акций шло параллельно. С середины 1996 г. и в 1997 г. российский фондовый рынок стал постепенно переключать на себя те денежные ресурсы, которые ранее направлялись в другие страны Центральной и Восточной Европы. Его доля выросла до 0.6% оборота формирующихся рынков при падении региональной доли до 1%.

В условиях кризиса 1998 г. страны Центральной и Восточной Европы оказались более привлекательными для иностранных инвесторов (с точки зрения зрелости рынка и стабильности) и испытали существенно меньший отток ресурсов, чем Россия. Их доля в обороте формирующихся рынков выросла до 1.7% при резком сокращении доли российского рынка до 0.35%.

Данные за октябрь 1999 г. показали, что при общем сокращении рыночной ниши и России, и стран Центральной и Восточной Европы последние оказались более устойчивы, являясь альтернативой и противовесом тем экстремальным колебаниям, которые испытал российский рынок акций.

Таблица 1.13

Место России и стран Центральной и Восточной Европы на формирующихся рынках*

Страны	Доля России и рынков Центральной и Восточной Европы в оборотах по сделкам на формирующихся биржевых рынках, %					
	1994	1995	1996	1997	1998	1999 (октябрь)
Всего формирующиеся рынки, в том числе	100	100	100	100	100	100
Россия	0.02	0.04	0.19	0.6	0.35	0.09
Рынки Центральной и Восточной Европы	0.43	0.77	1.2	1.0	1.7	0.96

* IFC Emerging Stock Market Factbook 1998–1999, Emerging Stock Market Review November 1999. В данные по рынкам Центральной и Восточной Европы включены рынки Венгрии, Латвии, Литвы, Польши, Румынии, Словакии, Словении, Хорватии, Чехии, Эстонии.

Россия, Китай и Бразилия: сопоставление фондовых рынков

До сих пор все сравнения российского фондового рынка проводились в европейской системе координат, поскольку часто иностранные инвесторы сопоставляют отечественные ценные бумаги с ценными бумагами из стран Центральной и Восточной Европы. Вместе с тем известно, что очень часто инвесторы, принимая решения о вложении средств, сравнивают рынки России, Бразилии (бытует представление о схожести с Россией по многим параметрам) и Китая (крупная переходная экономика, имеющая черты сходства с Россией в новейшей истории).

Ниже будет показан высокий уровень корреляции между фондовыми рынками России и Бразилии. Сопоставление этих стран по ряду индикаторов (население, экономика, уровень развития) приведено в табл. 1.14. Чтобы лучше оценить степень близости России, Бразилии и Китая, относящихся к формирующимся рынкам, в сравнении с группой развитых стран (величина ВВП Нидерландов сопоставима с величиной ВВП России), здесь приведены данные по Нидерландам.

Из табл. 1.14 очевидно, *насколько близки между собой индикаторы развития России и Бразилии* (за исключением размеров ВВП в текущих ценах).

Сопоставляя ВВП Бразилии и России, необходимо учитывать эффект шоковой девальвации рубля в 1998 г. (в Бразилии размеры снижения курса национальной валюты в конце 90-х годов были на порядок меньшими, чем в России), а также то, что, возможно, курс рубля оказался после кризиса занижен в большей мере, чем если бы это случилось в результате плавного его падения во второй половине 90-х годов (если бы монетарные власти осторожно отказались в это время от политики искусственного удержания валютного курса рубля). Сравнение ВВП Бразилии и России по паритету покупательной способности показывает близость экономик этих стран и по данному индикатору.

Соотношение ВВП и численности населения (производительность труда), структура ВВП, продолжительность жизни, доля высоких технологий в экспорте, да и любого из других индикаторов демонстрируют существенный разрыв между группой развитых экономик (представленной Нидерландами) и формирующимися рынками (более индустриальными – Россией и Бразилией и быстро догоняющим их Китаем).

Однако на рынке ценных бумаг Россия не находится в своей группе экономик, и она в значительной мере (по всем ключевым параметрам, за исключением внешнего долга) отстает по показателям

Таблица 1.14*

Сопоставление экономик России, Бразилии, Китая и Нидерландов*

Показатель	Россия	Бразилия	Китай	Нидерланды
Численность населения (1999), млн. человек	146.5	168.1	1200	15.8
Ожидаемая продолжительность жизни (1998), годы	67.0	67.1	69.9	77.6
Кол-во телефонов на 1000 человек (1998), шт.	196.6	120.5	69.6	593.1
Количество персональных компьютеров на 1000 человек (1998), шт.	40.6	30.1	8.9	317.6
Количество хостов Интернета на 10 тыс. человек (1999), шт.	10.1	12.8	0.2	327.9
Доля продуктов высоких технологий в экспорте (1998), %	11.9	9.2	14.5	30.0
Валовой внутренний продукт в текущих ценах (1999), млрд. долл.**	375.3	760.3	991.2	384.8
ВВП по паритету покупательной способности (1999), млрд. междун. долл.**	1092.6	1181.9	4534.9	382.7
Структура ВВП, %				
с/х	8.4	14	15	3.5
пром.	38.5	36	35	26.8
услуги	53.1	50.0	50.0	69.7

* На основе данных Мирового банка (World Development Indicators Database, July 2000), CIA Factbook 2000, размещенной на сайте в Интернете www.cia.gov.

** ВВП рассчитан по Atlas Method и паритету покупательной способности (см. методологический комментарий к разд. 1.2).

объема сделок и рыночной стоимости ценных бумаг не только от развитых экономик (например, от Нидерландов, сопоставимых с Россией по размерам ВВП), но и от Бразилии и Китая (табл. 1.15). Величина этого разрыва колебалась в 1999 г. от нескольких десятков раз (оборот по сделкам с акциями и облигациями, рыночная стоимость долговых ценных бумаг на внутреннем рынке) до нескольких

раз (капитализация рынка акций). В 2000–2001 гг. разрыв несколько сократился (рынки Бразилии и Китая больше российского примерно в 4–10 раз).

Таблица 1.15

Сопоставление рынков ценных бумаг России, Бразилии, Китая и Нидерландов в 1999 г.*, млрд. долл.

Показатель	Россия	Бразилия	Китай	Нидерланды
Оборот по сделкам с акциями	5.9 1997 г. = 16.6 2001 г. = 29.0	89.5 (Сан-Паулу) 2000 г. = 101.5	225.0 (Шанхай) 2000 г. = 395.1	471.2 2000 г. = 678.8
Капитализация рынка акций, на конец октября 1999 г.	42.4 1997 г. = 128.2 2001 г. = 69.3	155.1 (Сан-Паулу) 2000 г. = 226.2	338.7 (Шанхай) 2000 г. = 325.4	695.2 (декабрь 1999 г.) 2000 г. = 640.5
Биржевой оборот по облигациям и долговым обязательствам государства (вторичные торги)	4.6 1997 г. = 152.4 10 мес. 2001 г. = 4.5	0.6** 2000 г. = 0.1	210.2 (Шанхай) 2000 г. = 204.1	318.2 2000 г. = 246.0
Непогашенные долговые ценные бумаги на внутреннем рынке, на конец года (по данным BIS)	9.0 1997 г. = 64.6 июнь 2001 г. = 6.7	294.2 июнь 2001 г. = 277.4	242.6 июнь 2001 г. = 326.8	231.9 июнь 2001 г. = 334.8
Непогашенные долговые ценные бумаги на внешнем рынке, на конец года (по данным BIS)	19.3 сентябрь 2001 г. = 17.2	46.2 сентябрь 2001 г. = 63.6	17.9 сентябрь 2001 г. = 18.2	219.5 сентябрь 2001 г. = 315.5

* Рассчитано на основании данных FIBV Annual Reports 1997–1999, ежеквартальных обзоров BIS, опубликованных в Интернете, IFC/S&P Emerging Stock Market Review November 1999.

** Предполагается, что основная часть сделок с ценными бумагами совершается во внебиржевом обороте.

Такие различия в способности рынков привлекать денежные ресурсы указывают, с одной стороны, на потенциал роста российского рынка ценных бумаг. С другой – демонстрируют низкую долю России на мировом рынке ценных бумаг, необходимость конкурентной политики, которая привела бы к значительному росту фондового рынка в России и тех денежных ресурсов, которые направляются через него на цели инвестиций.

Значение рыночных измерений

Простые измерения долгового рынка, как и рынка акций, позволяют оценить рыночную нишу*, успехи или неудачи, которые сделал российский рынок, конкурируя за инвестиции с рынками стран Центральной и Восточной Европы, стран СНГ или с другими формирующимися рынками.

Ясно, что размеры экономики (табл. 1.16) позволяют России в будущем занять более крупную рыночную нишу на мировых рынках акций и долговых ценных бумаг. Те экономики, величина которых, измеренная по ВВП, больше российской (например, Китай и Бразилия), имеют на порядок – в сравнении с Россией – большие рынки ценных бумаг. Экономики, которые меньше российской, могут превосходить ее по размерам фондового рынка (Австрия, Турция, Финляндия) или примерно соответствовать ей в области обращения ценных бумаг (Польша). Третий вариант – фондовые рынки, хотя и меньше российского, но далеко не в такой степени, в какой ВВП этих стран меньше ВВП, создаваемого в России (Чехия, Венгрия).

Прошедший 2001 г. был удачным и для российской экономики, и для рынка ценных бумаг (позитивная динамика при падении капитализации и объемов сделок на основных фондовых рынках мира). Однако 2001 г. хотя и улучшил, но не изменил кардинально ситуацию, в которой российский рынок ценных бумаг не соответствует размерам экономики, является относительно меньшим по размерам, чем рынки-конкуренты (табл. 1.17).

Понимание места России среди формирующихся рынков, позиционирование среди рынков-конкурентов дает возможность финансовым регуляторам и профессиональному сообществу ставить цели развития, задачи конкуренции для рынка в целом, демонстрировать политику создания успешной «Финансовой площадки Россия».

У нас по-прежнему нет конкурентной политики строительства рынка. Попытки ее создать и обсудить в начале 2000 г. ничем не закончились. Есть отдельные фрагменты мозаики, по-своему важные, необходимые, но не достаточные для перемещения в мировой иерархии фондовых рынков хотя бы на несколько позиций выше. Мы по-прежнему не пытаемся воспользоваться чужим опытом (Германии, Великобритании, Ирландии, Канады, Финляндии и т.п.) в продвижении и в маркетинге своих рынков среди инвесторов.

Поэтому вполне возможно, что наш рынок так и будет бросать то в одну, то в другую сторону, и его динамика будет мало зависеть от способности привлекать деньги на долгосрочные инвестиции. Цены

* Миркин Я.М. Рыночная ниша российских акций // Рынок ценных бумаг, 2001. №3.

Таблица 1.16

**Российский фондовый рынок в сравнении с иностранными рынками-конкурентами:
итоговый анализ (2000 г.)***

Страна	млрд. долл.				% (Россия = 100%)			
	ВВП по паритету покупательной способности, 2000 г.	Капитализация рынка акций, на конец 2000 г.	Непогашенные долговые ценные бумаги на внутреннем рынке, март 2000 г., на конец периода (данные BIS)	Непогашенные долговые ценные бумаги на внешнем рынке, июнь 2000 г., на конец периода (данные BIS)	ВВП по паритету покупательной способности, 2000 г.	Капитализация рынка акций, на конец 2000 г.	Непогашенные долговые ценные бумаги на внутреннем рынке, март 2000 г., на конец периода (данные BIS)	Непогашенные долговые ценные бумаги на внешнем рынке, июнь 2000 г., на конец периода (данные BIS)
Китай	5023.2	325.4	242.6	17.6	411	943	2854	94
Бразилия	1302.1	226.2	306.0	50.3	107	656	3600	268
Россия	1222.0	34.5-38	8.5	18.8	100	100	100	100
Австрия	217.3	29.8	147.0	85.4	18	86	1729	454
Турция	455.7	47.1	46.0	21.6	37	201	541	115
Польша	351.3	31.4	29.4	5.4	29	91	346	29
Финляндия	130.3	293.6	80.9	38.3	11	850	952	204
Чехия	147.5	9.7	24.5	1.9	12	33	288	10
Венгрия	125.2	11.9	16.0	11.0	10	28	188	59

* Рассчитано по данным BIS, IFC, ММВБ, РТС, FIBV, Federation of European Stock Exchanges, Istanbul Stock Exchange, Prague Stock Exchange. ВВП рассчитан по паритету покупательной способности (см. методологический комментарий к разд. 1.2). Для сравнения долговых рынков использованы данные BIS, чтобы обеспечить сопоставимость методологии расчета показателей.

Таблица 1.17

Российский фондовый рынок в сравнении с иностранными рынками-конкурентами: итоговый анализ (2001 г.)*

Страна	Показатель					
	млрд. долл.		%		%	
	ВВП по паритету покупательной способности, 2000 г.	Капитализация рынка акций, на конец 2001 г.	Непогашенные долговые ценные бумаги на внутреннем рынке, июнь 2001 г., на конец периода (данные BIS)	Непогашенные долговые ценные бумаги на внешнем рынке, сентябрь 2001 г., на конец периода (данные BIS)	ВВП по паритету покупательной способности, 2000 г.	Непогашенные долговые ценные бумаги на внутреннем рынке, июнь 2001 г., на конец периода (данные BIS)
		н/д	н/д	н/д	н/д	н/д
Китай	5023.2	н/д	326.8	18.2	411	4878
Бразилия	1302.1	165.6	277.4	63.6	107	4140
Россия	1222.0	69.3	6.7	17.2	100	100
Австрия	217.3	24.5	142.1	89.6	18	2121
Турция	455.7	69.5	72.3	22.1	37	1079
Польша	351.3	25.0	34.9	6.7	29	521
Финляндия	130.3	180.8	64.1	40.1	11	262
Чехия	147.5	8.9	27.6	0.7 (июнь 2000 г.)	12	412
Венгрия	125.2	10.1	17.1	11.3	10	255
					15	66

* Рассчитано по данным BIS, ММВБ, РТС, FIBV, Federation of European Stock Exchanges, Istanbul Stock Exchange, Prague Stock Exchange. ВВП рассчитан по паритету покупательной способности (см. методологический комментарий к разд. 1.2). Капитализация рынков акций Австрии, Бразилии, Венгрии, Польши, Финляндии определена на конец ноября 2001 г. Для сравнения долговых рынков использованы данные BIS, чтобы обеспечить сопоставимость методологии расчета показателей.

на нефть, NASDAQ, рынки-конкуренты, действия финансовых властей, ежедневные интересы спекулятивных инвесторов — эти и многие другие факторы будут создавать очень высокую волатильность, оставляя рынок провинциальным по размерам. Он обладает малой сопротивляемостью к рыночным шокам, к агрессивной спекуляции на повышение, к манипулированию.

Знать место российского рынка среди других рынков-конкурентов, его нишу на мировом фондовом рынке — в этом значение рыночных измерений. Но оно еще и в том, чтобы поставить перед рынком более масштабные цели, чем были достигнуты в 90-е годы.

Соответственно, международные сопоставления могут приводить только к одному выводу — конкурировать! Рассматривать все то, что делается или не делается для развития рынка прежде всего с точки зрения места российского рынка ценных бумаг, его способности привлекать внутренние и иностранные инвестиции в сравнении с другими рынками-конкурентами.

Другой вывод, который необходимо сделать из международных сопоставлений, — дальнейшая невозможность управлять развитием рынка без элементарных *статистических публикаций* о нем. Рынок настолько фрагментирован, что только добросовестному исследователю известно, сколько нужно времени и сил, чтобы получить хотя бы элементарные статистические оценки его объема, структуры, сопоставимые динамические ряды, региональное распределение фондовой активности. Существует крайняя необходимость создания *отечественной статистики рынка ценных бумаг*, хотя бы подобной той, которая существует в банковской сфере.

1.3 РЫНОЧНЫЙ РИСК

Эти салто-мортале из одной крайности в другую разрывают мне грудь!

*Э.Т.А. Гофман
Житейские воззрения кота Мурфа*

Лишь один прогноз является точным в отношении российского фондового рынка. Он состоит в том, что рынок будет не только колебаться, но и размеры этих колебаний в кратко- и среднесрочной перспективе будут экстремально высокими. Снижение рыночного риска яв-

ляется одной из ключевых проблем развития фондового рынка, превращения его из чисто спекулятивного в рынок, привлекающий инвестиции в реальный сектор.

Рыночный риск как ключевой параметр рынка

Практика 90-х годов показала, что на российском фондовом рынке возможны шоковые значения: *кредитного риска* (дефолт августа 1998 г., массовые неплатежи регионов по долговым ценным бумагам в 1998–1999 гг.), *процентного риска* (резкие изменения рыночного процента в 90-х годах вслед за колебаниями доходности ГКО-ОФЗ, изменениями ставки рефинансирования на десятки процентов), *валютного риска* (шоковые изменения валютного курса рубля к доллару в 1994 г. и 1998 г.), *риска ликвидности* (фактическое прекращение операций на рынке акций в августе 1998 – январе 1999 гг., превращение с конца 1997 г. в неликвидные акций «второго эшелона»), *риска контрагента* (нарушения в расчетах по ценным бумагам в октябре 1997 г., во второй половине 1998 г., крахи биржевых срочных рынков в 90-х годах), *законодательного риска* (введение в мае 1998 г. ограничений на участие иностранных инвесторов в акционерном капитале РАО ЕЭС, на движение средств по счету капиталов в 1998 г.) и др.

Вместе с тем на *российском рынке* ценных бумаг достигнуто одно из самых высоких в мире значений *рыночного риска*.

1991–1994 гг. впервые показали, насколько велик рыночный риск на российском рынке ценных бумаг. Первый *подъем* рынка в **1991 г.** – время грондерства в российской экономике, спекулятивного учредительства, «взрывного» процесса создания фондовых бирж и брокерских компаний. **1992 г.** – первый *крах* рынка, еще замедленный, что было связано с его пустотой, неликвидностью, с неструктурированностью участников. Причины – жесткая денежная политика Банка России, вызвавшая платежный кризис и сужение денежного спроса на ценные бумаги, обнаружившаяся фиктивность или недееспособность многих новых акционерных структур. **Январь-июль 1994 г.** – *разогрев фондового рынка*; бум на рынке предъявительских ценных бумаг (депозитарных свидетельств на акции); волна повышения эмитентами котировок своих акций, основывающихся на агрессивных рекламных компаниях; быстрый рост спекулятивных прибылей от операций на фондовом рынке; свертывание рядом торговых компаний операций с товарами и переход на брокерские операции с ценными бумагами; всплеск спроса на акции приватизированных предприятий. **Август-октябрь 1994 г.** – *кризис* на рынке ценных бумаг в связи с крахом самокотировок (август), вспышкой инфляции и масштабным падением курса рубля (конец сентября – октябрь).

Более подробно см. в кн: Миркин Я.М. Ценные бумаги и фондовый рынок. С. 54–64.

В 1996–1997 гг. много писали о том, что российский рынок являлся лучшим в мире по росту курсовой стоимости и, как следствие, наиболее перспективным и инвестиционно привлекательным. Часто публикации и заявления в прессе носили характер отчетов о достигнутых успехах. Психологический настрой только на рост, сложившийся у внутренних инвесторов, стал одним из ключевых факторов спекулятивного всплеска на рынке акций как элемента кризиса 1997–1998 гг.*

В 1999–2000 гг., в те короткие месяцы, когда рынок быстро рос, финансовая пресса неизменно отмечала, что российский рынок вышел на первое место в мире по увеличению рыночной стоимости акций и значению фондовых индексов**. После крупного падения российских фондовых индексов в конце 2000 г. новый подъем рынка ак-

* 29 октября 1997 г., в разгар кризиса на мировых финансовых рынках, в резолюции Всероссийской конференции профессиональных участников рынка ценных бумаг «Фондовый рынок России: перспективы роста» указывалось на то, что «большой прогресс в развитии и регулировании российского рынка ценных бумаг» нашел отражение «в значительных темпах роста цен на акции российских предприятий». Руководители ФКЦБ неоднократно в 1996–1997 гг. отмечали, что российский рынок акций стал лучшим в мире по росту курсовой стоимости, что Россия оказалась самой эффективной для вложений страной среди всех новых рынков капитала в мире (см., например, обзор новостей на сайте www.nns.ru за 26 ноября 1997 г.). В отчете ФКЦБ за 1997 г. указывалось, что, несмотря на кризис и испытания, связанные с ним, «минувший 1997 г. был годом новых достижений... для российского рынка ценных бумаг... Индекс Международной финансовой корпорации российского рынка корпоративных ценных бумаг (IFCG Price Index) показал самый большой прирост (144.59%) как среди развитых, так и среди развивающихся рынков». Примерно то же писала финансовая пресса. Например, РосБизнесКонсалтинг в аналитическом отчете за 1997 г. отмечал, что рынок акций, «оставаясь высокодоходным, стал значительно менее рискованным», «российские акции дешевы, они имеют высокий потенциал роста цен», «подъем рынка акций имел под собой солидную экономическую почву», «капитализация российского рынка, которая, по оценкам специалистов, к настоящему моменту составляет около 200 млрд. долл., может возрасти в 1998 г. на 50%».

** Например, А. Абалов и В. Панин (брокер ЗАО «Картель») писали в газете «Капитал» (2000, №1), что «нынешний год проходит под знаком уверенного роста рынков акций... Financial Times признала фондовый рынок России одним из самых быстро развивающихся рынков в мире и лучшим среди всех фондовых площадок государств с переходной экономикой. Другое уважаемое издание – Wall Street Journal – констатирует, что российские акции оказались более выгодным объектом инвестиций, чем американские акции интернет-сектора или японские ценные бумаги» (www.cartel.ru). Некоторые участники рынка в начале 2000 г. предсказывали рост рыночной стоимости акций в 2000 г. в 2–5 раз» (Рынок ценных бумаг, 2000, №3, с. 43–46).

ций в первой половине 2001 г. вновь сопровождался отчетами об успехах*.

В этой связи важно, чтобы в будущем рынок психологически был настроен на ожидание экстремальной волатильности, на управление рыночным риском, а не только на постоянный и неизбежный рост, который начнется, когда «придут» долгосрочные иностранные инвестиции, откроются лимиты на Россию, будет отдано должное недооцененности российских акций и т.п.

Измерение и значения волатильности

Сопоставимость измерений рыночного риска по разным странам обеспечивается использованием семейства фондовых индексов MSCI, находящихся в открытом доступе на сайте www.msci.com, либо фондовых индексов S&P/IFC в составе коммерческой базы данных по формирующимся рынкам (Emerging Markets Data Base). В табл. 1.18 приведены выдержки из сравнительного анализа волатильности рынков акций (на основе месячных значений фондовых индексов *за пять лет* (январь 1995 – 2000 гг.) *по 48 странам* (полностью расчеты содержатся в *приложении 1*). Страны расположены по мере нарастания волатильности (роста значений показателей волатильности) и, соответственно, рыночного риска.

Из табл. 1.18 следует, что российский рынок ценных бумаг является одним из худших в мире с точки зрения рыночного риска и находится *в группе стран с формирующимся рынком*, волатильность которых (оцененная по коэффициенту вариации значений фондовых индексов) *в несколько раз выше* (до 5–8 раз), чем развитых рынков**. Отношение максимальных значений фондовых индексов к средним по этой группе стран в 2–3 раза выше, чем на стабильных рынках. Отношение средних значений фондовых индексов к минимальным по указанной группе стран в 3–4 раза выше в сравнении с рынками, являющимися стабильными. Ежемесячная волатильность

* См., например, статью Д. Пономарева «Наш фондовый рынок стал вторым в мире по доходности» (Независимая газета, 2001, 5 июля, с. 4), в которой, в частности, указывается, что «фондовый рынок России постепенно отказывается от роли флюгера, улавливающего малейшие веяния с другой стороны Атлантики, и превращается в самостоятельный рынок ценных бумаг. На фоне стагнации американской экономики, а также в целом не слишком радужной ситуации на торговых площадках Северной Америки... российский рынок акций в этом полугодии... пережил фазу бурного роста».

** Исключение составляет Финляндия, коэффициент вариации по рынку которой исключительно высок, так как в 1995–2000 гг. фондовый индекс ее вырос в 8–11 раз.

Таблица 1.18

Сравнительный анализ волатильности рынков акций отдельных стран*

Фондовые индексы по странам (декабрь 1995 — декабрь 2000)					
№	Страна	Коэффициент вариации, %	Коэффициент «Максимум по ряду/средняя по ряду»	Коэффициент «Средняя по ряду/минимум по ряду»	Станд. отклонение значений месячных изменений индексов, %**
1	Австралия	6.46	1.13	1.26	н/д
2	Норвегия	12.54	1.31	1.29	н/д
3	Австрия	13.43	1.39	1.36	н/д
.....					
8	Великобритания	17.74	1.26	1.48	3.51
9	Япония	17.76	1.30	1.58	6.49
10	Гонконг	18.14	1.36	1.84	н/д
.....					
22	Германия	22.48	1.47	1.52	н/д
.....					
28	Канада	27.00	1.77	1.53	н/д
29	Италия	27.30	1.40	1.69	н/д
30	США	27.64	1.42	1.78	4.12
31	Испания	28.00	1.38	1.89	н/д
32	Франция	28.22	1.52	1.65	н/д
.....					
42	Филиппины	44.40	1.83	2.54	11.51
43	Турция	46.14	2.37	2.21	18.27
44	Малайзия	52.46	1.95	4.11	14.56
45	Россия	54.06	2.34	5.25	24.50
46	Индонезия	75.34	2.30	6.07	18.79
47	Финляндия	75.92	2.75	3.64	н/д
48	Таиланд	84.08	2.99	4.34	15.94

* Рассчитано по динамическим рядам месячных значений страновых индексов, сформированных на основе данных MSCI. Фондовые индексы определены на основе значений курсовой стоимости акций, рассчитанных в долларах на конец месяца.

** The S&P Emerging Market Indices. Methodology, Definitions, and Practices, February 2000. P. 27. Опубликовано в Интернете на сайте www.spglobal.com. Динамические ряды по странам включают в себя 60 месячных значений (февраль 1995 — январь 2000 гг.), рассчитанных на основе значений индексов семейства IFC/S&P.

(стандартные отклонения месячных значений фондовых индексов) в 4–7 раз выше.

Данные табл. 1.19 подтверждают не только то, что формирующиеся рынки являются более волатильными и, следовательно, более подверженными рыночному риску, чем развитые рынки, но и то, что внутри формирующихся рынков в 1995–2000 гг. сложилась группа стран, для которых характерны особенно высокие значения рыночного риска (Индонезия, Таиланд, Россия, Малайзия и в известной мере – Турция и Филиппины).

Таблица 1.19

Распределение национальных рынков акций по уровню волатильности*

Фондовые индексы по странам (декабрь 1995 — декабрь 2000)

Кoeffици- цент ва- риации, %	Развитые рынки	Итого	Формирующиеся рынки	Итого
0–10	Австралия	1		
>10–20	Австрия, Великобритания, Гонконг, Ирландия, Нидерланды, Норвегия, Швейцария, Япония	8	Аргентина, Иордания, Польша, Тайвань, Чехия, Чили	6
>20–30	Бельгия, Германия, Дания, Испания, Италия, Канада, Новая Зеландия, Сингапур, США, Франция	10	Бразилия, Венгрия, Египет, Индия, Марокко, Мексика, Перу, Южная Африка	8
>30–40	Люксембург, Швеция	2	Венесуэла, Израиль, Корея, Колумбия, Пакистан	5
>40–50			Турция, Греция, Филиппины	3
>50–60			Малайзия, Россия	2
>60–70				
>70–80	Финляндия	1	Индонезия	1
>80			Таиланд	1
Итого стран		22	Итого стран	26

* Рассчитано по данным табл. 1.18 и приложения 1.

Более зрелые рынки — меньшие значения рыночного риска

Общепризнанно, что *формирующиеся рынки* (emerging markets) как группа характеризуются *более высокими значениями волатильности и*

рыночного риска в сравнении с развитыми рынками (developed markets). Табл. 1.19 еще раз доказывает этот факт: 86% развитых рынков акций в сравнении с 54% формирующихся рынков имели значения коэффициента вариации меньше 30%; для 41% развитых рынков в сравнении с 23% формирующихся коэффициент вариации был ниже 20%.

Вместе с тем *в периоды рыночных шоков или массовых инноваций*, когда мировые потоки инвестиций меняют свое направление (конец 90-х годов), даже *развитые рынки обнаруживают способность к экстремальной волатильности*, а наиболее устойчивыми могут оказаться небольшие или полужакрытые рынки малых развивающихся или переходных стран, пользующиеся наименьшим вниманием иностранных инвесторов. Именно так рынок США с его акцентом на акции, на финансирование через них инноваций, попал в группу стран, обладающих высоким рыночным риском.

Неоднородность формирующихся рынков с позиций рыночного риска

Чем более зрелыми являются формирующиеся рынки, чем ближе их развивающиеся или переходные экономики к развитым странам, прежде всего, во мнении инвесторов, тем более устойчивыми они являются и тем меньшие значения рыночного риска испытывают в долгосрочной перспективе. Соответственно, тем меньшие спады указанные рынки переживают при шоковых сокращениях спроса международных инвесторов на ценные бумаги, обращающиеся на формирующихся рынках.

Чисто интуитивно понятно, что Россию и такие страны Центральной и Восточной Европы, как Чехия, Польша, Венгрия, инвесторы относят к разным группам зрелости рынков и рыночного риска, хотя все эти страны являются формирующимися рынками.

Табл. 1.19 еще раз это показывает. Уровень волатильности рынка акций в России во второй половине 90-х годов в 2–3 раза превышал соответствующие показатели рынков Чехии, Польши и Венгрии.

В оценке рыночного риска имеют значение *региональные группировки рынков*. Взаимное влияние рынков внутри регионов исключительно велико. Факты ухода инвесторов из региона в целом общеизвестны. Так, табл. 1.19 демонстрирует, что формирующиеся рынки Латинской Америки, переходных стран Центральной и Восточной Европы в конце 90-х годов с позиций регионального мышления иностранных инвесторов были более зрелыми, чем рынки Юго-Восточной Азии и России. Воздействие на них спекулятивных потоков капитала оказалось меньше при более высокой устойчивости рынков

акций к внешним шокам, при уровне волатильности в 2–4 раза меньшей, чем в России и азиатском регионе.

Кризисные 1997–1998 гг. предоставили уникальный материал для подтверждения этого тезиса в отношении формирующихся рынков (табл. 1.20). На первой фазе кризиса формирующиеся рынки Азии и Латинской Америки испытали рыночные шоки, курсовая стоимость ценных бумаг упала на десятки процентов. В то же время на части формирующихся рынков (emerging markets), находящихся в Европе, по итогам конца 1997 г. — первого полугодия 1998 г. наблюдался рост. Эти рынки представлялись инвесторам достаточно близкими по степени зрелости и техническому уровню экономики к развитым рынкам, которые в это время непрерывно росли, инвесторы «бежали» в финансовые инструменты, выпущенные в индустриальных экономиках. Соответственно, часть ресурсов, направленных в первом полугодии 1998 г. на развитые фондовые рынки и, в частности, оставленных в Европе, была инвестирована в эти формирующиеся рынки и определила рост курсовой стоимости акций в Словении, Польше, Португалии, Греции, Турции и других «пограничных» по отношению к индустриальным странам.

Вторая волна кризиса, начавшаяся в августе 1998 г., вызвала в части «пограничных» стран падение фондовых рынков, которое, тем не менее, было существенно слабее тех негативных изменений, которые претерпели курсы ценных бумаг в России, странах СНГ, Азии и Латинской Америке.

Российский рынок акций: рыночный риск — один из самых высоких в мире

Из анализа табл. 1.19 следует, что внутри формирующихся рынков в 1995–2000 гг. сложилась группа стран, для которых характерны особенно высокие значения рыночного риска (Индонезия, Таиланд, Россия, Малайзия, и в известной мере — Турция, Филиппины, Греция). Внутри этой группы стран российский рынок был сопоставим по риску только с Индонезией и Таиландом и имел самую высокую ежемесячную волатильность. Она многократно превышала показатели стабильных рынков: стандартное отклонение значений месячных изменений фондовых индексов в конце 1995 — 2000 гг. составляло 24.5%.

Высокие рыночные риски не являются новостью для российского фондового рынка. Ю.П. Голицын дал следующий анализ событий начала XX в: «В 1900–1903 годах в России разразился промышленный кризис. Ему предшествовал финансовый кризис... Значительно упала

Таблица 1.20

Изменение курсовой стоимости акций на формирующихся рынках на конец месяца (округл. до целых значений)*, %

Формирующиеся рынки Латинской Америки			Формирующиеся рынки Азии			Рынки, приближающиеся по степени развития к индустриальным					
Страна	Июль 1997	Июль 1998	Дек. 1998	Страна	Июль 1997	Июль 1998	Дек. 1998	Страна	Июль 1997	Июль 1998	Дек. 1998
Аргентина	100	81	67	Корея	100	42	73	Греция	100	160	164
Мексика	100	77	65	Филиппины	100	45	59	Португалия	100	156	142
Чили	100	64	54	Тайвань	100	42	53	Венгрия	100	123	102
Перу	100	82	53	Таиланд	100	26	39	Чехия	100	113	96
Бразилия	100	71	44	Малайзия	100	25	27	Польша	100	111	83
Венесуэла	100	46	42	Индонезия	100	14	18	Турция	100	128	69

* Рассчитано по данным MSCI. В 1998 г. рынок ценных бумаг Португалии входил в категорию формирующихся, позже он был переведен в международных классификациях (S&P/IFC) в категорию развитых рынков.

стоимость ценных бумаг на Петербургской бирже. За время кризиса курс акций Путиловского завода упал на 61.7% (при сравнении высшего курса 1899 г. и низших 1901 и 1902 гг.), Сормовского — на 74%, Брянского рельсопрокатного — на 86.5%, Бакинского нефтяного общества — на 67.4%... Аналогичная ситуация наблюдалась с курсами бумаг российских предприятий на зарубежных биржах. На Парижской и Брюссельской биржах с октября 1899 г. по октябрь 1901 г. падение курсовой стоимости акций 50 металлургических и механических заводов составило в среднем 50%, 18 каменноугольных — 46%, 6 стекольных — 80%, 7 газовых и электрических — 64%, 8 строительных — 65%, 8 различных — 25%. В абсолютных цифрах это выразилось в уменьшении курсовой стоимости бумаг с 1.3 млрд. франков до 536 млн.»*, т.е. на 58.8%.

Перенос рыночного риска с других рынков на российские акции

Отсутствие собственной внутренней базы инвестирования, чрезмерная доля спекулятивных инвесторов (как иностранных, так и отечественных), стремящихся к высокой волатильности, уход торговой активности по российским акциям на Запад формируют сильную зависимость отечественного рынка акций от рыночного риска других стран. То российский рынок падает вслед за азиатскими рынками (1997 г.), то следует за отрицательной динамикой NASDAQ (2000 г.), то колеблется вместе с рынками Латинской Америки и т.п.

Например, за период с декабря 1995 г. по декабрь 2000 г. корреляция рынков акций России и Индонезии составила незначительную величину **0.18** (по 61 месячному значению страновых фондовых индексов MSCI). Указанные рынки были мало связаны друг с другом в отличие от рынков акций Бразилии и России (коэффициент их корреляции за этот период составлял 0.9017).

Но все меняется, если анализировать взаимосвязь рынков России и Индонезии по периодам. В 1995 г. — начале 1997 г. их корреляция была очень небольшой или имела отрицательное значение. С началом азиатского кризиса — в период рыночных шоков, а затем восстановления рынка (второе полугодие 1997 г. — первое полугодие 1998 г.) она резко возростала (табл. 1.21), приобретая положительную величину. Рынок Индонезии и другие азиатские рынки стали доминантой, переносящей рыночный риск на российский рынок.

Рыночный шок на российском рынке (август 1998 г.) вновь сформировал высокий уровень корреляции между рынками России и Ин-

* Голицын Ю.П. Фондовый рынок дореволюционной России. Очерки истории. — М.: ФИД «Деловой экспресс», 2001. С. 128.

Таблица 1.21

Взаимосвязь ценовой динамики рынков акций России и Индонезии***Коэффициенты корреляции рынков акций России и Индонезии**

Декабрь 1995 – декабрь 1996	0.276
Январь-сентябрь 1997	-0.676
Сентябрь-декабрь 1997	0.642
Январь-сентябрь 1998	0.961
Сентябрь-декабрь 1998	0.931
Январь-сентябрь 1999	0.889
Сентябрь-декабрь 1999	0.733
Январь-сентябрь 2000	-0.159
Сентябрь-декабрь 2000	0.68

* Рассчитано по динамическим рядам месячных значений страновых индексов, сформированных на основе данных MSCI. Фондовые индексы рассчитаны на основе значений курсовой стоимости акций (в долларах на конец месяца). Годы разбиты на два неравных периода — январь-сентябрь и сентябрь-декабрь, учитывая, что именно в последние четыре месяца в 1997, 1998 и 2000 гг. усиливалась нестабильность на рынках.

донезии. В течение 1999 г. по мере восстановления позитивной конъюнктуры показатель корреляции постепенно снижался до «естественного фона», до минимальных отрицательных значений, показывающих несвязанность рынков (январь-сентябрь 2000 г.). Новое усиление корреляции произошло лишь при резком увеличении волатильности и наступлении рыночного риска в конце 2000 г., привнесенного на формирующиеся рынки отрицательной конъюнктурой NASDAQ.

РОССИЙСКИЙ РЫНОК АКЦИЙ КАК «СПУСКОВОЙ МЕХАНИЗМ» ФИНАНСОВОГО КРИЗИСА

Российский рынок акций в 1998 г. был худшим в мире. Цены на акции за год в сравнении с максимумом, достигнутым 6 октября 1997 г., упали почти в 13 раз (5 октября 1998 г.)*. Даже на рынках Азии и Латинской Америки, находящихся в жесточайшем финансовом кризисе, снижение цен на акции не превысило 40–55%. Объем рынка (объем торгов в РТС, октябрь 1998/октябрь 1997 гг.) сократился в 65 раз, число участников, реально заключивших сделки, снизилось в 5 раз (РТС, октябрь/январь 1998 г.).

Дважды (октябрь 1997 г. и май 1998 г.) российский рынок акций служил «спусковым механизмом» для начала кризисов национального масштаба на всех секторах финансового рынка. Падение рынка акций

* Рассчитано по данным Российской торговой системы (индекс РТС1-Интерфакс).

в начале мая 1998 г. вызвало обвал на рынке ГКО, резкий рост ставки рефинансирования Банка России (до 150%) и процентных ставок (до 50–60%), рост валютной нестабильности. Россия вошла в стадию острого финансового и политического кризиса лета-осени 1998 г.

Кризис ликвидности государства, постоянно нараставший в течение 1998 г., отсутствие эффективной системы управления государственным долгом и профессиональные ошибки политиков привели к разрушению рынка государственных и муниципальных ценных бумаг.

Непосредственной причиной кризиса на российском фондовом рынке стал масштабный отток спекулятивных иностранных капиталов, за счет которых, по оценке, на 30–35% финансировался внутренний государственный долг и на 60–70% — рост объема и курсовой стоимости рынка акций. Внутренние инвесторы, не обладающие достаточными финансовыми ресурсами, чтобы удержать рынок, и действовавшие на рынке в основном спекулятивно, внесли свой вклад в снижение стоимости финансовых активов. В итоге резкое падение курсов акций было той внешней силой, которая окончательно вывела из равновесия в 1997 и 1998 гг. расстроенные государственные финансы и банковскую систему, вызвала масштабный отток иностранного капитала с рынка государственных ценных бумаг, взрыв спроса на иностранную валюту и резкое обесценение рубля.

Итак, *рынок акций стал «спусковым механизмом» финансовых кризисов* в России в октябре 1997 г. и мае 1998 г. Этот факт не является общепризнанным. Так, например, в *отчете Федеральной комиссии по рынку ценных бумаг за 1998 г.* утверждалось, что на первом этапе финансового кризиса, в октябре 1997 г. — январе 1998 г., именно сброс государственных ценных бумаг для репатриации прибыли обусловил рост спроса на доллар и снижение цен на корпоративные ценные бумаги. Начиная с мая 1998 г. резкое повышение доходности ГКО стало для многих инвесторов серьезным сигналом к уходу с рынка.

Все это — или некорректность, или непонимание фактов, имеющих публичное значение. Последовательность событий неточно отражалась финансовым регулятором. Именно резкое падение рынка акций, слабого, спекулятивного, целиком зависящего от иностранных инвесторов, стало первым сигналом к уходу инвесторов с рынка, вызывая нарастающий эффект финансового кризиса в России.

Реальные факты свидетельствуют о том, что с 6 по 31 октября 1997 г. российский рынок акций упал на 26.1%, к 17 ноября он обесценился на 40.6% (индекс РТС1-Интерфакс)*. Это крах рынка. Падение курсов ГКО сначала было сдержанным. Их доходность выросла с 18–18.5%

* Расчеты проведены по данным Российской торговой системы, опубликованным на сайте РТС в Интернете, а также по данным Банка России (ГКО), приведенным в разделе «Финансовые рынки» на сайте www.cbr.ru.

(6 октября) всего лишь до 20% к 31 октября и до 25% к 17 ноября. Только к концу ноября рынок ГКО перестал выдерживать давление со стороны рынка акций (доходность 40% на 1 декабря 1997 г.).

Майский кризис 1998 г., который и привел в конечном итоге к 17 августа, начался с того, что с 5 по 14 мая акции на РТС упали в цене на 16.3%, к 18 мая на 27.8%, а к 1 июня — на 45.5%. Это новый крах рынка. До 14 мая ГКО еще держались (рост доходности с 30 до 33%), но к 18 мая (43.9%) вслед за падением рынка акций началось бегство инвесторов и с рынка государственных ценных бумаг. К 1 июня рыночная стоимость ГКО резко упала, доходность по ним составила более 67%.

Анализ корреляционных зависимостей также свидетельствует о том, что *нестабильность на рынке ГКО-ОФЗ была связана причинно-следственной связью с колебаниями на рынке акций* (табл. 1.22). *Во-первых, между ценовой динамикой российских акций и ГКО* в моменты кризисов лета 1996 г., осени 1997 г. и весны-лета 1998 г. существовала *теснейшая связь*, коэффициенты *корреляции* находились в интервале от -0.78 до -0.90^* .

Во-вторых, обращает на себя внимание то, что *самая высокая корреляция между ценами на акции и ГКО* достигается в тех случаях, когда в статистических расчетах *временной ряд цен акций опережает на один день временной ряд цен ГКО или совпадает с ним («день в день»)*. Любые другие варианты — *бóльший лаг у акций в сравнении с ГКО или опережение временным рядом цен ГКО временного ряда цен акций* — приводят к меньшим значениям корреляции, а в последнем случае (опережающее влияние цен ГКО) — к ее ускоренному в сравнении с любыми другими вариантами ослаблению.

Этим фактам можно дать только одно объяснение. *Именно российские акции*, как было предположено выше, *более чутко улавливая изме-*

* В расчетах использованы временные ряды ежедневных значений индексов агентства «Скейт» (по акциям — ASP Stock, по ГКО — ASP GKO). Автор выражает благодарность за идею использования индексов семейства ASP Андрею Кобзарю, который сделал расчеты общей взаимосвязи рынка ГКО и рынка акций в рукописи своей докторской диссертации «The Market for Russian High-Yield Government Debt: 1993–1998» в Университете Намюр (Бельгия). Индекс ASP GKO рассчитывается агентством «Скейт» и является индексом доходности ГКО (отсюда — отрицательность коэффициента корреляции). Рост цен на акции оказывает понижающее значение на доходность ГКО (отрицательная корреляция), соответственно, растут цены на ГКО. И наоборот, при понижении цен на акции отрицательная корреляция проявляется в том, что доходность ГКО растет, а цены на ГКО падают. Временные ряды индекса ASP GKO были расположены в Интернете (ранее — www.skate.ru, в настоящее время — www.skatefn.com).

Таблица 1.22

Связь динамики российского рынка акций и рынка ГКО в 1996–1998 гг.

Коэффициенты корреляции цен на акции (индекс ASP Stock) с ценами на ГКО (индекс ASP GKO)

	Периоды острой нестабильности на финансовом рынке России			
	1 июня — 31 августа 1996 г.	1 октября — 31 декабря 1997 г.	1 апреля — 30 июня 1998 г.	1 июля — 14 августа 1998 г.
	63 ежеднев- ных значения	63 ежеднев- ных значения	61 ежеднев- ное значение	32 ежеднев- ных значения
	Значения коэффициентов корреляции			
При сопоставлении временных рядов ASP Stock и ASP GKO «день в день»	– 0.794	–0.854	–0.901	–0.777
При опережении временным рядом ASP Stock времен- ного ряда ASP GKO				
на один день	–0.796	–0.861	–0.899	–0.832
на два дня	–0.791	–0.841	–0.879	–0.810
на три дня	–0.785	–0.828	–0.842	–0.747
При опережении временным рядом ASP GKO времен- ного ряда ASP Stock				
на один день	–0.774	–0.829	–0.872	–0.562
на два дня	–0.744	–0.809	–0.834	–0.285
на три дня	–0.711	–0.771	–0.793	–0.029

нение цен на нефть, воздействие внешних рыночных шоков и влияние других факторов, служили передаточным механизмом ценовых возмущений на ГКО, раскачивали рынок государственных ценных бумаг.

Этот *вывод* подтверждается анализом *архитектуры рынка РТС* (крупнооптовый рынок, более 90% денежных расчетов – за границей, сверхконцентрированный на нескольких акциях и небольшой группе игроков), а также сравнением доли иностранных инвесторов на рынке акций (65%) и на рынке ГКО-ОФЗ (35%) в 1998 г.

Соответственно, до тех пор, пока рынок РТС будет существовать в прежнем качестве и с той же архитектурой, что и до кризисов 1996–1998 гг., *будет сохраняться основа для возникновения на нем крайних значений ценовых колебаний и передачи их на рынок ГКО-ОФЗ* и других ценных бумаг.

Таблица 1.23

Доля акций РАО ЕЭС в обороте российских бирж*

Период времени	ММВБ	РТС	ММВБ + РТС
1995	х	14.9	14.9
1996	х	12.8	12.8
1997	32.4	23.0	23.0
1998			
Март	46.8	40.6	41.7
Июнь	69.1	44.7	50.8
Сентябрь	73.5	26.0	46.3
Декабрь	77.1	24.7	42.4
1999			
Март	75.1	17.7	40.2
Июнь	82.5	37.2	59.7
Сентябрь	82.5	26.8	60.4
Декабрь	81.3	30.5	62.5
2000			
Март	78.2	29.7	61.5
Июнь	87.2	48.3	78.2
Октябрь	85.8	39.3	76.0
2001			
Март	92.2	37.0	82.3
Июнь	71.9	26.4	58.8
Октябрь	74.1	25.0	66.0

* По данным ММВБ и РТС. Включен оборот как по обыкновенным, так и по привилегированным акциям. Последняя колонка — доля акций РАО ЕЭС в суммарном обороте РТС и ММВБ по сделкам с акциями.

1999–2001 гг.: акции РАО ЕЭС как новый фактор рыночного риска

Если в 1995–1998 гг. основным фактором рыночного риска были спекулятивные иностранные инвесторы и свободное движение «горячих денег» по оффшорным счетам (РТС) и на рынке ГКО-ОФЗ, то в 1999–2001 гг., с развитием рынка акций РАО ЕЭС, резко усилился рыночный риск, связанный со спекулятивными внутренними, в том числе розничными инвесторами. Как видно из табл. 1.23, доля акций РАО ЕЭС в оборотах российского рынка в 1995–2000 гг. постоянно росла: 12–15% в 1995–1996 гг., 20–25% в 1997 г., 40–50% в 1998 г., 50–60% в 1999 г. и 60–75% в 2000 г. В марте 2001 г. эта доля достигала даже 82% сделок с акциями, совершаемых на рынках ММВБ и РТС.

Эти акции в силу своей «легкости», небольшого номинала, известно имени эмитента, обращаясь на рынке ММВБ с его современной технологией, низкими расчетными и операционными рисками (доля акций РАО ЕЭС в РТС также росла), смогли в известной мере заместить ГКО в спекулятивных портфелях инвесторов, в том числе розничных.

По существу, российский организованный рынок акций, который всегда был сосредоточен вокруг 5–7 ценных бумаг, в 1998–2001 гг. превратился в рынок одной акции. В мировой практике трудно найти случаи столь высокой концентрации рыночного риска.

Розничный характер рыночного риска на рынке акций РАО ЕЭС. Внешняя активность на рынках депозитарных расписок на акции РАО ЕЭС *минимальна*, в 2000 г. доля АДР и ГДР в обороте этих акций составляла 3,2%*. Поэтому концентрация рыночного риска, связанная с акциями РАО ЕЭС, относится к *внутреннему рынку*, а после кризиса 1998 г. — все в большей мере к *внутренним инвесторам* (прежде всего, на рынке ММВБ).

Оценивая *средние размеры сделок и количество операций* (табл. 1.24), можно сделать вывод, что рынок акций РАО ЕЭС удобен розничным инвесторам и активно используется ими. ММВБ, как и в 90-е годы, существует как рынок, на котором могут действовать мелкие инвесторы (мелкие размеры партий, суммы сделок в 3–6 тыс. долл., очень большое количество сделок), в отличие от РТС, сохраняющей черты рынка оптовых спекулянтов (размеры партий более чем в 10 раз превосходят средние по ММВБ, суммы сделок измеряются десятками тысяч долларов, и наоборот, количество совершенных сделок в десятки раз меньше, чем на ММВБ).

Таблица 1.24

Параметры сделок с обыкновенными акциями РАО ЕЭС на ММВБ и РТС*

Период времени	Средняя величина сделки, тыс. акций		Средняя величина сделки, тыс. долл.		Количество сделок за период, тыс. шт.	
	ММВБ	РТС	ММВБ	РТС	ММВБ	РТС
1995	х	1444	х	63.8	х	0.5
1996	х	845	х	56.9	х	7.4
1997	н/д	284	н/д	89.5	н/д	35.7
1998 (ноябрь)	34	1128	1.3	42.8	27	0.3
1999 (октябрь)	65	581	3.7	33.4	54	1.3
2000 (октябрь)	53	515	6.6	64.7	178	2.5
2001 (3–14 декабря)	42	556	6.3	82.4	85.5	0.5

* Рассчитано по данным РТС, РАО ЕЭС, опубликованным в Интернете.

* Миркин Я., Ковригин М. Уход торговой активности на Запад: реалии 2000 года // Рынок ценных бумаг, 2000, №1. Оборот по акциям РАО ЕЭС включает рынки России, Германии и США (в Великобритании они не обращаются).

Трудно определить, где выше рыночный риск, идущий от акций РАО ЕЭС, — на РТС, с ее оптовой, крупнозернистой структурой, когда одна крупная сделка может вызвать значительные колебания рынка, но при этом доля акций РАО ЕЭС ниже, чем на ММВБ, или на ММВБ, в «толпе» мелких инвесторов, которые своей множественностью делают рынок более устойчивым?

В любом случае анализ структуры рынка (размеры сделок, их количество) показывает, что *очень большая доля рыночного риска, формируемого акциями РАО ЕЭС, относится к розничным инвесторам*. Этот вывод подтверждают и расчеты, сделанные на основе данных Регионального отделения ФКЦБ России в Центральном федеральном округе (табл. 1.25).

Таблица 1.25

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

Показатель	1999			2000				2001
	II квар- тал	III квар- тал	IV квар- тал	I квар- тал	II квар- тал	III квар- тал	IV квар- тал	I квар- тал
Число розничных инвесторов, ведущих операции с ценными бумагами, %	100 (8.2 тыс. чел.)	129	159	174	238	478	522	483 (39.5 тыс. чел.)
Обороты по акциям на ММВБ, млн. долл.	499	832	1483	3518	3525	5027	4930 (оценка)	4959
Операции с ценными бумагами розничных инвесторов Москвы, млн. долл.	118	147	613	1068	1086	1945	3563	1878
Операции розничных инвесторов Москвы/оборот по акциям ММВБ	0.236	0.177	0.413	0.304	0.308	0.387	0.723	0.379

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

Число розничных инвесторов в Москве увеличилось за период с II квартала 1999 г. по I квартал 2001 г. в 4.8 раза, объем их операций вырос в 15.9 раз, что сопоставимо с ростом оборотов ММВБ (прежде всего, за счет акций РАО ЕЭС) в 9.9 раз. Связь рынка ММВБ, торговой активности по акциям РАО ЕЭС и операций московской розницы прослеживается. По оценке, операции только учтенных московских розничных инвесторов, численностью 25–30 тыс. человек (данные Регионального отделения ФКЦБ России в Центральном федеральном округе), формировали примерно 30% рынка акций РАО ЕЭС.

Этот анализ согласуется и с данными РАО ЕЭС, опубликованными в Интернете, о существовании в конце 1999 г. 10–20 тыс. акционеров — физических лиц, владеющих пакетами акций РАО ЕЭС, объемом от 10 до 100 тыс. шт. (сопоставимо с размерами сделок на ММВБ)*.

В 1999–2000 гг. концентрация рыночного риска существенно увеличилась за счет развития маржинального кредитования розничных инвесторов и роста их операций, вызванного возможностью интернет-доступа на рынки. Известно, что ничем не ограниченное «кредитное плечо» ускоряет рост объемов рынков и может привести в итоге к их крупным падениям. Эти операции в 1999–2000 гг. во многом приходились на акции РАО ЕЭС.

В первом полугодии 2001 г. были отменены налоговые льготы для московских розничных инвесторов и введены ограничения на маржинальное кредитование, что внесло коррективы в рассмотренную ситуацию, хотя и не изменило ее принципиально. С этого момента розничные операции на рынке акций стали все в большей мере замещаться сделками юридических лиц, число розничных инвесторов стало резко падать (по данным отчетности за 2001 г. Регионального отделения ФКЦБ России в Центральном федеральном округе).

Какой частью акционерного капитала РАО ЕЭС формируется российский рынок акций? Депозитарный оборот акций РАО ЕЭС, торгуемых через ММВБ, проходит через *Национальный депозитарный центр*, который впервые в конце 2000 г. (табл. 1.26) преодолел планку 5% и был показан в отчетности РАО ЕЭС в качестве одного из крупнейших акционеров. По итогам III квартала 2001 г. доля Национального депозитарного центра в акционерном капитале РАО ЕЭС составила 6.1%.

В свою очередь, это означает, **что в 2000 г. более 70% оборота внутреннего рынка акций России** (доля акций РАО ЕЭС на ММВБ в общем оборо-

* Число акционеров РАО ЕЭС — физических лиц в конце 1999 г. составило более 380 тыс. человек. Держателей мелких пакетов акций РАО ЕЭС (1–10 тыс. шт. акций) было 350 тыс. человек, держателей пакетов объемом от 10 до 100 тыс. шт. акций — 19.5 тыс. человек. Очевидно, что подавляющая часть этих держателей — розничные инвесторы. Вероятно, именно они составляют основу розничного оборота на организованных рынках акций. Опубликовано на сайте РАО ЕЭС в Интернете (www.rao-ees.elektra.ru).

Таблица 1.26

Структура акционерного капитала РАО ЕЭС*									
Акционеры	Доля в акционерном капитале РАО ЕЭС, %				Крупнейшие акционеры	Доля в акционерном капитале РАО ЕЭС, %			
	1996	1997	1998	1999		1998	1999	2000 (октябрь)	
Государство	52.7	52.5	52.5	52.5	Государство	52.5	52.5	52.5	
Иностран- ные юр. лица	27.8	30.7	33.6	30.6	Bank of New York International Nominees	15.2	19.1	20.0	
Российские юр. лица	10.9	11.3	8.3	11.4					
Физические лица	8.6	5.5	5.6	5.5 (382 тыс. чел.)	Национальный депозитарный центр	< 5	< 5	5.2	
Итого	100	100	100	100	Итого	≈ 70	≈ 75	77.7	

* По данным РАО ЕЭС о структуре акционерного капитала и отчетности эмитента, публикуемым акционерным обществом в Интернете (www.rao-ees.elektra.ru).

те ММВБ + РТС в октябре 2000 г.) *формировались из 5% уставного капитала одного акционерного общества, которые по номинальной стоимости на конец октября 2000 г. составляли около 40 млн. долл., по рыночной стоимости – около 250 млн. долл.* В октябре 2001 г. *6.1% акций РАО ЕЭС* (по номиналу – 44 млн. долл., по рыночной стоимости – 420–430 млн. долл.) сформировали *более 60% оборота* внутреннего рынка акций.

С одной стороны, эти данные еще раз показывают, что отечественный рынок ценных бумаг не выполняет своей основной функции. Он не направляет денежные ресурсы на инвестиции в экономику. С другой стороны, с позиции рыночного риска эти данные демонстрируют его сверхвысокую концентрацию. *Внутри любого акционерного общества 5% его акционерного капитала легко подвергаются разводнению (хотя именно на этих 5% основывается 60–70% всего российского рынка акций).*

Экссессивная волатильность акций РАО ЕЭС. Как показывает анализ табл. 1.27, *акции РАО ЕЭС всегда обладали волатильностью, превышающей среднюю по рынку*, показывали более высокий рыночный риск, чем корзина акций. Например, отклонения годовых максимумов от минимумов по акциям РАО ЕЭС в 1996–2000 гг. всегда были существенно большими в сравнении с индексом РТС.

Соответственно, по мере роста доли акций РАО ЕЭС в обороте рыночный риск операций с российскими акциями, который и так являлся одним из самых высоких в мире в 90-х годах, увеличивался не только за счет концентрации на одной акции, но и за счет того,

Таблица 1.27

Экссессивная волатильность акций РАО ЕЭС*					
Показатели	1996	1997	1998	1998	2000
Индекс РТС, ед.					
Минимальное значение	66.69	197.54	37.74	54.18	130.32
Максимальное значение	227.79	570.66	421.55	177.71	245.98
Акции РАО ЕЭС, долл.					
Минимальное значение	0.02787	0.09589	0.01563	0.02596	0.07022
Максимальное значение	0.10588	0.45659	0.33987	0.10325	0.21207
Коэффициент «Годовой максимум/годовой минимум показателя», кол-во раз					
Индекс РТС	3.4	2.9	11.2	3.3	1.9
Акции РАО ЕЭС	3.8	4.8	21.7	4.0	3.0

* По данным РТС, по акциям РАО ЕЭС используется показатель средневзвешенной цены.

что эта акция обладает повышенной «легкостью», волатильностью, намного превышающей наиболее представительную корзину акций.

Внутренние проблемы РАО ЕЭС и рыночный риск. Никто не может сейчас прогнозировать влияние предстоящей реструктуризации РАО ЕЭС на рыночную стоимость акций этой компании. Сам рынок реагирует на любые новости о реструктуризации (разделе РАО ЕЭС) только отрицательно: учитывая российский опыт, преобразования в компании для миноритарных акционеров чаще всего оборачиваются размыванием капиталов и хороших активов.

Заранее известно (и объявлено в концепции РАО ЕЭС), что либерализация в электроэнергетике будет означать уменьшение участия РАО ЕЭС в капиталах большой группы компаний. С другой стороны, в результате создания и продажи новых компаний часть материальных активов, которые сейчас находятся на балансе РАО ЕЭС, будет замещена акциями.

Инвестиции в дочерние общества составляли на конец III квартала 2000 г. 50% валюты баланса РАО ЕЭС (более 87 млрд. руб.), на соответствующую дату 2001 г. — 49% валюты баланса РАО ЕЭС (94.9 млрд. руб.)*. Доходы от них сейчас, когда РАО ЕЭС является контролирующим акционером, не превышали в I–III кварталах 2000 г. 3% выручки от реализации, а за аналогичный период 2001 г. — 4.7%. Что произойдет с рыноч-

* Отчетность эмитента на конец III квартала 2000 г. и на конец III квартала 2001 г. опубликована в системе раскрытия информации «СКРИН», созданной НАУФОР (www.skrin.ru), а также на сайте РАО ЕЭС в Интернете (www.rao-ees.elektra.ru).

ной стоимостью акций РАО ЕЭС, когда другие денежные потоки, проходящие через эту компанию, резко уменьшатся? Когда собственность РАО будет разводнена? Какие активы в итоге останутся у этой компании на балансе? Какую долю валюты баланса будут составлять расплывчатые вложения в акции и какие доходы можно будет собрать по этим акциям, учитывая общую нелюбовь платить дивиденды? Насколько ликвидны и капитализированы будут эти акции?

Как и во множестве других российских открытых акционерных обществ, *в РАО ЕЭС не разделена между акционерами значительная сумма добавочного капитала (111 млрд. руб. на конец III квартала 2000 г. и 126.2 млрд. руб. на конец аналогичного периода 2001 г.) в сравнении с 21.6 млрд. руб., уже находящимся в акциях* (в уставном капитале), на конец III квартала как 2000 г., так и 2001 г. Обычно контролирующие собственники не заинтересованы в проведении технических эмиссий под добавочный капитал и в его распределении между акционерами. В этом случае выкуп собственности в свою пользу обходится значительно дороже. Любая реструктуризация компании при нераспределенном добавочном капитале в России чаще всего означает выигрыш одних акционеров в сравнении с другими (обычно миноритарными).

В итоге *рыночный риск*, связанный с концентрацией рынка на акциях РАО ЕЭС, *существенно усиливается неустойчивостью самого эмитента*. В 2002–2003 гг. неизбежны события вокруг РАО ЕЭС, имеющие материальное значение для цены его акций. Как следствие, будет неизбежно увеличиваться рыночный риск, как это было в 1998 и 2000 гг.

Прогнозное значение исследования рыночного риска

Почему так важна истинная картина финансового кризиса 1997–1998 гг.? Опасность состоит в том, что если государство и профессиональное сообщество, создав рынок акций, в 1998 г. худший в мире, продолжающий оставаться одним из самых рискованных, волатильных, не будут пытаться понять и признать проблемы, с которыми столкнулся рынок, и ничего не изменят в своей политике, то российский рынок акций не будет восстановлен на новой, более безопасной основе.

Именно так и происходит. По-прежнему в 1999–2001 гг. воссоздается незначительный по объемам, с подавляющим преобладанием спекулятивных инвесторов рынок акций, не дающий возможности привлекать масштабные средства на рынке капиталов для финансирования инвестиций, основанный при этом на манипулировании ценами.

Способность российского рынка ценных бумаг создавать спекулятивные конструкции в обход инвестиционного процесса и таким

образом отражать риски и эклектику страны нашла свое выражение в акциях РАО ЕЭС — с их способностью на 5% капитала одного из самых неустойчивых эмитентов генерировать более 60–70% оборота рынка, вбирать в себя (основываясь на маргинальном кредитовании и интернет-доступе, налоговых льготах в Москве в 1999–2000 гг.) розничных инвесторов, будучи при этом ценной бумагой с волатильностью выше среднерыночной.

Огромный рыночный риск по-прежнему несет РТС, существующая в основном в той же архитектуре, что и до кризисов 1997–1998 гг.

Таким образом, на рынке развилась очередная сверхконцентрация рыночного риска, которая дала о себе знать в 2000–2001 гг. и неизбежно будет воздействовать на его динамику в 2002–2003 гг.

Другим фактором, усиливающим рыночный риск, является бюджетная неопределенность (волатильность цен на нефть, жесткий график платежей по внешнему долгу), которая может дать старт новому масштабному росту краткосрочного государственного долга, как это было в 90-е годы.

Не было сделано после 1998 г. ни одной попытки (кроме ММВБ в 1999–2000 гг.) *изучить причины экстремальных колебаний курсовой стоимости*, которые лежат в самом российском рынке акций, не относятся к политическим рискам, государственному долгу, валюте и т.п. В то время как за рубежом публикуются многостраничные доклады, посвященные урокам фондовых кризисов (примеры — NASD, NYSE), в России регулирующие органы и профессиональное сообщество, столкнувшись с почти полным разрушением рынка, не извлекли уроков, только наблюдали за тем, как повторялись стремительные взлеты рынка акций (1999 г. — начало 2000 г., лето 2000 г.), за которыми следовали его крупные падения, по сути очередные рыночные шоки.

Данные табл. 1.28 (и табл. 1.18) подтверждают неизменность после 1998 г. свехрискованной, волатильной природы российского рынка акций. Это дает возможность прогнозировать и в будущем (2002–2004 гг.) очень высокие значения рыночного риска, присущие этому рынку.

Очевидный прогноз: сохранятся очень высокий рыночный риск в кратко- и среднесрочном периодах и экстремальная волатильность, одна из самых высоких в мире, и регулярный перенос на конъюнктуру российских акций рыночных рисков, возникающих в других странах, прежде всего в США (NASDAQ), Латинской Америке (например, высокая корреляция с фондовым рынком Бразилии), а в случае особо крупных колебаний — на других формирующихся рынках-лидерах, даже если их движение обычно мало связано с конъюнктурой российского рынка акций.

Таблица 1.28

Волатильность российского рынка акций в 1999–2000 гг.*

1999				2000				2001			
28.01	08.07	21.09	31.12	24.03	29.06	29.08	21.12	25.06	07.08	03.10	29.12
Значения фондового индекса РТС — локальные максимумы/минимумы											
54.5	147.4	76.2	177.7	243.9	163.0	245.5	132.1	224.9	189.4	174.2	260.0
Отклонения от предыдущего экстремума фондового индекса РТС, %											
x	+170	-48.3	+133	+37.3	-33.2	+50.6	-46.2	+70.7	-15.8	-8.0	+49.3

* По данным РТС (значения фондового индекса на момент закрытия торгов). Значения показателей округлены.

Как следствие, рыночный риск должен стать предметом особого внимания финансового регулятора и СРО (программа предупреждения и снижения рыночного риска; усиление устойчивости внутреннего рынка к этому риску, прежде всего с точки зрения архитектуры торговых систем, особенно РТС; снижение доли РАО ЕЭС; умеренные значения «плеча» в маржинальном кредитовании; создание системы мониторинга рыночного риска и оперативного антикризисного регулирования рынка акций; мониторинг внешних рынков и участие в системах раскрытия и обмена информацией между регулятором рынка ценных бумаг, существующих в рамках IOSCO, и т.п.)*.

Одним из базовых требований к операторам рынка ценных бумаг должно быть наличие профессиональных систем управления рыночным риском и рост капитала брокеров-дилеров (ослабление рыночного риска достигается, в частности, повышением требований к достаточности капитала).

Величина рыночного риска наряду с объемом инвестиций, привлекаемых через рынок ценных бумаг, должна стать ключевым параметром, по состоянию которого судят об успехах или неудачах развития отечественного фондового рынка.

* Более подробно см.: Я. Миркин. Антикризисное управление фондовым рынком // Рынок ценных бумаг, 2000, №9.

1.4 Насыщенность ценными бумагами и фундаментальные факторы, формирующие фондовый рынок

Одним словом, получается тот успокоительный вывод, что, хотя история до бесконечности раздвигается по своему объему, в то же время она сокращается по своему содержанию в смысле подведения разнообразных фактов к единству идеи.

Ф.И. Успенский. История Византийской империи VI–IX вв. Предисловие

Практика показывает, что прогнозы динамики рынка, формируемые на основе текущей динамики показателей, ценны лишь в краткосрочном плане. Они не способны предугадать масштабных движений рынка, в основе которых лежат фундаментальные факторы, действующие в долгосрочной перспективе.

Чтобы осознать, что будет происходить с российским рынком капиталов через год, три года, в долгосрочной перспективе, какой должна быть политика людей и компаний, работающих на этом рынке, нужно понять, *какие факторы внутри страны и во внешнем мире наиболее существенны для долгосрочной динамики и формирования структуры рынка*, что и как определяет существо и будущее российского рынка ценных бумаг?

Такие *факторы* названы в этой работе *фундаментальными*. При этом позитивная конъюнктура фондового рынка зависит не только от *внешних* по отношению к рынку *фундаментальных факторов* (структура собственности, денежная масса, налоговый механизм, отвлечение государством внутренних денежных ресурсов на покрытие государственного долга, воздействие иностранных рынков), но и от *архитектуры* самого *рынка*, которая расширяет либо, наоборот, угнетает способность рынка привлекать инвестиции и формировать позитивную конъюнктуру.

Классификация важнейших фундаментальных факторов

Классификация важнейших факторов, воздействующих на рынок ценных бумаг и определяющих его *модель*, приведена ниже (рис. 1.1).

Часть этих факторов (принадлежность к развитым или формирующимся рынкам, накопленные диспропорции в организации рынка ценных бумаг, внешние факторы) будет рассмотрена в данной главе, часть (требующая более углубленного анализа) — в *главе 2*.

Рисунок 1.1

Факторы, действующие внутри страны		Внешние факторы	
Принадлежность к развитым или формирующимся рынкам	Накопленные диспропорции и проблемы в организации рынка ценных бумаг	Долгосрочные циклы мировой экономики	Мировые цены на нефть и сырье
Структура собственности	Модель экономической и политической системы. Политическая и социальная стабильность	Региональная принадлежность рынка (Азия, Латинская Америка, Европа и т.п.)	Сравнительная конкурентоспособность страны и фондового рынка. Степень близости к индустриальным странам
Финансовая глубина и финансовая структура макроэкономики. Отраслевая структура макроэкономики	Модель экономического поведения населения. Религиозный фактор («протестантский» капитализм, исламские финансы и т.п.)	Зависимость от рынка-лидера и других ведущих рынков. Взаимозависимость с другими рынками	Степень оцененности фондового рынка
Экономическая и финансовая политика государства	Внутристрановые экономические циклы. Экономическая конъюнктура		

Соотношение между внутренними и внешними факторами

По оценке, *внешние факторы* на 80–90% определяют динамику российского рынка акций. Рынки депозитарных расписок могут оказывать доминирующее влияние по отношению к внутреннему рынку. Как будет показано ниже, торговая активность по депозитарным распискам на внешних рынках без учета акций РАО ЕЭС была больше объема внутренних рынков в 1999 г. – в 5.8 раз, в 2000 г. – в 4.5 раз. В 2000 г. функциональной была зависимость рынка акций России от США (корреляция фондовых индексов MSCI, рассчитанных по этим странам, 0.945).

Провинциальный по размерам рынок (30–32-е место в мире при том, что Россия занимает 15–16-е место по величине ВВП в текущих ценах) зависит от спекулятивных иностранных инвесторов. Доля спекулянтов в АДР-ГДР составляет не менее 60–65% (расчеты начала 2000 г. по данным J.P. Morgan). Более 90% расчетов в РТС осуществляется по счетам за рубежом со свободным движением горячих капиталов; доля иностранных инвесторов, по оценке, составляет 40–65%.

Внутренний рынок акций РАО ЕЭС (в 2000–2001 гг. 70–80% оборота ММВБ и 60–70% оборота ММВБ + РТС), на котором работают резиденты, является преимущественно спекулятивным и в точности повторяет движение внешних рынков, не являясь в этом смысле самостоятельным.

При такой функциональной зависимости внутреннего рынка от внешней конъюнктуры нельзя ожидать, что в ближайшие 3–5 лет будет создана настолько устойчивая база внутреннего инвестирования, чтобы инвестиционные ожидания и денежные ресурсы резидентов определяли динамику рыночной стоимости российских ценных бумаг.

Поэтому с позиции конъюнктуры рынка акций события внутри России имеют значение, прежде всего, с точки зрения того, как они меняют конкурентоспособность страны на международных рынках капиталов и как они отражаются на инвестиционных ожиданиях нерезидентов. Задача развития отечественного рынка ценных бумаг – повышение в ближайшие 3–5 лет веса внутренних факторов, формирующих рыночный курс акций, хотя бы до 30–40%.

Насыщенность ценными бумагами и принадлежность к развитым или формирующимся рынкам

Одной из важнейших *классификаций*, в которой рынки ценных бумаг группируются в соответствии с уровнем индустриального развития

экономик, которые они обслуживают, величиной доходов, которые в них генерируются, степенью зрелости финансового сектора в целом и фондовых рынков в частности, является *деление рынков ценных бумаг на развитые (developed markets) и формирующиеся (emerging markets)**.

Определяя принадлежность рынка конкретной страны, например России, к развитым или формирующимся, в качестве *фундаментального фактора* выступают насыщенность хозяйственного оборота ценными бумагами, волатильность и уровень рисков рынков и в конце концов та роль, которую играет внутри страны фондовый рынок в перераспределении денежных ресурсов на цели инвестиций.

В отношении волатильности этот тезис подтвержден выше (см. разд. 1.3, анализ табл. 1.19). Насыщенность хозяйственного оборота ценными бумагами, их роль в перераспределении денежных ресурсов может быть оценена по индикатору «Капитализация рынка акций/ВНП» (в процентах). Распределение рынков по степени насыщенности хозяйственного оборота ценными бумагами в 1998–2000 гг. приведено в табл. 1.29.

Очевидно, что для основной части развитых рынков характерна капитализация выше 40–60% ВВП/ВНП, для большинства формирующихся рынков – ниже 40–60% ВВП/ВНП.

В 1998 г. примерно 70% развитых рынков акций (табл. 1.30) имели капитализацию более 60% ВНП (более 50% рынков имели капитализацию более 80% ВНП). И наоборот, более чем на 70% формирующихся рынков акций капитализация не превышала 30% ВНП.

Для *России* значение индикатора «Капитализация рынка акций/ВНП» в 1998 г. составляло 7.4%, в 2000 г. (капитализация рынка акций, отнесенная к ВВП) – 15.8%.

Проведенный выше анализ, сделанный по данным на конец 1998 г. и 2000 г., несмотря на волатильность рынков в 1997–2000 гг., в основных чертах соответствует измерениям насыщенности ценными бумагами на конец 1996 г. (год повсеместного роста курсов акций, прежде всего на формирующихся рынках, который предшествовал кризисам 1997–1998 гг.).

* В соответствии с классификацией IFC (International Finance Corporation) и Standard & Poor's к категории emerging markets относятся в основном рынки ценных бумаг, находящиеся в экономиках с низкими и средними доходами на душу населения (в соответствии с классификацией Мирового банка). Мировой банк определяет в качестве таковых экономики с величиной ВНП на душу населения меньше 9266 долл. (2001 г., Classification of Economies, www.worldbank.org). См. руководство «The S&P Emerging Markets Indices. Methodology, Definitions and Practices», опубликованное в Интернете на сайте Standard & Poor's.

Таблица 1.29

Распределение национальных рынков по степени насыщенности хозяйственного оборота ценными бумагами*		Капитализация фондового рынка/ВВП (ВВП = 2000), % (по внутренним эмитентам)	
		1998	2000
	Развитые рынки	Формирующиеся рынки	Развитые рынки
0–5		Армения, Бангладеш, Болгария, Гватемала, Доминиканская Республика, Румыния	Румыния, Словакия
>5–10		Боливия, Венесуэла, Гондурас, Замбия, Иран, Латвия, Литва, Нигерия, Пакистан, Россия , Эквадор	Венесуэла, Ливан, Пакистан, Бангладеш, Украина, Шри-Ланка, Эквадор
>10–20	Австрия	Аргентина, Ботсвана, Гана, Зимбабве, Кения, Колумбия, Коста-Рика, Кот-д'Ивуар, Ливан, Перу, Польша, Словения, Тунис, Турция, Хорватия, Чехия	Индонезия, Кения, Колумбия, Кот-д'Ивуар, Литва, Намибия, Нигерия, Польша, Россия , Словения, Тунис, Хорватия
>20–30		Бразилия, Венгрия, Египет, Индия, Индонезия, Кипр, Китай, Мексика, Ямайка	Венгрия, Гана, Египет, Марокко, Таиланд, Перу, Чехия
>30–40	Исландия, Норвегия	Израиль, Корея, Оман, Панама, Саудовская Аравия, Таиланд	Бразилия, Зимбабве, Индия, Корея, Латвия, Маврикий, Мексика, Филиппины, Эстония
>40–60	Германия, Дания, Италия, Новая Зеландия	Маврикий, Марокко, Португалия, Филиппины	Аргентина, Израиль, Китай, Тринидад и Тобаго
>60–80	Ирландия, Испания, Франция, Япония	Греция, Иордания, Кувейт, Чили	Иордания
>80–100	Австралия, Бельгия, Канада		Чили
>100–150	Сингапур, Финляндия, Швеция	Малайзия, ЮАР	Малайзия
>150	Великобритания, Люксембург, Нидерланды, США, Гонконг, Швейцария		ЮАР
Итого рынков	23	58	22
			45

* Источники: International Financial Statistics, IFC Emerging Stock Markets Factbooks (1995–1999), S&P/IFC Emerging Stock Markets Review January 2001, FIBV Annual Report 2000, IMF World Economic Outlook May 2001. В 1998 г. рынок ценных бумаг Португалии входил в категорию формирующихся рынков, позже он был переведен в международных классификациях (S&P/IFC) в категорию развитых рынков.

Таблица 1.30

Распределение национальных рынков по степени насыщенности хозяйственного оборота ценными бумагами (1998)*, %

Развитые рынки		Формирующиеся рынки	
Капитализация фондового рынка/ ВВП (по внутренним эмитентам)	Доля развитых рынков с соответствующей капитализацией в общем количестве рынков	Капитализация фондового рынка/ ВВП (по внутренним эмитентам)	Доля формирующихся рынков с соответствующей капитализацией в общем количестве рынков
0–5	—	0–5	10.3
>5–10	—	>5–10	19.0
>10–20	4.3	>10–20	27.6
>20–30	—	>20–30	15.5
>30–40	8.6	>30–40	10.3
>40–60	17.5	>40–60	6.9
>60–80	17.5	>60–80	6.9
>80–100	13.0	>80–100	—
>100–150	13.0	>100–150	3.5
>150	26.1	>150	—
Итого	100	Итого	100

* Источники: International Financial Statistics, IFC Emerging Stock Markets Factbooks (1995–1999).

Как следует из табл. 1.31 (рассчитанной по 50 формирующимся и 19 развитым фондовым биржевым рынкам), более 50% формирующихся рынков имеют уровень капитализации до 20% ВВП и только 4% — выше 100% ВВП. И наоборот, ни один индустриальный рынок не имеет уровень капитализации ниже 20% ВВП; для более 50% фондовых рынков индустриальных стран характерен уровень капитализации выше 60% ВВП; 37% таких рынков обладают капитализацией выше 100%.

Таким образом, *формирующиеся рынки*, к которым относится и *Россия*, характеризуются, как правило, *низкой насыщенностью хозяйственного оборота ценными бумагами* (и, соответственно, ограниченной способностью к перераспределению денежных ресурсов). И наоборот, чем более глубоким и развитым является фондовый рынок (как и финансовый рынок в целом), чем полнее собираются и перераспределяются денежные ресурсы, тем выше темпы экономического роста и более индустриальный характер носит национальная экономика*.

* Подробное исследование в этой области проведено Мировым банком на рубеже 90-х годов (см.: World Development Report, выпущенный Мировым банком в 1989 г.).

Таблица 1.31

Распределение национальных рынков по степени насыщенности хозяйственного оборота ценными бумагами (1996)*, %

Развитые рынки		Формирующиеся рынки	
Капитализация фондового рынка/ ВВП (по внутренним эмитентам)	Доля развитых рынков с соответствующей капитализацией в общем количестве рынков	Капитализация фондового рынка/ ВВП (по внутренним эмитентам)	Доля формирующихся рынков с соответствующей капитализацией в общем количестве рынков
		0–10	26
		10–20	28
20–40	21	20–30	20
40–60	26	30–60	16
60–100	16	60–100	6
Выше 100	37	Выше 100	4
х	100	х	100

* Источники: International Financial Statistics, IFC Emerging Stock Markets Factbooks (1995–1999). Анализируются следующие рынки: *развитые* — Бельгия, Великобритания, Германия, Гонконг, Дания, Испания, Италия, Канада, Люксембург, Нидерланды, Новая Зеландия, Норвегия, Сингапур, США, Финляндия, Франция, Швейцария, Швеция, Япония; *формирующиеся* — 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, Румыния, Сальвадор, Словения, Пакистан, Панама, Парагвай, Перу, Польша, Португалия, Россия, Тринидад и Тобаго, Турция, Филиппины, Чехия, Чили, Шри-Ланка, Эквадор, Южная Африка.

В России в 1995–2000 гг. капитализация рынка акций никогда не превышала 20% ВВП, что отражало тот факт, что *российский фондовый рынок находится в группе формирующихся рынков* (табл. 1.32). Лишь подъем рынка в ноябре-декабре 2001 г. привел к тому, что этот показатель преодолел 20-процентный барьер. Соответственно, конъюнктура рынка в 2002 г. покажет, имел ли этот факт долгосрочное значение.

С другой стороны, сам факт принадлежности к формирующимся рынкам, факт соответствия их параметрам предполагает, что с высокой вероятностью (примерно 55%) капитализация рынка акций в России не будет превышать 20% ВВП, а с вероятностью 75% — не более 30% ВВП (см. табл. 1.31–1.32).

Это *объективные границы российского рынка по насыщенности ценными бумагами (не более 20–30% ВВП)*, по привлечению денежных ресурсов и перераспределению их на цели инвестиций. Но в то же время преодоление этих границ должно стать одной из целей развития российского рынка ценных бумаг, обусловит его переход в категорию

Таблица 1.32

Насыщенность ценными бумагами хозяйственного оборота в России*

Показатели	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
Капитализация рынка акций РТС, млрд. долл.	14.0	36.0	72.0	11.0	20.0 (октябрь)	34.5	69.3
Валовой внутренний продукт (ВВП) в текущих ценах, млрд. долл.	338.5	420.1	435.9	278.0	184.6	251.1	306.7 (оценка)
Капитализация/ВВП, %	4.1	8.6	16.5	4.0	10.8	13.7	22.6

* Рассчитано по данным IMF International Financial Statistics, Госкомстата России, IMF World Economic Outlook Database December 2001 (данные за 2000–2001 гг.), РТС.

более зрелых формирующихся рынков, а затем – развитых рынков ценных бумаг.

1.5 Внутренние проблемы организации и важнейшие диспропорции фондового рынка России

Было время, когда эти пустынные места были еще пустынные.

Вильгельм Кюхельбекер. Адо

Динамика численности и региональная структура институтов ценных бумаг

В 90-х годах вслед за волатильностью рынка резко колебалась численность институтов ценных бумаг. Кроме того, сформировалась сверхконцентрация финансовых активов, брокерско-дилерских компаний, коммерческих банков и других финансовых институтов в Москве. Накопленные измерения рынка дают возможность оценить

степень региональной концентрации и долю тех или иных регионов и городов в деловой активности на рынке ценных бумаг.

Сокращение численности операторов рынка ценных бумаг. Анализ динамики численности брокерско-дилерских компаний приведен в табл. 1.33. С октября 1993 г. по апрель 1997 г. численность инвестиционных институтов, основу которых составляли брокерско-дилерские компании, выросла в 4.9 раза по России. Соответственно, после кризиса августа 1998 г. число брокерских компаний резко уменьшилось (в июне 1999 г. в 3.1 раза по сравнению с апрелем 1997 г., в декабре 2000 г. — в 5.5 раза, к концу апреля 2001 г. — в 7.1 раза). В 2000–2001 гг., несмотря на постепенное восстановление фондового рынка в России, продолжает (по мере завершения сроков действия брокерских лицензий) сокращаться численность брокеров-дилеров в стране.

Таблица 1.33

Численность брокерско-дилерских компаний и банков в 1993–2001 гг.*

Показатель	1993	1995	1997	1999	2000	2001		
Количество брокерско-дилерских компаний*	1023 (ок-тябрь)	3176 (ап-рель)	5045 (ап-рель)	1628 (июнь)	924 (де-кабрь)	822 (10 ма-рта)	715 (ап-рель)	669 (де-кабрь)
Количество кредитных организаций, имеющих право на осуществление банковских операций	н/д	2295 (де-кабрь)	1764 (сен-тябрь)	1375 (ок-тябрь)	1320 (ок-тябрь)	1318 (март)	1316 (ап-рель)	1320 (ок-тябрь)

* Данные на конец месяца (действительные лицензии на брокерскую деятельность): 1995–1997 гг. — Минфин России (институты ценных бумаг, 98–99% которых составляли брокерские компании), 1999–2001 гг. — ФКЦБ России. Более подробное изложение методики подсчета показателей см. в табл. 1.34. Данные по банкам — на основе информации Банка России.

В течение 1995–2001 гг. число универсальных коммерческих банков, которые по своей природе являются профессиональными участниками рынка ценных бумаг, уменьшилось более чем на 40%.

Все это означает, что во многих крупных регионах и городах России либо отсутствуют профессиональные участники рынка ценных бумаг, либо их число составляет 1–2. При этом лишь небольшая группа участников рынка ориентирована на обслуживание населения — ключевой группы инвесторов, у которой находится основная часть денежных средств, пригодных для инвестирования в акции.

1.5. Внутренние проблемы организации и важнейшие диспропорции фондового рынка России

В этот период снижалась численность и других профессиональных участников рынка ценных бумаг (кроме паевых инвестиционных фондов). Например, по данным ФКЦБ России, в период с 17 марта по 31 декабря 2001 г. численность депозитариев, имевших действующие лицензии, сократилась с 163 до 134, регистраторов – с 112 до 108*. По тем же данным в период с 30 апреля по 31 декабря 2001 г. количество профессиональных участников рынка ценных бумаг, имеющих дилерские лицензии, уменьшилась с 651 до 570. В области доверительного управления ценными бумагами численность лицензированных компаний сократилась за указанный период с 190 до 176.

Сверхконцентрация брокеров-дилеров в Москве и их отсутствие в ряде регионов. Региональное распределение брокерско-дилерских компаний приведено в табл. 1.34** и в приложении 2 и отражает ведущую роль Москвы, Санкт-Петербурга, Новосибирска, Уральского региона и нескольких других центров в формировании отечественного фондового рынка.

При этом в значительном числе регионов – субъектов РФ (см. приложение 2) вообще нет брокеров – профессиональных участников рынка ценных бумаг (по состоянию на 10 марта 2001 г. – в 21 регионе, на 30 апреля 2001 г. – в 24 регионах). В 14 регионах (областях, республиках) существовала всего лишь одна-единственная брокерско-дилерская компания (по данным на 10 марта 2001 г.). Иными словами, в 40% областей и республик России (из 89) отсутствует брокерская сеть.

Табл. 1.35 демонстрирует, с одной стороны, устойчивую региональную структуру фондового рынка, отражающую сравнительную значимость экономик регионов (на первом месте – Центральный (Москва), далее – Северный и Северо-Западный (Санкт-Петербург), затем – Уральский, Поволжский, Западно-Сибирский и Северо-Кавказский регионы), с другой – нарастающую с начала 90-х годов **последовательную сверхконцентрацию участников фондового рынка в Москве.**

Еще в октябре 1994 г. банки Москвы составляли 32% от их общей численности по стране. В марте 2001 г. этот показатель составил уже 44.6%. Доля брокерских компаний, находящихся в Москве, повысилась с 16% в октябре 1993 г. до 40.6% в марте 2001 г. Устойчиво высокой остается доля Санкт-Петербурга в численности брокеров (8–10%)

* Рассчитано по данным сервера раскрытия информации ФКЦБ России в Интернете.

** Миркиным Я.М. (руководитель коллектива), Андриановой Л.Н. и Кучинской А.Г. были выпущены в 1996–1997 гг. справочники «Институты рынка ценных бумаг в России», на данных которых основаны приведенные расчеты. См. кн.: Институты рынка ценных бумаг в России. – М.: Московское агентство ценных бумаг, АФПИ еженедельника «Экономика и жизнь», 1997. 340 с.

Таблица 1.34

Региональное распределение брокерско-дилерских компаний*

Экономические районы России	Количество инвестиционных институтов в экономическом районе				Города – фондовые центры региональных рынков				Количество инвестиционных институтов в городах			
	1993 (октябрь)	1995 (апрель)	1997 (апрель)	2001 (март)	1993 (октябрь)	1995 (апрель)	1997 (апрель)	2001 (март)	1993 (октябрь)	1995 (апрель)	1997 (апрель)	2001 (март)
Центральный	>270	>970	Около 1750	377	Москва	163	801	1378	334			
Северный и Северо-Западный	>110	>450	>620	85	Санкт-Петербург	56	281	371	65			
Уральский	>150	>300	Около 600	84	Екатеринбург	37	101	181	19			
					Челябинск	40	86	119	13			
					Пермь	33	58	94	14			
Поволжский	110	290	>450	82	Саратов	25	69	87	9			
					Казань	22	48	65	14			
					Самара	20	47	98	15			
Западно-Сибирский	>90	>265	>390	80	Новосибирск	30	91	110	22			
Северо-Кавказский	>90	>220	>330	36	Краснодар	33	51	74	6			
					Ростов-на-Дону	22	74	117	4			
Волго-Вятский	>50	130	>200	23	Н. Новгород	33	48	121	5			

Таблица 1.34 (окончание)

Экономические районы России	Количество инвестиционных институтов в экономическом районе			Города – фондовые центры региональных рынков			Количество инвестиционных институтов в городах		
	1993 (октябрь)	1995 (апрель)	1997 (апрель)	2001 (март)	1993 (октябрь)	1995 (апрель)	1997 (апрель)	2001 (март)	
Дальневосточный	>50	>120	Около 200	22	Владивосток	21	40	76	8
					Хабаровск	12	26	36	4
Центрально-Черноземный	37	Около 90	Около 150	14	Воронеж	21	39	63	1
Восточно-Сибирский	>20	>80	>150	18	Красноярск	13	28	60	6
Прибалтийский	20	>30	Около 40	1	Калининград	19	30	37	1
Итого	≈ 1020	≈ 3000	≈ 4880	822	Итого по крупнейшим городам	600	1918	3087	540

* Регионы выделены в соответствии с экономико-географической классификацией, использовавшейся в государственной отчетности до выделения федеральных округов. Перечень областей и других субъектов РФ, входящих в конкретные регионы, приведен в приложении 2. Данные за 1993 – 1995 гг. получены расчетным путем на основании реестров инвестиционных институтов Минфина РФ. Расчеты дают численность инвестиционных институтов в апреле 1995 г. — 3176 (погрешность — 5.5%), в апреле 1995 г. — 5045 (погрешность — 3.2%), что не отражается существенно на полученном региональном распределении. Подавляющая часть инвестиционных институтов (98 – 99%) были брокерско-дилерскими компаниями (см.: Миркин Я.М. Ценные бумаги и фондовый рынок. С. 15). Данные за 1997 – 2001 гг. — по реестру ФКЦБ России на выданные и действительные брокерские лицензии (расчеты по данным ФКЦБ России). Из расчета исключены коммерческие банки, имеющие брокерские лицензии, выданные ФКЦБ России. Расчеты за 1993 г. даны в кн.: Я.М. Миркин «Ценные бумаги и фондовый рынок» (с. 21 – 22). Расчеты за 1995 – 1999 гг. см.: Mirkin Yakov M. Importance of the European Capital Market for Russia (в кн.: Handbuch Europäischer Kapitalmarkt – Wiesbaden: Gabler, 2001. P. 469 – 486). Расчеты за 2001 г. приведены в приложении 2.

при снижении доли города в численности банков с 8% в октябре 1994 г. до 3–3.2% в 1999–2001 гг.*

Таблица 1.35

Региональное распределение коммерческих банков и брокерско-дилерских компаний*, %*

Экономические районы России	Универсальные коммерческие банки		Региональное распределение профессиональных участников рынка ценных бумаг, не являющихся кредитными организациями				
	1999 сен-тябрь	2001 март	1993 ок-тябрь	1995 апрель	1997 апрель	1999 ок-тябрь	2001 март
Центральный, в том числе	52.2	52.2	26.7	33.3	36.2	46.0	45.9
Москва	45.0	44.6	16.0	27.5	28.5	40.1	40.6
Северный и Северо-Западный, в том числе	5.9	5.8	11.2	15.4	12.8	11.3	10.3
Санкт-Петербург	3.0	3.2	5.5	9.6	7.7	8.2	7.9
Уральский	7.2	7.3	14.8	10.3	12.4	9.5	10.2
Поволжский	6.8	6.8	10.9	9.9	9.3	8.8	10.0
Западно-Сибирский	6.9	6.3	9.2	9.0	8.0	8.4	9.7
Северо-Кавказский	10.3	10.2	9.0	7.5	6.8	4.0	4.4
Волго-Вятский	2.9	2.7	5.1	4.5	4.1	3.8	2.8
Дальневосточный	3.5	3.4	5.2	4.1	4.1	2.5	2.7
Центрально-Черноземный	1.5	1.2	3.8	3.1	3.1	2.5	1.7
Восточно-Сибирский	2.8	3.1	2.1	2.9	3.2	3.2	2.2
Прибалтийский	н/д	1.0	2.0	н/д.	н/д	н/д	0.1
Итого	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0

* В части брокерско-дилерских компаний таблица основана на данных и методике расчетов табл. 1.33. В части коммерческих банков использованы данные Банка России о численности и региональном распределении кредитных организаций, опубликованные в Интернете.

Сверхконцентрация в Москве других профессиональных участников фондового рынка. На конец апреля 2001 г. региональное распределение иных, чем брокеры, профессиональных участников рынка ценных бумаг было следующим (табл. 1.36).

* Миркин Я.М. Ценные бумаги и фондовый рынок. С. 24

Таблица 1.36

Региональное распределение профессиональных участников рынка ценных бумаг (кроме имеющих брокерскую лицензию)*

	Дилерская деятельность	Доверительное управление ценными бумагами	Управляющие компании	Депозитарии (март 2001)	Регистраторы (март 2001)	Клиринговые организации
Всего, из них	651	190	31	163	112	7
Москва						
число организаций	268	106	23	97	21	4
% к численности по стране	41.2	55.8	74.2	59.5	18.9	57.1
Санкт-Петербург						
число организаций	53	14	1	14	4	2
% к численности по стране	8.1	7.4	3.2	8.6	3.6	28.6
Екатеринбург						
число организаций	18	5	—	7	4	—
% к численности по стране	2.8	2.6	—	4.3	3.6	—
Новосибирск						
число организаций	17	6	2	6	3	1
% к численности по стране	2.6	3.2	6.4	3.7	2.7	14.3

* Расчеты по данным ФКЦБ России, опубликованным в Интернете по состоянию на 17 марта (депозитарии, регистраторы) и 30 апреля 2001 г. (дилеры, доверительное управление ценными бумагами, управляющие компании, клиринговые организации).

Московский рынок, как следует из табл. 1.36, устойчиво доминирует по всем видам профессиональных участников рынка ценных бумаг, за исключением регистраторов, местонахождение которых приближено к крупным предприятиям и поэтому является более распыленным. *Рыночная ниша Москвы* по дилерам — более 40% профессиональных участников, зарегистрированных в России, по доверительным управляющим — более 55%, по управляющим компаниям ПИФов — около 75%, по депозитариям — около 60%, по клиринговым организациям — около 60%.

Как и по другим категориям операторов рынка, *доля Санкт-Петербурга* устойчиво составляет 3–8%, формируя второй по значению финансовый рынок в стране.

Высокие концентрации в Москве институциональных инвесторов (инвестиционных фондов, пенсионных фондов и страховых компаний). Хотя отрасль чековых инвестиционных фондов к концу 90-х годов перестала существовать, ее региональная структура точно отражала

Таблица 1.37

Региональное распределение чековых инвестиционных фондов в период их существования в 1993–1999 гг.*

Региональное распределение	Чековые инвестиционные фонды			
	1993 октябрь	1995 октябрь	1996 октябрь	Окончатель- ный список (ФКЦБ России)
Всего, из них	≈570	≈660	≈600	755
Москва				
число организаций	116	147	139	188
% к численности по стране	20.4	22.3	23.2	24.9
Санкт-Петербург				
число организаций	33	47	49	58
% к численности по стране	5.8	7.1	8.2	7.7
Екатеринбург				
число организаций	17	23	24	24
% к численности по стране	3.0	3.5	4.0	3.2
Новосибирск				
число организаций	7	7	9	4
% к численности по стране	1.2	1.1	1.5	0.5

* Миркиным Я.М. (руководитель коллектива), Андриановой Л.Н. и Кучинской А.Г. были выпущены в 1996–1997 гг. справочники по участникам и инфраструктуре российского рынка ценных бумаг. На данных, опубликованных в этих справочниках, основаны расчеты за 1993–1996 гг. (см. кн.: Институты рынка ценных бумаг в России. — М.: Московское агентство ценных бумаг, АФПИ еженедельника «Экономика и жизнь», 1997. 340 с.). Расчеты в последней графе основаны на окончательном списке инвестиционных фондов приватизации (с указанием принятых акционерами решений), который был опубликован в 1999 г. на сайте ФКЦБ России в Интернете с указанием судьбы чековых фондов (реорганизация, банкротство, отказ от инвестиционной деятельности, получение иной лицензии профессионального участника рынка ценных бумаг, передача материалов для криминального преследования и т.д.). На этом отрасль чековых инвестиционных фондов де-факто прекратила существование.

роль московского рынка, концентрацию на нем денежных ресурсов и других финансовых активов (табл. 1.37). Доля Москвы устойчиво повышалась в 90-е годы от примерно 20 до 25% в общей численности чековых инвестиционных фондов.

Подробный анализ распределения других категорий институциональных инвесторов по регионам России см. в *приложении 2*. Выборка по Москве, Санкт-Петербургу, Екатеринбург и Новосибирску приведена в табл. 1.38. Она дает возможность оценить степень концентрации институциональных инвесторов в Москве. Так, особенно

1.5. Внутренние проблемы организации и важнейшие диспропорции фондового рынка России

высока доля паевых инвестиционных фондов (80% от их общей численности), общих фондов банковского управления (более 55%) и негосударственных пенсионных фондов (более 40%). Доля Москвы на страховом рынке — около 30% численности страховых компаний по стране.

Фондовые биржи и внебиржевые торговые системы: региональное распределение. К середине 1993 г. в России официально было признано более 60 фондовых и товарно-фондовых бирж, фондовых отделов товарных бирж. В течение последующих лет, до перерегистрации бирж, осуществленной ФКЦБ России, их количество увеличивалось (табл. 1.39). В Москве была сосредоточена примерно 1/4 фондовых бирж, в том числе наиболее крупные, включая ММВБ. Российские биржи по численности составляли более 40% их мирового количества в начале 90-х годов (около 150). Для сравнения — по 7 фондовых

Таблица 1.38

Региональное распределение институциональных инвесторов*

	Паевые инвестиционные фонды (апрель 2001)	Страховые компании (декабрь 2000)	Негосударственные пенсионные фонды (сентябрь 2000)	Общие фонды банковского управления (апрель 2001)
Всего, из них	50	1271	227	144
Москва				
число организаций	40	365	96	80
% к численности по стране	80.0	28.7	42.3	55.6
Санкт-Петербург				
число организаций	4	78	14	12
% к численности по стране	8.0	6.1	6.2	8.3
Екатеринбург				
число организаций	—	38	3–4	15
% к численности по стране	—	3.0	1.3–1.8	10.4
Новосибирск				
число организаций	3	24	1	0
% к численности по стране	6.0	1.9	0.4	0

* Паевые инвестиционные фонды — расчеты по данным ФКЦБ России, опубликованным на сайте в Интернете по состоянию на 30 апреля 2001 г. Местонахождение ПИФов определялось в соответствии с местонахождением управляющей компании. Расчеты по страховым компаниям (данные на 1 января 2001 г.) и по негосударственным пенсионным фондам (данные на 1 октября 2000 г.), по общим фондам банковского управления (данные на 6 апреля 2001 г.) проведены на основе приложения 2.

бирж имели США и Франция, по 8 – Германия и Япония, 6 – Великобритания, 10 – Италия. Выделялась лишь Индия – единственная страна в мире, где функционировало 19 фондовых бирж (рынок с высокой степенью фрагментарности)*.

Из табл. 1.39 очевидно, что процесс консолидации биржевых структур в России не закончен, их число, достигнув более 70 в октябре 1996 г., сократилось до 14 в апреле 1999 г. и до 12 в декабре 2001 г. Биржи продолжают уходить с рынка (ММФБ в Москве, Саратовская, Владивостокская и Южно-Уральская фондовые биржи). Более подробный анализ изменений, происходивших с организаторами торговли (в разрезе отдельных бирж), приведен в табл. 1.40.

В частности, эта таблица указывает на те же места концентрации фондового рынка – Москву (три фондовых биржи и один внебиржевой организатор торговли), Санкт-Петербург (две фондовых биржи), Екатеринбург (две фондовых биржи), Новосибирск (две фондовых биржи). Биржи разделены на четыре неравнозначных сегмента: а) ММВБ и шесть региональных валютных бирж (из них две работают как пункты технического доступа), действующие как единый фондовый рынок (более 80% объема торгов по акциям, около 100% – по облигациям); б) РТС (10–15% рынка акций); в) МФБ (рыночная ниша в 2000 г. составляла 1–3%, в 2001 г. сократилась до 0.3%); г) 5 региональных фондовых бирж (по оценке, 2–3% рынка акций).

У этой региональной структуры нет перспектив, она слишком (в отличие от брокеров-дилеров и институциональных инвесторов) децентрализована, множественна при крайне незначительном объеме российского фондового рынка в целом. Учитывая международную практику, скорее всего, Россию ждет укрупнение биржевых организаторов торговли наряду с появлением множественных альтернативных торговых систем, специализированных по видам инвесторов и сегментам рынка.

Концентрация в Москве сделок и финансовых активов. Проводя исследование региональных концентраций рынков, необходимо иметь в виду, что объединение рынков, создание центральных финансовых площадок (например, «Финансовая площадка Германия» на базе Франкфурта) является одной из тенденций современной практики организации торговли ценными бумагами.

Однако все рынки, в которых сделки технически закреплены за одной «точкой на карте», являются на самом деле регионально распределенными вычислительными сетями (Франкфурт, Лондон, Париж и т.д.). Точно так же ММВБ в России действует в составе единого рынка с шестью региональными валютными биржами, получая от них в отдельные периоды времени и по отдельным бумагам, по оценке, до

* Миркин Я.М. Ценные бумаги и фондовый рынок. С. 23.

Таблица 1.39

Региональное распределение организаторов биржевой торговли ценными бумагами*												
Экономические районы России	Количество фондовых бирж и фондовых отделов бирж в экономическом районе				Города — фондовые центры региональных рынков фондовых отделов бирж в городе				Количество фондовых бирж и фондовых отделов бирж в городе			
	1994 октябрь	1996 октябрь	1999 апрель	2001 март	1994 октябрь	1996 октябрь	1999 апрель	2001 март	1994 октябрь	1996 октябрь	1999 апрель	2001 март
Центральный	16	16	4	3	Москва	13	13	4*				
Северный	8	8	2	2	Санкт-Петербург	3	4	2				2
Поволжский	11	13	2	1	Саратов	3	3	1				—
					Самара	3	4	—				—
					Казань	1	1	1				1
					Волгоград	3	2	—				—
Северо-Кавказский	8	7	—	1	Ростов-на-Дону	3	3	—				1
					Краснодар	1	1	—				—
Уральский	8	10	3	3	Екатеринбург	3	4	2				2
					Челябинск	2	2	1				1
Волго-Вятский	5	7	—	—	Н. Новгород	3	4	—				—
Западно-Сибирский	3	4	2	2	Новосибирск	2	2	2				2
Дальневосточный	3	5	1	—	Владивосток	1	3	1				—
Центрально-Черноземный	2	2	—	—	Воронеж	1	1	—				—
Восточно-Сибирский	1	2	—	—	Красноярск	1	2	—				—
Итого	65	74	14	12	Итого	43	49	14	14	14	13	13

* Данные за 1994 и 1996 гг. получены расчетным путем на основании реестров инвестиционных институтов Минфина РФ и реестров профессиональных участников рынка ценных бумаг ФКЦБ России; опубликованы в кн.: Институты рынка ценных бумаг в России (выпущена автором совместно с творческим коллективом). Расчеты за 1999–2001 гг. основаны на данных ФКЦБ России. Данные по Москве за март 2001 г. включают ММВБ, РТС, МФБ и одну внебиржевую торговую систему.

Таблица 1.40

Организаторы торговли ценными бумагами*

Наличие лицензии на организацию торговли ценными бумагами

Система (ассоциация) валютных бирж	1999 апрель	2001 март	2001 декабрь	Организаторы торговли	1999 апрель	2001 март	2001 декабрь
Центральный экономический район, Москва							
ММВБ	+	+	+	РТС	+	+	+
				МФБ	+	+	+
				Корпоративная финансово-инвестиционная компания (внебиржевой организатор торговли)	-	+	+
				Московская международная фондовая биржа	+	-	-
Северный и Северо-Западный район, Санкт-Петербург							
Санкт-Петербургская валютная биржа	+	+	+	Фондовая биржа «Санкт-Петербург»	+	+	+
Уральский район							
Уральская региональная валютная биржа (Екатеринбург) +	+	+	+	Екатеринбургская фондовая биржа	+	+	+
				Южно-Уральская фондовая биржа (Челябинск) + (лицензия отозвана в ноябре 2001 г.)	+	+	-
Поволжский район							
				Казанский совет фондовой торговли	+	+	+
				Саратовская фондовая биржа	+	-	-
Северо-Кавказский район							
Ростовская валютно-фондовая биржа	-	+	+				
Западно-Сибирский район							
Сибирская межбанковская валютная биржа (Новосибирск) +	+	+	+	Сибирская фондовая биржа (Новосибирск)	+	+	+
Дальневосточный район							
				Владивостокская фондовая биржа	+	-	-

Лицензированные фондовые биржи отсутствуют в Центрально-Черноземном, Прибалтийском, Волго-Вятском и Дальневосточном экономических районах. Вместе с тем в Волго-Вятском районе в качестве пункта доступа ММВБ работает Нижегородская валютно-фондовая биржа, в Дальневосточном районе — Азиатско-Тихоокеанская межбанковская валютная биржа, в Поволжском районе — Самарская валютная межбанковская биржа.

* Таблица составлена на основе данных сервера раскрытия информации, ведущегося ФКЦБ России.

15–20% потока ордеров. РТС существует в виде регионально распределенной вычислительной сети. Кроме того, в портфеле московских брокеров часть заявок формируется региональными клиентами.

Соответственно, техническое сосредоточение у столичных организаторов торговли потоков региональных заявок (для ведения по ним аукциона и совершения сделок) не может рассматриваться как излишняя концентрация рынка. Вместе с тем, если основная часть заявок имеет московское происхождение и базируется на сосредоточенных в столице денежных ресурсах и финансовых активах, если региональные заявки обслуживают оборот акций нескольких компаний или, как это было до августа 1998 г., ценных бумаг федерального правительства, то очень высокая доля московского рынка будет указывать на то, что движение средств из регионов в столицу не компенсируется обратным потоком инвестиций в регионы.

С учетом сделанных оговорок, концентрация сделок и денежных оборотов на московском рынке характеризуется следующим.

В части *торговых систем* в апреле 2001 г. объем сделок с акциями, зарегистрированных московскими организаторами торговли (ММВБ + РТС + МФБ), составил 2152.7 млн. долл., петербургскими рынками (Фондовая биржа «Санкт-Петербург» и Санкт-Петербургская валютная биржа) — 5 млн. долл., Екатеринбургской валютной биржей — 0.7 млн. долл., т.е. торговая активность по акциям в Москве занимала нишу в 99.74% объема рынка, в Санкт-Петербурге — 0.23%*.

Торговая активность на долговом рынке имеет схожую региональную структуру. По оценке, около 100% сделок по корпоративным облигациям на организованном рынке, 100% оборотов по ГКО-ОФЗ и более 90% вексельных операций совершается в Москве.

В части первичных размещений: по оценке, стоимостная величина выпусков ценных бумаг, зарегистрированных в Москве в 90-е годы, составляет примерно 50% всех эмиссий, прошедших регистрацию через ФКЦБ России, а до ФКЦБ — в Минфине России.

В части *брокеров-дилеров*: численность московских брокеров-дилеров, в том числе банков, составляет 40–45% от российской. Однако на их операции стабильно, из года в год, приходится более 90% оборота внутреннего рынка акций (см. данные по РТС в табл. 1.41). При этом на долю Санкт-Петербурга приходится 3–5% оборота по сделкам, а численность брокеров и других профессиональных участников рынка ценных бумаг, как правило, не превышает 7–8% от их численности по стране (за исключением банков).

Схожая картина — на ММВБ, являющейся с позиций структуры рынка более диверсифицированной, чем РТС. В декабре 2000 г. доля

* Рассчитано по данным системы раскрытия информации «СКРИН», ведущейся НАУФОР (www.skrin.ru).

Таблица 1.41

Участие брокеров-дилеров, находящихся в различных регионах, в формировании объема сделок по акциям*

Региональная принадлежность компаний	Доля брокеров-дилеров, находящихся в различных регионах, в объеме сделок с акциями, %				
	ММВБ	РТС			
	2000 декабрь	1998 январь	1998 август	1999 октябрь	2000
Москва	87.1	96.64	97.71	93.3	93.5
Санкт-Петербург	1.9	2.35	1.11	5.6	3.2
Урал	0.3	0.28	0.33	0.66	0.8
Сибирь	8.2	0.53	0.4	0.4	2.3
Поволжье	2.5	0.2	0.45	0.04	0.1
Дальний Восток	—	—	—	—	0.1
Итого	100	100	100	100	100

* Рассчитано по данным ММВБ (50 ведущих операторов рынка, формирующих более 90% рынка) и РТС.

московских брокеров-дилеров в оборотах 50 ведущих операторов рынка акций (более 90% емкости рынка) составляла на ММВБ 87.1%.

Такая концентрация рынков в Москве не случайна. Она отражает сверхконцентрацию денежных ресурсов и финансовых активов в Москве, ее роль в качестве торгового и финансового центра, через который перераспределяются денежные ресурсы в стране. Макроэкономическая роль Москвы в производстве, ее доля в численности населения России существенно меньше в сравнении с долей города в оказании платных услуг, в торговом обороте, в финансовых результатах, в платежах в бюджет (табл. 1.42). Чем в большей мере показатели характеризуют сферу перераспределения товарных и денежных ресурсов, тем большую роль в их формировании играет фактор Москвы.

В еще большей мере эта тенденция проявляется на финансовых рынках. Так, доля Москвы в активах кредитных организаций по стране в целом (данные на начало 2001 г.) — 82.8%*. Анализ данных (на примере остатков корреспондентских счетов кредитных организаций в Банке России) показывает (табл. 1.43), что в Москве устойчиво сосредоточено не менее 45–50% рублевых денежных ресурсов страны (с повышением степени концентрации в 2000–2001 гг.).

* Рассчитано по данным Банка России о региональном распределении активов кредитных организаций, опубликованных на сайте Банка России в Интернете.

Таблица 1.42

Характеристика макроэкономической роли Москвы*, %

	Доля в об- щей чис- ленности населения, 1998	Доля в промыш- ленном произ- водстве, 2000	Доля в числен- ности предпри- ятий, 2000 (ноябрь)	Доля в объеме рознич- ного то- варообо- рота, 2000	Доля в объеме платных услуг населе- нию, 2000	Сальдо при- былей и убытков по крупным и средним предприя- тиям, 2000 (январь- ноябрь)	Поступление налогов и сборов в бюджетную систему РФ, 2000 (январь- ноябрь)
Москва	5.8	4.8	22.6	30.3	29.9	17.9	24.5
Санкт- Петербург	н/д	2.7	6.5	3.7	5.1	2.4	3.7

* Россия = 100%. Рассчитано по данным сборников Российского статистического агентства «Социально-экономическое положение России» (январь-август 1999 г., январь-март 2001 г.).

Таблица 1.43

Доля московских кредитных организаций в остатках средств на корреспондентских счетах кредитных организаций в Банке России*, %

1997 декабрь	1998 декабрь	1999 декабрь	2000 июль	2001 16 мая	2001 29 декабря
46.9	46.8	50.7	59.8	55.35	60.25

* Рассчитано по информации Банка России. Данные на 16 мая 2001 г. приведены по Московскому региону в целом.

Выводы из анализа динамики численности и регионального распределения институтов и рынков ценных бумаг заключаются в следующем:

- численность операторов и инфраструктурных организаций фондового рынка сокращалась в 1998–2001 гг.;
- с позиций региональной структуры рынка отрасль ценных бумаг, как и финансовый сектор России в целом, обладает недостаточной способностью к привлечению денежных средств в регионах и последующему направлению в них инвестиций;
- регионы имеют слабую финансовую инфраструктуру; денежные ресурсы, финансовые активы, финансовые посредники излишне концентрированы в Москве;
- тенденция к дальнейшей концентрации рынков в столице, возникшая до кризиса августа 1998 г., продолжается и в послекри-

зисный период, рыночная ниша Москвы на финансовых рынках продолжает увеличиваться;

- кроме Москвы, еще несколько городов могут стать будущими финансовыми центрами, в частности Санкт-Петербург (3–8% рынка), Екатеринбург и Новосибирск, один из городов Поволжья (Самара, Нижний Новгород или Казань) и, может быть, Ростов-на-Дону;
- необходимо выработать региональную политику государства и саморегулируемых организаций, направленную на восстановление финансовой инфраструктуры регионов, на расширение их рыночной ниши, на усиление их способности аккумулировать денежные ресурсы и направлять их на цели инвестиций;
- неизбежны поглощения или уход с рынка мелких региональных бирж, укрупнение и консолидация организаторов торговли наряду с их развитием в качестве регионально распределенных вычислительных сетей, созданием альтернативных торговых систем (будет рассмотрено ниже).

Проблемы брокеров-дилеров

Недостаточная операционная способность и низкая капитализация операторов рынка ценных бумаг. Большинство брокерско-дилерских компаний и банков являются, как правило, мелкими финансовыми институтами, не обладающими достаточной капитальной базой для ведения андеррайтинга и поддержания значительных клиентских операций на рынке акций. У них очень высока доля проблемных активов (до 40–50%), они в массе своей убыточны, не обладают достаточной операционной способностью. По оценке, не менее 50% брокеров-дилеров являются дочерними компаниями промышленных предприятий и банков, что увеличивает их риски*.

Финансовое положение их продолжает оставаться сложным (табл. 1.44). Если до кризиса августа 1998 г. примерно у 18% брокеров-дилеров собственный капитал, вложенный в ликвидные активы, не превышал 0.5 млн. долл., то в октябре 1999 г. доля таких участни-

* В приложении 2 сделана попытка оценить, являются ли брокерские компании дочерними. Дочерние компании банков и нефинансовых предприятий выделялись «по названию», например ООО «ГУТА-Инвест» (Гута-банк), «Инвестиционная компания АО «МПО им. И. Румянцева», «Газпроминвестхолдинг» и др. Даже этот, очень ограниченный метод расчета дает результат, заключающийся в том, что не менее 10% брокеров-дилеров являются аффилированными лицами предприятий реального сектора и кредитных организаций.

Таблица 1.44

Распределение брокерско-дилерских компаний по размерам собственного капитала, вложенного в ликвидные активы

Доля компаний, имеющих чистый капитал, размещенный в ликвидных активах, в общем числе членов РТС, участвующих в торгах*, %

	Отрицательный	До 200 тыс. долл.	200–500 тыс. долл.	500 тыс. — 1 млн. долл.	1–2 млн. долл.
Июль 1998 (до кризиса)	н/д	3.7	14.5	10.0	22.8
Октябрь 1998	н/д	13.5	23.6	15.7	4.5
Октябрь 1999	н/д	22.7	25.8	8.2	5.2
Октябрь 2000	7.2	22.3	20.1	3.6	8.6
Март 2001	5.6	17.5	22.2	7.9	6.3

* По данным РТС. Рассчитывается как разница между ликвидными активами и краткосрочной задолженностью по компаниям, данные о ликвидном чистом капитале которых публикуются РТС.

ков фондового рынка составила 48.5%, в октябре 2000 г. — 49.6% (в марте 2001 г. ситуация несколько улучшилась, указанный показатель составил 45.3% участников рынка). При этом большая часть операторов рынка, имеющая ликвидный чистый капитал более 2 млн. долл., — это банки. Слияние и реструктурирование брокерских компаний, их финансовое оздоровление после кризиса августа 1998 г. не были проведены.

Соответственно, существенные риски рынка и значительный спад торговой активности после 1997–1998 гг. при том, что брокеры-дилеры находятся в тяжелом финансовом состоянии, приводят к постоянному замещению на рынке одних брокеров-дилеров другими, к тому, что брокерские компании уходят с рынка, переключаясь на другие виды бизнеса, и вновь возвращаются на него при признаках оживления конъюнктуры.

Так, из более чем 450 брокеров, совершивших сделки с акциями в Российской торговой системе в 1997 г., на рынке РТС в первом квартале 2001 г. осталось только 86 брокеров, которые работали на рынке еще в 1997 г. (см. приложение 3). За три года количество брокеров, совершивших сделки в РТС, сократилось с 450 до 133 (I квартал 2001 г.), т.е. более чем на 70%, при этом состав брокеров, которые работали на рынке, обновился на 1/3 (86 «старых» и 47 «новых» брокеров из 133 компаний, совершивших сделки в РТС в I квартале 2001 г.).

Неустойчивость состава профессиональных участников на рынке ценных бумаг в период после августа 1998 г. характеризуют данные табл. 1.45 (рассчитана на основе приложения 3).

Таблица 1.45

Неустойчивость состава брокерско-дилерских компаний

Динамика численности брокеров, совершивших сделки в РТС в 1999 г. — I квартале 2001 г.

Численность в 1999 г.	Выход с рынка в 2000 г.	Вход на рынок в 2000 г.	Численность в 2000 г.	Выход с рынка в I кв. 2001 г.	Вход на рынок в I кв. 2001 г.	Численность в I кв. 2001 г.
139	18	34	155	30	7	132

Данные показывают, что ежегодно 25–40% брокеров входят на рынок акций и покидают его (прекращают операции или выходят из состава профессиональных участников рынка ценных бумаг).

Таким образом, существует высокая волатильность не только в динамике курсов ценных бумаг, но и в самом составе брокеров-дилеров, работающих на рынке. Как следствие, в силу неустойчивости работы большинство из них не могут превратиться в полносервисные финансовые институты, оказывающие не только брокерские услуги, но и ведущие клиентский бизнес в области корпоративного финансирования, андеррайтинга, финансового консультирования, доверительного управления, имеющие устойчивую клиентскую базу.

Ограниченный состав услуг и отсутствие инвестиционных банков. В международной практике общепризнанной является концепция инвестиционного банка как брокерско-дилерской компании, выполняющей весь спектр возможных услуг для клиентов на рынке ценных бумаг. Операционная структура такого брокера-дилера показана на схеме (рис. 1.2).

Большинство этих операций выполняются российскими брокерскими компаниями не в качестве постоянного клиентского бизнеса, а на разовой основе. Преобладают брокерское обслуживание и спекулятивный трейдинг. Но основная функция брокерской компании — быть одним из финансовых институтов, перераспределяющих денежные ресурсы в хозяйстве на цели инвестиций (прежде всего, долгосрочных, в реальный сектор), — пока не выполняется.

Проблема российского рынка ценных бумаг в том, что существуют, по оценке, только несколько брокеров-дилеров, масштабы и

структура деятельности которых (прежде всего, на первичном рынке ценных бумаг, в корпоративном финансировании и обслуживании мелких клиентов) позволяют говорить о них как о формирующихся инвестиционных банках (в том виде, как это представлено на приведенной схеме).

По экспертной оценке, типичная (для российского рынка) брокерская компания имеет следующие характеристики:

- а) это очень мелкий финансовый институт, имеющий незначительный собственный капитал (до 0.5–1 млн. долл.);
- б) часто существует в составе финансово-торговой или промышленной группы, выполняя для нее ряд функций по управлению денежными потоками;
- в) не имеет развитой клиентской базы (обычным является управление денежными средствами материнской компании, число клиентов незначительно);
- г) преимущественно развит трейдинг, спекулятивная функция, операции, связанные с корпоративным финансированием, выполняются чаще всего для узкой группы доверенных клиентов, спектр клиентских услуг ограничен;
- д) зачастую брокеры-дилеры могут быть искусственно убыточны, не рассматриваются материнской компанией и ее учредителями в качестве отдельного коммерческого проекта, максимизация прибыли происходит в рамках всей финансово-торговой или промышленной группы. Кроме того, поскольку бизнес не диверсифицирован, то комиссионные за брокерские операции не в состоянии генерировать денежные потоки и прибыли, достаточные для развития компании;
- е) значительная часть оборота проходит по оффшорным счетам, что связано как с порядком организации рынка и расчетов в РТС, так и с экономическими интересами собственников компании;
- ж) структура бизнеса наиболее крупных брокеров-дилеров ориентирована на обслуживание иностранных инвесторов. Ограничены возможности обслуживания массовой розничной клиентуры. Существуют всего 58 паевых инвестиционных фондов* (декабрь 2001 г.). Несколько десятков брокерских компаний ввели начиная с 1999 г. системы интернет-доступа на ММВБ, через которые денежные средства направляются, как правило, на спекулятивную игру с акциями РАО ЕЭС. Банками и брокерами создано несколько десятков клиентских

* Данные сервера раскрытия информации ФКЦБ России.

Рисунок 1.2

Основные операции		Прочие операции	
Брокерское обслуживание клиентов	Организация и гарантирование выпуска ценных бумаг	Инвестиционное консультирование. Аналитическая поддержка клиентов. Исследования	Обслуживание приватизационных сделок
Управление инвестиционными фондами. Управление доверительными счетами клиентов	Инвестиции в ценные бумаги за свой счет (послерыночная поддержка ценных бумаг клиентов, извлечение инвестиционных прибылей)	Эмиссия собственных ценных бумаг (привлечение ресурсов для организации деятельности)	Обслуживание приобретений и слияний, выкупов компаний
Управление дочерними финансовыми и инфраструктурными институтами	Управление рисками и портфелями собственных и клиентских активов, операции на срочном рынке. Финансовый инжиниринг в рамках корпоративного финансирования, создание сложных финансовых продуктов для клиентов и собственной деятельности	Реорганизация компаний при их финансовом оздоровлении	
Поддерживающие операции			
Ведение счетов клиентов по операциям с ценными бумагами, расчеты по ним. Расчеты с контрагентами, создание систем, поддерживающих клиринг и расчеты	Депозитарная функция (по ценным бумагам, переданным на хранение компании)	Казначейская функция. Финансовый менеджмент компании	
Получение и выдача ссуд по операциям с ценными бумагами	Номинальное держание, функция платежного агента эмитента	Внутренний контроль. Администрирование и информационные технологии. Маркетинг и развитие	

1.5. Внутренние проблемы организации и важнейшие диспропорции фондового рынка России

залов и фондовых центров в качестве пунктов доступа розничных инвесторов.

Оценить размеры брокеров-дилеров, их способность предоставлять клиентские услуги и, косвенно, объем финансовой деятельности, можно по показателю численности персонала (табл. 1.46).

Таблица 1.46

Распределение брокерско-дилерских компаний по численности персонала*

	Численность персонала брокерско-дилерских компаний (III квартал 2000 г.), чел.						
	4–10	>10–20	>20–30	> 30–40	> 40–50	> 50–70	> 70–200
Количество компаний	12	27	14	10	9	6	6

* Рассчитано по 84 небанковским брокерско-дилерским компаниям, совершившим сделки в РТС в I квартале 2001 г. (охватывает 95–97% участников рынка — небанковских организаций, совершивших сделки в этот период). Расчеты проведены на основании данных системы раскрытия информации «СКРИН» (www.skrin.ru), созданной и ведущейся НАУФОР в рамках своего сайта в Интернете (www.naufor.ru). Использованы данные за III квартал 2000 г. (последние данные о прибылях и оборотах брокеров-дилеров, раскрытые по состоянию на начало мая 2001 г.).

Из табл. 1.46 следует, что более 60% брокерских компаний имеет численность персонала менее 30 человек, более 85% — менее 50 человек. Эти данные еще раз подтверждают тот факт, что сеть полносервисных брокерских компаний (инвестиционных банков) в России еще не сложилась, что в стране действуют небольшие, «одноофисные», как их называют в международной практике, брокерско-дилерские компании, являющиеся очень небольшими финансовыми институтами, обладающими ограниченной операционной способностью.

Одна из ключевых проблем брокеров-дилеров — их тяжелое финансовое состояние (незначительные капиталы, проблемные активы, высокие обороты при искусственно низкой прибыльности, недиверсифицированность бизнеса и доходов, низкая ликвидность, проявляющаяся при каждом рыночном шоке). Это подтверждают данные табл. 1.47.

При очень высоких оборотах по сделкам доля прибыли в них очень низка (табл. 1.48). Почти у трети брокерских компаний коэффициент «Прибыль/оборот по сделкам» не превышает 0.003%.

Таблица 1.47

Распределение брокерско-дилерских компаний по величине прибылей-убытков*

Размер прибыли (+)/убытка (–) в деятельности небанковских брокерско-дилерских компаний за III квартал 2000 г.					
	< –100 тыс. долл.	От –100 до –10 тыс. долл.	От –10 тыс. долл. до 0	От 0 до 3 тыс. долл.	От 3 до 10 тыс. долл.
Количество компаний	4	5	13	18	9
	От 10 до 40 тыс. долл.	От 40 до 100 тыс. долл.	От 100 до 500 тыс. долл.	От 100 тыс. до 1 млн. долл.	От 1 до 4 млн. долл.
Количество компаний	15	9	7	1	3

* Расчеты проведены на основе источников данных, аналогичных указанным в табл. 1.46. Результаты расчетов даны в долларовом эквиваленте по курсу Банка России на конец III квартала 2000 г.

Таблица 1.48

Распределение брокерско-дилерских компаний по рентабельности*

Коэффициент «Прибыль/оборот брокерско-дилерской компании» (III квартал 2000 г.), %							
	< 0.001	0.001–0.003	> 0.003–0.01	> 0.01–0.03	> 0.03–0.08	> 0.08–0.2	> 0.2
Количество брокеров	10	10	9	9	7	9	8

* Расчеты проведены на основе данных, аналогичных указанным в табл. 1.46. При этом оценка делалась только по тем брокерско-дилерским компаниям, которые имели прибыль в III квартале 2000 г. (62 компании).

Ряд крупнейших брокеров-дилеров, занимающих в совокупности 15–20% рынка акций, работает с очень низким капиталом в сравнении с размером их активов — слишком высокий уровень лeverиджа (табл. 1.49) при незначительной прибыльности. Это объективно создает очень высокие финансовые риски, лежащие на этих компаниях и, соответственно, увеличивает риск, лежащий на рынке в целом.

При этом брокерам-дилерам приходится работать на одном из самых рискованных — российском рынке, в условиях очень высокой волатильности и экстремальных значений всех видов рисков.

Таблица 1.49

Финансовая характеристика выборки крупных компаний*

	Собственный капитал/активы, %	Прибыль/оборот, %	Доля в сделках, заключенных в РТС (2000), %	Доля в сделках, заключенных 50 ведущими операторами рынка акций ММВБ (декабрь 2000), %
Атон	5.3	0.0017	5.76	2.4
ИК Тройка-Диалог	6.7	0.0006	15.59	2.4
Финанс-Аналитик	2.9	0.0008	0.83	10.55

* Расчеты проведены на основании данных системы раскрытия информации «СКРИН» (www.skrin.ru), созданной и ведущейся НАУФОР в рамках своего сайта в Интернете (www.naufor.ru). Использованы данные за третий квартал 2000 г. (последние данные о прибылях и оборотах брокеров-дилеров, раскрытые по состоянию на начало мая 2001 г.). Результаты расчетов даны в долларовом эквиваленте по курсу Банка России на конец третьего квартала 2000 г. Оценка долей брокерских компаний на рынке сделана на основе данных о структуре участников рынка, публикуемых ММВБ и РТС в Интернете.

В этой связи важнейшее значение имеет искусство управления рисками, использование лучших международных практик, адаптированных к условиям формирующихся рынков (будет рассмотрено ниже).

Честный и справедливый характер рынка

Ниже будут рассмотрены только те проблемы, которые могут нарушать справедливость ценообразования и равенство инвесторов на российском рынке ценных бумаг, подрывая тем самым основы их интереса к вложению средств в ценные бумаги. Нельзя добиться массового выхода инвесторов на рынок, если на формирование цен влияют искусственные факторы, если рынок не обеспечивает условий, при которых инвестор всегда получает лучшую цену, или если нарушения этики ведения бизнеса на рынке ценных бумаг (клиентские и торговые практики) имеют устойчивый характер и создают атмосферу недоверия массовой клиентуры к финансовым посредникам.

Олигополистический характер рынка. Как следует из табл. 1.50, лишь 10–20 универсальных банков и брокерских компаний, составляющих 5–10% числа компаний, заключающих сделки на

организованных рынках, формируют 60–80% торгового оборота по акциям.

Таблица 1.50

Характеристика олигополии на российском рынке акций*

До кризиса августа 1998 г. — компании с оборотом более 25 млн. долл. в месяц			После кризиса августа 1998 г. — компании с оборотом более 5 млн. долл. в месяц		
Число компаний	Доля в общем числе компаний, заключивших сделки в РТС, %	Доля в сделках с акциями, заключенных в РТС, %	Число компаний	Доля в общем числе компаний, заключивших сделки в РТС, %	Доля в сделках с акциями, заключенных в РТС, %
Январь 1998			Август 1998		
22	5.7	60.5	20	7.7	71.8
			Октябрь 1999		
			11	11.3	83.3
			Октябрь 2000		
			33	27.0	90.8
			С оборотом более 20 млн. долл.		
			12	9,8	67.4
			Декабрь 2001		
			22	20.8	85.2
			С оборотом более 20 млн. долл.		
			7	6.6	58.0

* Рассчитано по данным РТС.

Сверхконцентрация рынка на нескольких акциях. Степень концентрации российского рынка на нескольких акциях, прежде всего акциях РАО ЕЭС (табл. 1.51), является одной из самых высоких в мире. Несмотря на то что на организованном рынке обращается 230–250 акций российских компаний, сделки устойчиво концентрируются вокруг нескольких эмитентов. Сделки с 4–5 акциями составляли в 1998–1999 гг. в РТС 85–90% оборотов рынка, сделки с 2–3 акциями (РАО ЕЭС, ЛУКОЙЛ) – 55–65%.

Вместе с тем уход торговой активности на ММВБ в 1999–2001 гг. привел к тому, что оценки, сделанные только на основе РТС, не отражают реальности, искусственно занижают степень концентрации рынка на нескольких акциях в 2000–2001 гг. Табл. 1.52 дает более точное представление о степени концентрации.

Таблица 1.51

Концентрация рынка на нескольких акциях (РТС)

Показатели	Январь 1998*	Октябрь 1998*	Октябрь 1999*	Октябрь 2000*
Доля 5 акций** в общем количестве акций, прошедших листинг, %	4.7	5.7	11.4	40.0
Доля 5 акций** в объеме сделок с акциями за день, %, в том числе:	91.3	90.4	84.4	60.9
РАО ЕЭС	37.3	36.9	42.7	20.5
ЛУКОЙЛ	33.7	22.5	14.0	7.5

* Данные РТС на конец месяца.

** РАО ЕЭС, ЛУКОЙЛ, Мосэнерго, Ростелеком, Сургутнефтегаз (расчеты сделаны по обыкновенным акциям эмитентов).

Таблица 1.52

Концентрация рынка на нескольких акциях (ММВБ и РТС)

Показатель	Октябрь 2000			Октябрь 2001		
	РТС	ММВБ	РТС + ММВБ	РТС	ММВБ	РТС + ММВБ
Доля 5 акций* в объеме сделок с акциями за октябрь 2000 г., %, в том числе:	77.3	95.52	91.7	63.2	95.6	90.2
РАО ЕЭС	39.3	85.82	76.0	24.3	74.1	64.9
ЛУКОЙЛ	14.3	3.69	5.9	20.9	11.3	12.9
Доля 5 акций* в общем количестве акций, прошедших листинг, %	н/д	н/д	х	20.0	13.0	х

* РАО ЕЭС, ЛУКОЙЛ, Мосэнерго, Ростелеком, Сургутнефтегаз (расчеты сделаны по обыкновенным акциям эмитентов на основе информации ММВБ и РТС). При расчете количества акций, прошедших листинг, обыкновенные и привилегированные акции одного и того же эмитента учитывались в качестве отдельных выпусков.

Пять акций, вокруг которых сосредоточено более 90% оборотов организованного рынка, составляют заведомо неустойчивую конструкцию, создающую сверхконцентрацию рыночного риска.

При этом 65–70% оборота рынка занимают акции РАО ЕЭС. Как уже указывалось, преимущественная часть этих оборотов, относящаяся к ММВБ, формируется за счет 5–6% акционерного капитала РАО ЕЭС (доля к концу 2000–2001 гг. Национального депозитарного центра, через который проходят обороты ММВБ как номинального держателя в акционерном капитале РАО ЕЭС).

Анализ *уровня концентрации* на *23 развитых* и *15 формирующихся* рынках проведен на основе данных *FIBV Annual Reports 1995–1997*. Для оценки уровня концентрации использовался *показатель процентной доли*, которую занимают в капитализации или объеме торговли акциями компании, составляющие 5% общей численности эмитентов, прошедших листинг, и являющиеся крупнейшими по отношению к другим эмитентам (т.е. находящиеся по капитализации на первых позициях в списке эмитентов, прошедших листинг). Итоги анализа следующие: *формирующиеся рынки* – 80% рынков имеют показатель концентрации в объеме сделок ниже 65%, *развитые рынки* – 65% рынков имеют показатель концентрации в объеме сделок ниже 65%.

В связи с изложенным капитализация российского рынка акций в том виде, в каком он существовал в 1995–2001 гг., становится понятием, не наполненным реальным содержанием. Капитализация рынка подтверждается его ликвидностью. Если же из акций нескольких сот эмитентов ликвидны акции лишь нескольких, то капитализация рынка акций, рыночная стоимость предприятий, выведенных на фондовый рынок, в значительной мере лишаются экономического смысла.

Концентрация двух третей российского рынка на одной акции (РАО ЕЭС) несет в себе масштабный рыночный риск.

Фрагментарность рынка акций. На российском рынке возникла *группа наиболее ликвидных акций*, которые допущены к обращению одновременно в крупнейших российских торговых системах (табл. 1.53).

В октябре 2001 г. *более 40% акций* (примерно *120 эмитентов*) *одновременно обращаются* либо на ММВБ и РТС, либо на ММВБ, РТС и фондовой бирже «Санкт-Петербург», либо на ММВБ, РТС и Московской фондовой бирже. Примеры таких акций приведены в табл. 1.54. Акции таких эмитентов, как ЛУКОЙЛ, РАО ЕЭС, Сургутнефтегаз, обращаются в пяти российских торговых системах.

Наряду с общностью для торговых систем ряда акций, которые в них обращаются, сложилась *группа наиболее активных брокеров-дилеров*, которые являются членами той или иной биржи и активно работают в *3–4 торговых системах* (табл. 1.55). Примерно 65% наиболее активных брокеров-дилеров ММВБ совершает операции на четырех

Таблица 1.53

Распределение эмитентов акций по допуску к обращению на российских фондовых биржах*

	Всего на 6 биржах	Из них обращаются на биржах (октябрь 2001)										
		ММВБ + РТС	Только ММВБ	Только РТС	ММВБ и/или РТС + Санкт-Петербург	Только Санкт-Петербург	ММВБ и/или РТС + МФБ	Только МФБ	ММВБ и/или РТС + Екатеринбург	Только Екатеринбург	ММВБ и/или РТС + Казань	Только Казань
Число эмитентов	273	66	15	137	37	4	14	4	2	3	1	3
Доля, %	100	24.2	5.5	50.2	13.6	1.5	5.1	1.5	0.7	1.1	0.4	1.1

* По данным ММВБ, РТС, МФБ, Фондовой биржи «Санкт-Петербург» (www.spbex.ru), Екатеринбургской фондовой биржи (www.ese.ru), биржи «Казанский совет биржевой торговли» (www.kbst.ru). В число эмитентов включены предприятия, чьи акции находятся в котировальных листах 1-го и 2-го уровней или допущены к обращению в рамках внесписочных листов. В связи с учетом одних и тех же акций в различных группировках, отражаемых в столбцах таблицы, показатель «всего на 6 биржах» не совпадает с суммой показателей по отдельным столбцам таблицы.

Таблица 1.54

Распределение выборки крупных эмитентов акций по допуску к обращению на российских фондовых биржах*

Эмитенты	Торговые системы, в которых обращаются акции эмитентов (на 5 октября 2001 г.)					
	ММВБ	РТС	Фондовая биржа «Санкт-Петербург»	Московская фондовая биржа	Екатеринбургская фондовая биржа	
АвтоВАЗ	+	+	+	—	—	
Аэрофлот	+	+	—	+	—	
Газпром	—	Через С.-Петербург	+	+	+	
Ижорские заводы	+	+	+	—	—	
Иркутскэнерго	+	+	+	+	—	
Казанская ГТС	+	+	—	—	—	
Коминетфть	+	+	+	—	—	
Красноярскэнерго	+	+	+	—	—	

Таблица 1.54 (окончание)

Эмитенты	Торговые системы, в которых обращаются акции эмитентов (на 5 октября 2001 г.)				
	ММВБ	РТС	Фондовая биржа «Санкт-Петербург»	Московская фондовая биржа	Екатеринбургская фондовая биржа
Кузбассэнерго	+	+	—	+	—
Ленэнерго	+	+	+	+	—
ЛУКОЙЛ	+	+	+	+	+
МГТС	+	+	—	+	—
Мосэнерго	+	+	+	+	—
Норильский никель	+	+	+	+	—
Петербургская телефонная сеть	+	+	+	—	—
РАО ЕЭС России	+	+	+	+	+
Роснефть-Пурнефтегаз	+	+	+	—	—
Ростелеком	+	+	+	+	—
Самаранефтегаз	+	+	+	—	—
Самараэнерго	+	+	+	—	—
Саратовэнерго	+	+	—	+	—
Сберегательный банк РФ	+	+	—	+	—
Сибнефть	+	+	+	+	—
Славнефть—Мегионнефтегаз	+	+	—	+	—
Сургутнефтегаз	+	+	+	+	+
Тюменьтелеком	+	+	—	+	—
Хантымансийск-окртелеком	+	+	—	+	—
ЦУМ	+	+	—	+	—

* По данным ММВБ, РТС, МФБ, Фондовой биржи «Санкт-Петербург» (www.spbex.ru), Екатеринбургской фондовой биржи (www.esex.ru). В число эмитентов включены предприятия, чьи акции находятся в котировальных листах 1-го и 2-го уровней или допущены к обращению в рамках внесписочных листов.

торговых площадках, будучи также членами РТС, фондовой биржи «Санкт-Петербург», Московской фондовой биржи. Более 80% работает в трех торговых системах, включая ММВБ, примерно 90% — на ММВБ и одновременно еще в одной торговой системе.

Вместе с тем, хотя у торговых систем существует общее ядро (одни и те же акции обращаются, одни и те же брокеры-дилеры осуществляют операции), у них отсутствуют: кросс-листинг, взаимное член-

Таблица 1.55

Распределение брокеров-дилеров по членству на российских фондовых биржах*

	Из 48 наиболее активных участников рынка корпоративных ценных бумаг ММВБ (июнь 2001) являются членами						
	Всего	ММВБ + РТС + МФБ + биржа «Санкт-Петербург»	ММВБ + РТС + биржа «Санкт-Петербург»	ММВБ + РТС + МФБ	ММВБ + МФБ	ММВБ + РТС	Только ММВБ
Число брокеров-дилеров	48	31	6	3	2	1	5
Доля, %	100	64.5	12.5	6.3	4.2	2.1	10.4

* По данным ММВБ, РТС, МФБ, Фондовой биржи «Санкт-Петербург» (www.spbex.ru), Екатеринбургской фондовой биржи (www.esex.ru), биржи «Казанский совет биржевой торговли» (www.kbst.ru).

ство, унификация технологий (различны терминалы, системы представления информации и т.п.), межбиржевые технологии ввода приказов на рынок, на котором в данный момент времени сложились лучшие цены.

В итоге, несмотря на общность для торговых систем брокеров-дилеров и обращающихся ценных бумаг, отечественный фондовый рынок отличается *фрагментарностью* — он разделен на мелкие сегменты, формируемые отдельными торговыми системами, существуют информационные барьеры между ними, затруднен доступ различных групп инвесторов и финансовых посредников, нарушается принцип свободного и честного ценообразования на открытом и эффективном рынке (приказ должен вводиться именно в ту торговую систему, в которой в данный момент времени сложились лучшие цены на запрашиваемую ценную бумагу).

Как следствие, возникают *значительные искусственные различия курсов одной и той же ценной бумаги, обращающейся на различных рынках*, ослабляющие *способность* инвесторов получить наилучшую цену (табл. 1.56). Такая способность — одно из важнейших условий честного и справедливого механизма ценообразования и доверия инвесторов (без чего рынки ценных бумаг не могут развиваться).

Так, *по акциям Газпрома* в течение сентября 2001 г. цены закрытия биржи «Санкт-Петербург» отклонялись от цен, сформировавшихся на *Московской фондовой бирже*: 4 сентября — на 1.9%, 25 сентября — на 1.7%, 26 сентября — на 2.4%. Средняя цена ак-

Таблица 1.56

Сравнительная характеристика цен на обыкновенные акции Газпрома, складывающихся на различных фондовых биржах*

Сентябрь 2001	Цена закрытия		Средняя цена	
	Отклонение цен биржи «Санкт-Петербург» от цен МФБ, %	Отклонение цен Екатеринбургской фондовой биржи от цен МФБ, %	Отклонение цен биржи «Санкт-Петербург» от цен МФБ, %	Отклонение цен Екатеринбургской фондовой биржи от цен МФБ, %
03	+0.7	-2.3	-1.2	-2.8
04	-1.9	-4.1	-0.8	-3.3
05	+0.3	-4.7	-0.3	-3.5
06	-0.5	-2.7	-0.2	-3.2
07	-0.5	+0.5	-0.3	-2.0
10	+0.5	-0.5	+1.2	+3.4
11	-0.7	-2.6	-0.5	-2.4
12	+0.2	+0.2	-0.1	+0.5
13	+0.1	-1.6	-0.6	+0.5
14	-0.3	-1.1	-0.1	-0.8
17	-0.7	-3.0	-9.2	-9.9
18	-0.1	-1.7	-1.7	+1.4
19	-0.5	-2.5	-0.2	-1.6
20	+0.6	-0.1	+0.3	-2.1
21	-1.0	-2.0	-0.4	-2.1
24	+0.1	-2.6	+0.1	-1.3
25	-1.7	-0.9	+0.4	+1.0
26	-2.4	-0.2	-2.0	-1.3
27	-1.5	-1.2	+0.3	-0.9
28	0	x	+0.2	x

* По данным МФБ, Фондовой биржи «Санкт-Петербург» (www.spbex.ru), Екатеринбургской фондовой биржи (www.esex.ru). 17 сентября 2001 г. (особо крупные отклонения в ценах) — день открытия торгов в Нью-Йорке после 4-дневного перерыва (11–14 сентября 2001 г.).

ций Газпрома в Санкт-Петербурге 17 сентября отличалась от ценового уровня МФБ на 9.2%, 26 сентября — на 2.0%. Еще значительнее различия в ценах акций Газпрома между Московской и Екатеринбургской фондовыми биржами (необходимо при этом учитывать, что между Москвой и Екатеринбургом существует разница во времени 2 часа).

Фрагментарность рынка усиливается тем, что второй по значению отечественный рынок — РТС — осуществляет основной объем операций в долларах США (валютный барьер между рынками: на

Таблица 1.57

Региональная замкнутость отдельных фондовых бирж*

Показатели	Екатеринбургская фондовая биржа (октябрь 2001)				Казанский совет биржевой торговли (октябрь 2001)			
	Акции		Брокеры-дилеры		Акции		Брокеры-дилеры	
	Всего	Из них: региональные эмитенты, акции которых не котируются на других биржах	Всего	Из них: региональные брокеры	Всего	Из них: региональные эмитенты, акции которых не котируются на других биржах	Всего	Из них: региональные брокеры
Всего	9	5	51	49 (39 — Екатеринбург)	4	3	35	32 (31 — Казань)
%	100	55.6	100	96.1	100	75.0	100	91.4

* По данным Екатеринбургской фондовой биржи (www.esb.ru), биржи «Казанский совет биржевой торговли» (www.kbst.ru).

ММВБ цены измеряются и сделки совершаются в рублях). Введены искусственные ограничения на обращение акций РАО «Газпром» на ММВБ и в РТС. Московская фондовая биржа является, по существу, рынком одной акции (РАО «Газпром»), что теоретически открывает широкие возможности для манипулирования рынком и нарушения условий равной конкуренции.

Региональные фондовые биржи во многом замкнуты на свои регионы, формируя рынки с угасающей торговой активностью, отделенные от национального рынка (табл. 1.57).

Так, например, большая часть акций, обращающихся на Екатеринбургской фондовой бирже и бирже «Казанский совет биржевой торговли», относятся к региональным эмитентам. Преобладающую часть членов указанных бирж составляют региональные брокеры-дилеры. Недостаточное количество финансовых инструментов, ограниченное число финансовых посредников не дают возможность поддерживать ликвидность бирж. Эти рынки фрагментарны, замкнуты на самих себя (хотя в Екатеринбурге торгуются акции таких эмитентов, как Газпром, РАО ЕЭС, ЛУКОЙЛ, Сургутнефтегаз).

Манипулирование ценами и честное ведение бизнеса на рынке ценных бумаг. На российском фондовом рынке давно существует прочная убежденность в том, что *он носит манипулятивный и инсайдерский характер*. Иностранные инвесторы против отечественных, крупные брокеры против средних и мелких, профессиональные игроки про-

тив розницы, инсайдеры, аффилированные с эмитентами, против аутсайдеров, рынки с доминированием 1–2 игроков, «выжимания досуха» — все это не только мифы рынка, создаваемые проигравшими инвесторами, но и отражение его реалий.

Признает *распространенность запрещенных практик* и регулятор фондового рынка (ФКЦБ России), отмечая, что «по оценкам самих участников рынка, доля сделок, в которых так или иначе используется инсайдерская информация, на российском рынке ценных бумаг превышает 50%... Сохраняет актуальность проблема создания действенного механизма для подтверждения фактов манипулирования на рынке... К числу наиболее распространенных методов манипулирования относятся, например, покупка и продажа ценной бумаги с целью создания видимости активной торговли, фальшивые сделки с ценными бумагами, в ходе которых не происходит фактической смены собственника, создание пулов участников...»*

Достаточно распространены, по оценке, *нечестные практики продажи клиентам финансовых продуктов и услуг, сделки с конфликтами интересов*, в которых брокерско-дилерские компании получают односторонние выгоды на рынке акций за счет клиентов.

А.Д. Саурин приводит следующий пример предполагаемого манипулирования на российском рынке. Дилер рынка ГКО, играя на понижение, продал 6 мая 1996 г. на Московской центральной фондовой бирже фьючерсные контракты на 24 серию ГКО (по цене более 60% от номинала). Следующий день — 7 мая — был последним днем торговли фьючерсными контрактами на 24 серию ГКО. 7 мая этот дилер за 2 минуты до закрытия торгов по ГКО на ММВБ «выставил свой пакет заявок на покупку... по цене 18% от номинала и зеркальную заявку на продажу... В связи с незначительным количеством «сторонних заявок» на покупку основную часть сделок дилеру удалось провести с самим собой. В результате этого средневзвешенная цена 24 выпуска скатилась примерно на 10 пунктов ниже цен реальных сделок»**. Вариационная маржа на МЦФБ по позициям, оставшимся открытым в последний день торговли фьючерсными контрактами на 24 серию ГКО, должна была рассчитываться на основе средневзвешенной цены вторичных торгов 7 мая на ММВБ. Соответственно, данный оператор получил значительный выигрыш (положительную маржу) на срочном рынке МЦФБ, где он играл на понижение, за счет манипулятивного воздействия на цену ГКО на основном рынке.

* Развитие рынка ценных бумаг в Российской Федерации (материалы к дискуссии). — М.: ФКЦБ России, Издательский дом «Рынок ценных бумаг», 2000. С. 27.

** Саурин А.Д. Манипулятивные сделки и практика их регулирования / Магистерская дис. — М.: Финансовая академия при Правительстве РФ, 200. С. 28–31.

1.5. Внутренние проблемы организации и важнейшие диспропорции фондового рынка России

А.Д. Сауриным сделан количественный анализ движения цен акций в Российской торговой системе в сентябре-декабре 1999 г. в сопоставлении с динамикой фондового индекса РТС. Вывод, к которому он пришел: «во всех случаях наблюдается явный выброс значений изменения цен на акции отдельных эмитентов. Объяснить такие отклонения цен резким увеличением прибылей или убытков данной компании какими-либо внутренними причинами формирования цен на эти акции не представляется возможным. Более того, если взять любой период времени в течение 1999 г., то можно утверждать с высокой долей вероятности, что такие всплески цен будут обнаружены... Эти изменения цен так и хочется объяснить тем, что кому-то из игроков на рынке выгодно иметь конкретную величину стоимости конкретной бумаги в конкретный период времени. В силу того что... объем торгов в РТС незначителен... как одно из возможных объяснений (хотя, разумеется, и не единственное) происходящего в описанных случаях, можно принять наличие искусственного контроля за ценами, что по определению является манипулированием»*.

Рост капитализации рынка акций не будет существенным и устойчивым до тех пор, пока не будет восстановлено доверие инвесторов к рынку, его операторам и не будут подавлены манипулятивные и инсайдерские практики. Виды манипулирования, которые, по оценке, могут быть распространены в России, приведены в табл. 1.58.

Таблица 1.58

Экспертная характеристика распространенных в России видов манипулирования

Вероятность применения на российском рынке	Виды манипулирования
Высокая	Манипулирование информацией Распространение/передача другим участникам информации или любых заявлений, которые с точки зрения времени и/или обстоятельств, при которых они были сделаны, являются ложными или вводящими в заблуждение других участников рынка и в отношении которых заявитель мог знать, что они ложные или вводящие в заблуждение Соккрытие или непредставление информации об эмитенте, ценной бумаге или о состоянии рынка, которое может привести к установлению искусственного уровня цен на ценные бумаги

* Там же. С. 32–42.

Таблица 1.58 (окончание)

Вероятность применения на российском рынке	Виды манипулирования
	Манипулирование сделками
	Одновременное или примерно в одно и то же время выставление поручений на покупку и продажу ценных бумаг, имеющих примерно одинаковые параметры, по ценам, резко отличным от рыночных («спаренные ордера»)
	Выставление заявок на сделки с ценными бумагами по завышенным ценам при небольших объемах. Выставление котировок с большими объемами по ценам, существенно отличающимся от рыночных, с последующим снятием котировок (цель — психологическое воздействие на игроков)
	Совершение сделок без смены собственника или в кругу аффилированных лиц
	Осуществление (с участием или без участия других сторон) серий сделок с любой ценной бумагой, создающих искусственно активную торговлю с этой бумагой с заданным движением цен (пулы или использование доминирующего положения игрока на рынке). Воздействие на цену большими объемами. В том числе использование полномочий по счетам доверительного управления и клиентским брокерским счетам, а также «складирование» — совершение сделок репо с обратным выкупом акций по фиксированным ценам, когда акции временно «складируются» у покупателей
	Использование операций с крупными блоками, дестабилизирующими рынок
Низкая	Совершение сделок и выставление заявок по ценам, отличающимся от рыночных, в периоды времени, задающие ценовой уровень (при открытии и закрытии торговли, в предторговый и послеторговый периоды и т.п.)
	Использование рынка срочных контрактов для искусственного воздействия на цену
Не используются	Корнеры — создание ситуации, когда значительная часть ценных бумаг оказывается в руках одного лица или группы взаимосвязанных лиц, и продавцы без покрытия, игравшие на понижение, не могут приобрести данные ценные бумаги у кого-либо, кроме как у этого лица, по искусственно высоким ценам
	Манипулирование предложением ценных бумаг (создание искусственного дефицита или излишка конкретных ценных бумаг на рынке)
	Стабилизация вторичного рынка при выполнении функций андеррайтера

Предложение ценных бумаг

В 90-е годы российский финансовый рынок быстро заполнялся новыми финансовыми инструментами:

- 1990 г. — акции;
- 1991 г. — депозитные и сберегательные сертификаты;
- 1992 г. — приватизационные ценные бумаги (ваучеры);
- 1993 г. — ГКО (казначейские обязательства), облигации Минфина, золотые сертификаты, товарные фьючерсы;
- 1994 г. — векселя, акции на предъявителя, облигации квазипубличных институтов;
- 1995 г. — корпоративные облигации, сберегательные облигации, облигации региональных правительств, фьючерсы на ГКО, складские свидетельства;
- 1996 г. — казначейские облигации, еврооблигации федерального правительства, фьючерсы на акции, американские и глобальные депозитарные расписки;
- 1997 г. — еврооблигации региональных правительств, корпоративные еврооблигации;
- 1998 г. — облигации центрального банка, свопы (реструктурирование долгов);
- 1999 г. — новый старт рынка корпоративных облигаций.

На два года после финансового кризиса 1998 г. была в значительной мере утрачена способность рынка к финансовому инжинирингу. Прекратился выпуск евробумаг. Резко сократилась эмиссия государственных ценных бумаг, а также ценных бумаг субъектов РФ и муниципальных образований. Только в 2000 г. возобновились попытки выхода на внешние рынки с депозитарными расписками на российские акции, а также появились новые российские еврооблигации (реструктурирование долгов России Лондонскому клубу). С 2000 г. вновь запущен срочный рынок ММВБ (до этого срочные операции велись в Санкт-Петербурге).

Вместе с тем ряд сегментов фондового рынка до и после 1998 г. либо не заполнен (те или иные классы ценных бумаг не выпускаются), либо включает очень ограниченное число эмитентов и выпусков ценных бумаг, обороты по которым незначительны.

Отсутствие сегментов рынка ценных бумаг (к концу 2001 г.): казначейские облигации (срок обращения свыше 7–10 лет), ипотечные облигации, коммерческие бумаги, еврокоммерческие бумаги, опционы, структурированные финансовые продукты, объединяющие различные типы ценных бумаг и срочных контрактов.

Ограниченность числа эмитентов, с акциями которых совершаются сделки на организованных рынках. Капитализация рынка акций рассчитывается по тем эмитентам, акции которых допущены к обращению в торговых системах (в списочном и внесписочном составах). Число таких эмитентов в России резко ограничено (табл. 1.59), при этом только по 15–20 эмитентам акций устойчиво поддерживается ликвидность рынка и на постоянной основе совершаются сделки.

Таблица 1.59

Динамика количества эмитентов, прошедших листинг на фондовых биржах*

Показатели	1995 (октябрь)	1997 (сентябрь)	1999 (октябрь)	2001 (октябрь)
Количество эмитентов, по акциям которых совершаются сделки	70–80	260–300	350–400	370–400
котируемые листы	x	100–120	50–60	30–35
вне котируемых листов	x	160–180	310–350	340–370

* Рассчитано на основе данных ММВБ, РТС, МФБ.

Соответственно, рост капитализации рынка акций возможен только при массовом выходе предприятий на организованные рынки акций.

Отсутствие массового предложения акций. На российском рынке, в том состоянии, в котором он находится, *не может быть массового предложения и спроса на акции*. Структура собственности в России является оптовой: по оценке, не менее 60–70% акционерных капиталов собраны в крупные или контрольные пакеты, на мелком и неликвидном оптовом рынке обращается лишь незначительная часть акционерных капиталов, население отделено от организованных рынков акций (более подробный анализ см. в главах 2 и 3). Велика роль оффшорных компаний, скрывающих настоящих собственников и иностранных номинальных держателей, которым принадлежат значительные доли акционерных капиталов.

Большинство собственников не заинтересованы в дополнительных выпусках акций и разводнении акционерных капиталов, в размещении акций среди мелких и институциональных инвесторов для привлечения денежных ресурсов. В конце 90-х годов более 95% эмиссий являются *техническими* (для распределения акций между собственниками под добавочный капитал, накоплен-

ный за счет переоценки основных фондов)*. Основной интерес составляет не повышение рыночной стоимости предприятия на рынке акций, не прибыльность, а доступ к денежным потокам предприятия и управление ими. По оценке, схожая ситуация сохранялась и в 1999–2001 гг.

Как следствие, *Россия* представляет собой *пример долговой экономики*, в которой система финансирования основана на долговых обязательствах (а не на акциях). Даже во времена наивысшего подъема российского рынка акций в 1996–1997 гг. масса внутренних долговых обязательств, включая векселя, в несколько раз превышала капитализацию рынка акций (хотя оценки самой капитализации были завышенными, лишь незначительная часть акционерных капиталов была ликвидной).

Предприятия многих подотраслей промышленности не имели в 2001 г. биржевых котировок (как, например, предприятия электронного машиностроения). Более 90% оборотов российского рынка акций формируют пять акций (РАО ЕЭС, Сургутнефтегаз, Ростелеком, Мосэнерго, ЛУКОЙЛ). Интерес к рыночной оценке акций возникает только при подготовке продажи крупных и контрольных пакетов акций либо при получении заемных средств (залог акций, прозрачность компании и наличие ее биржевой истории).

Незначительный размер свободной для обращения части акционерных капиталов (free float). Концентрация собственности на российские предприятия в крупных и контрольных пакетах приводит к тому, что свободной для обращения (free float) становится лишь незначительная часть акционерных капиталов. Они «заморожены» у крупных собственников, не поступают на массовый рынок, будучи пригодными только для одиночных сделок блоками, сделок, связанных с переходом контроля над предприятиями или с их реорганизацией.

Как указывалось выше, более 60% оборотов внутреннего рынка акций России (доля акций РАО ЕЭС на ММВБ в общем обороте ММВБ + РТС) формируется из 6.1% уставного капитала РАО ЕЭС, которые по номинальной стоимости на конец октября 2001 г. составляли 44 млн. долл., по рыночной стоимости — около 420–430 млн. долл.

* В годовом отчете ФКЦБ России за 1998 г. в разделе «Деятельность ФКЦБ России в 1998 году» (п. 3) отмечалось, что «основная часть выпусков акций была направлена не на привлечение дополнительных средств (инвестиций) в акционерные общества, а была связана с операциями по увеличению номинальной стоимости акций или распределением дополнительных акций среди акционеров за счет стоимости собственных активов акционерных обществ, а также с консолидацией или дроблением акций» (отчет размещен на сайте ФКЦБ России в Интернете). Доля эмиссий, в результате которых акции были конвертированы в акции с более крупным номиналом и/или распределены между акционерами (то есть в большей части технических эмиссий под переоценку основных фондов) составила 97%.

Неурегулированность отношений собственности. По данным Регионального отделения ФКЦБ России в Центральном федеральном округе, только примерно 25% акционерных обществ провели государственную регистрацию своих ценных бумаг*.

На многих предприятиях не закончено перераспределение собственности. Существуют предприятия, где до сих пор менеджеры владеют незначительными пакетами акций своих предприятий (до 1–3%), и до тех пор, пока не будет сформирована более выгодная для них структура собственности, они не будут заинтересованы в выведении своих акционерных обществ на фондовый рынок.

На ряде предприятий, с точки зрения акционеров, слишком большая доля государства в капитале (например, 25–30%), и до тех пор, пока она не будет уменьшена, акции предприятия на публичном фондовом рынке не будут обращаться. Представители государства будут противодействовать «размыванию» акционерного капитала. Акционеры будут стремиться сократить размеры участия государства и только потом выводить свои акции на фондовый рынок.

Желание инвесторов вкладывать свои средства в акции ограничивается непрозрачностью структуры собственности. В крупнейших предприятиях значительные доли акционерных капиталов принадлежат оффшорным компаниям или закреплены за номинальными держателями, которые не раскрывают крупных собственников, пакеты акций которых находятся в номинальном держании.

По-прежнему высока конфликтность интересов между держателями крупных пакетов акций в структуре управления акционерным капиталом. В ближайшем будущем в России как в стране с переходной экономикой будет неизбежно продолжаться перераспределение собственности. Предприятия с неурегулированными конфликтами интересов не смогут выходить на публичный рынок акций, так как не будут привлекательными для инвесторов.

На мировых фондовых рынках одним из самых привлекательных сегментов на рынке считаются «молодые компании роста» и «сектор высокотехнологичных компаний». Для них создаются специальные рынки акций (Small Caps в США, New Markets в Европе), через их акции финансируются инновации в реальном секторе экономики.

В России также существует большая группа компаний, которые являются типичными молодыми компаниями роста и которые могут

* В частности, Председатель Регионального отделения ФКЦБ России в Центральном федеральном округе Ю.С. Сизов сообщил, что «в России 430 тысяч акционерных обществ. И только 110 тыс. из них зарегистрировали хотя бы первичный выпуск», т. е. «50 тыс., которые зарегистрировались до 1996 г. в Минфине и финансовых управлениях регионов, и 60 тыс., которые с 1996 г. зарегистрировались в системе федеральной комиссии» // Рынок ценных бумаг, 2001, № 6. С. 16.

быть выведены на рынок акций. Например, торговые предприятия, которые начали инвестировать в производство и создание отечественных «брендов», небольшие компании высоких технологий, существующие на базе академических институтов, быстро развивающаяся информационную отрасль.

Трудности в выводе на рынок акций этих компаний заключаются в том, что в них также не урегулированы вопросы собственности. В связи с тяжелой налоговой нагрузкой они существуют как группы небольших коммерческих организаций, созданных для оптимизации налогов, включая оффшорные компании и компании, созданные в российских регионах, имеющих льготный режим налогообложения. Открыться для них — значит, понести существенные потери и принять на себя политический риск, которого они до этого избегали. Абсолютное большинство таких компаний, по оценке, еще не готовы консолидироваться и превратиться в крупные и прозрачные акционерные общества.

Неурегулированность отношений собственности проявляется также в том, что, по оценке, у половины предприятий до сих пор не превращены в акции добавочные капиталы. Примеры таких крупнейших российских предприятий приведены в табл. 1.60. Таким образом, искусственно отсутствует масса акций, необходимых для обращения, акционерные капиталы многократно занижены.

Таблица 1.60

Соотношение акционерного и добавочного капитала по выборке крупных эмитентов*

Показатели	Акционерный капитал, млн. руб.	Добавочный капитал, млн. руб.	Коэффициент «Добавочный капитал/акционерный капитал»
Челябинский металлургический комбинат	3.1	5822.1	1878.1
Новолипецкий металлургический комбинат	6.0	9672.6	1612.1
Тюменская нефтяная компания	7.9	2965.8	375.4
ЛУКОЙЛ	20.4	3887.3	190.6
ЮКОС	8.9	1172.1	131.7
Татнефть	232.6	21958.9	94.4
РАО «Норильский никель»	47.3	2267.2	47.9
РАО ЕЭС	21558	111052	5.15
Сургутнефтегаз	43428	67351	1.55

* НАУФОР, система раскрытия информации «СКРИН». РАО ЕЭС, Новолипецкий металлургический комбинат — данные за III квартал 2000 г., Сургутнефтегаз, ТНК — за II квартал 2000 г., ЛУКОЙЛ, РАО «Норильский никель», ЮКОС — за I квартал 2000 г.

Конфликты интересов, затрудняющие выход предприятий на рынок и снижающие инвестиционную привлекательность акций. Переходный характер экономики и незаконченность урегулирования отношений собственности, преобладание контролирующих и крупных акционеров создают высокую конфликтность интересов акционеров, ставшую типичным явлением в российских акционерных обществах. Акционерные общества с неурегулированными конфликтами интересов не могут полноценно выходить на рынок акций, не способны повышать свою капитализацию, подвержены высокой волатильности в своей рыночной стоимости.

Типичные конфликты, возникающие в массовом порядке в акционерных обществах, формы, в которых они проявляются, приведены в табл. 1.61*. Не все они являются нарушениями прав акционеров, закрепленных в законодательстве. Часть из них – стратегии, вызванные экономическими интересами той или другой группы акционеров и широко известные в международной практике. Другая часть – создана нишами в российском праве, которые всегда и во всех странах ищут агрессивные инвесторы.

Таблица 1.61

Методы изменения структуры корпоративного контроля менеджерами/контролирующими акционерами

Разводнение капитала для упрочения контроля над обществом акционеров большинства или предпродажной подготовки предприятия

Проведение в акционерном обществе закрытой подписки (до 1999 г.) или открытой подписки с заранее определенными инвесторами	Понуждение акционеров к отказу от права преимущественного выкупа новых акций, размещаемых по открытой подписке (если это право есть в уставе)
Дробление сделок чрезвычайного характера, которые, по сути, ведут к продаже компании, избежание контроля за крупными сделками и сделками, совершаемыми аффилированными лицами, совершение сделок подставными юридическими и физическими лицами с тем, чтобы скрыть изменения в структуре контроля и избежать принятия решений собранием акционеров	Манипулирование дополнительными голосами, которые дают привилегированные акции (в случае невыплаты дивидендов по ним), либо сокращение числа голосующих акций (при выплате дивидендов по привилегированным акциям)

* Миркин Я.М. Защита прав акционеров в российском бизнесе (аналитический доклад) // Материалы научно-практической конференции «Защита прав акционеров в российском бизнесе»: октябрь 1999 г./ИМЭМО РАН, Финансовая академия при Правительстве РФ, журнал «Эксперт». – М.: Эксперт, 1999. С. 1–33.

Таблица 1.61 (продолжение)

Скупка акций до проведения новых эмиссий под переоценку основных фондов	
Скупка акций у работников после переоценки основных фондов и формирования добавочного капитала, но до «технической» эмиссии акций, источником которой является переоценка и которая должна быть распределена между акционерами в соответствии с их долями в капитале. Эти сделки на небольшие суммы дают возможность после распределения «технической эмиссии» стать собственником во много раз большей (по номиналу) суммы акций	
Передача акций в доверительное управление или права голоса по доверенности	
Использование служебного положения для принуждения работников-акционеров к передаче своих акций в доверительное управление или прав голоса по доверенности для того, чтобы увеличить число голосов, закрепленных за управляющей группой	
Несанкционированные крупные сделки	
Несанкционированные крупные сделки по продаже активов, изменяющие природу бизнеса и существенно снижающие стоимость имущества, находящегося в собственности акционеров меньшинства, в том числе на основе разбиения сделок с тем, чтобы они не попадали под категорию крупных	Выкуп крупного пакета акций за счет кредита, погашаемого за счет предприятия, без санкционирования сделок, совершаемых с конфликтом интересов, и вне антимонопольного контроля
Скрытое или перекрестное владение акциями	
Несовпадение формальной и реальной структуры акционерной собственности, скрытое приобретение аффилированными лицами контрольных долей акционерных капиталов без прохождения антимонопольного контроля. Создание системы перекрестного (по горизонтали и вертикали) участия, позволяющего увеличивать в структуре капитала долю акционеров, действующих в качестве единой группы	
Инициирование искусственного банкротства или запрета распоряжения акциями	
Искусственное инициирование банкротства с тем, чтобы нарушить управление акционерным обществом и осуществить — через арбитражное управление — поглощение или дешевую продажу предприятия или его частей, изменение структуры собственности в пользу поглощающей компании, особо крупные сделки с конфликтом интересов, позволяющие перераспределить денежные потоки в пользу отдельных групп акционеров	Арест имущества в форме акций, инициированный (при формальном соответствии требованиям законодательства) с целью воспрепятствовать распоряжению акциями, прежде всего осуществлению права голоса

Таблица 1.61 (окончание)

Совершение аффилированными лицами сделок с конфликтом интересов, в ущерб акционерному обществу и акционерам		
Создание контролирующим акционером системы поставок по завышенным ценам и сбыта по заниженным ценам, манипулирование размерами дебиторской и кредиторской задолженности с тем, чтобы перераспределить доходы в ущерб другим акционерам (предприятие-донор ставится в искусственно тяжелое финансовое положение, а прибыли концентрируются в материнской компании или у аффилированных лиц)	Продажа акций дочерних и зависимых компаний по заниженным ценам, разводнение капитала дочерних и зависимых компаний с понижением доли в них акционерного общества-донора в интересах менеджеров или контролирующих акционеров общества-донора. Имеет следствием резкое ухудшение активов, находящихся в собственности общества-донора и, соответственно, его акционеров	Перевод доходных активов из предприятия, находящегося в тяжелом положении, во вновь созданные или уже существующие аффилированные или зависимые компании (продажа по заниженным ценам, обмен активов, погашение кредита реализацией заложенного имущества) с банкротством компании-донора, ухудшением ее финансового положения
Преднамеренные действия акционеров меньшинства с целью получения односторонних экономических выгод или изменения структуры корпоративного контроля		
Блокирование решений собраний акционеров, судебные иски, работа с розничными акционерами и т.д., дезорганизующие работу ОАО, с целью принудить контролирующих акционеров выкупить акции у акционеров меньшинства по цене больше рыночной или принудить первых к изменению структуры корпоративного контроля, к продаже акций для захвата контроля группой акционеров меньшинства		
Прочие широко распространенные нарушения		
Недопуск акционеров на собрание, объявление доверенностей, выданных представителям акционеров, недействительными под надуманным предлогом	Преднамеренная невыплата дивидендов, в том числе невыплата дивидендов только сторонним акционерам	Проведение параллельных собраний акционеров и избрание параллельных исполнительных органов управления акционерного общества
Нарушение исключительных полномочий общего собрания акционеров, которые не могут быть переданы исполнительному органу	Вычеркивание акционеров из реестра, отказ во внесении или внесение неправильных сведений в реестр, преднамеренная утрата данных или потеря реестра	Изменение структуры акционерного капитала путем уменьшения номинальной стоимости акций и, соответственно, непропорционального уменьшения номинальной стоимости отдельных типов и категорий акций

Несмотря на то что российское акционерное законодательство соответствует в основном международным практикам*, распространность неурегулированных конфликтов интересов, нарушения прав акционеров формируют позицию инвесторов и других участников рынка, заключающуюся в том, что российские предприятия отличаются низким уровнем *корпоративного управления (corporate governance)***. Еще один индикатор — только *около 50% компаний-эмитентов* выполняет требования в части раскрытия информации о своей деятельности на рынке ценных бумаг. Это позволяет сделать вывод, *что в России еще пока не создана полноценная система раскрытия информации на рынке ценных бумаг****, что эмитенты не заинтересованы в разводнении акционерных капиталов, а инвесторам не сформированы пока достаточные условия для оценки инвестиционной привлекательности предприятий на информационно прозрачном фондовом рынке.

* «Принципы корпоративного управления ОЭСР» 1999 г. (OECD Principles of Corporate Governance) опубликованы на сайте ОЭСР в Интернете (www.oecd.org); «Основные принципы акционерного законодательства для стран с переходной экономикой» ОЭСР (OECD General Principles of Company Law For Transition Economies), опубликованные в Journal of Corporation Law (Vol. 24, Number 2, Winter 1999, pp. 191–291), и другие лучшие практики — Principles for Corporate Governance in the Commonwealth, изданные Commonwealth Association for Corporate Governance в августе 1999 г.; Statement on Global Corporate Governance Principles, изданные International Corporate Governance Network в июле 1999 г.; Euroshareholders Corporate Governance Guidelines 2000, изданные European Shareholders Association в феврале 2000 г.

** В соответствии со Вступлением к «Принципам корпоративного управления ОЭСР» 1999 г. (OECD Principles of Corporate Governance), «корпоративное управление включает комплекс отношений между администрацией компании, ее правлением, акционерами и другими заинтересованными лицами. Корпоративное управление также определяет рамки, в которых намечаются задачи компании, а также средства достижения этих задач и мониторинга деятельности компании. Надлежащее корпоративное управление должно создавать стимулы для того, чтобы правление и администрация компании стремились к достижению целей, отвечающих интересам компании и акционеров, а также стремились облегчать действенный мониторинг, тем самым подталкивая фирмы к более эффективному использованию ресурсов» (неофициальный перевод, опубликован в материалах конференции «Корпоративное управление в России» (Москва, 31 мая — 2 июня 1999 г.), организованной ОЭСР в сотрудничестве с Агентством по международному развитию (США) и Мировым банком, с. 2).

*** Ефимов М.В. Фундаментальный анализ эмитентов в инвестиционной и регулятивной деятельности государства на рынке ценных бумаг. Дис. на соискание ученой степени канд. экон. наук. — М.: Финансовая академия при Правительстве РФ, 2001. С. 70.

Спрос на ценные бумаги

Заниженная монетизация экономики России в 90-е годы, отвлечение государством большей части денежных ресурсов для покрытия своих текущих потребностей, формирование населением основной части своих сбережений в наличных долларах США и вывоз капитала предопределили острый дефицит денежных средств в стране на цели инвестиций, достигающий, по оценке, 85–90% потребности в средствах (более подробный анализ – в разд. 2.6).

Соответственно, для подавляющего большинства предприятий проблему составляет привлечение даже небольших сумм в 5–15 млн. долл. в коммерческие проекты (через акции или долговое финансирование).

К настоящему времени объем внутренних денежных ресурсов, которые могут быть направлены на рынок ценных бумаг, невелик. Его оценка сводится к следующему.

Банковские счета внутри России и наличные рубли как источник спроса на акции. Анализ предельных размеров спроса на ценные бумаги за счет этого источника приведен в табл. 1.62.

Соответственно, денежные средства населения (в целом по России), которые находятся в банковской системе и могут быть вложены в эмиссионные ценные бумаги (акции и облигации), примерно в 2.4 раза превышали готовые для инвестирования средства предприятий и составляли в конце *сентября 2001 г.* сумму 188.5 млрд. руб., т.е. *6–6.2 млрд. долл.* Аналогичные расчеты на конец мая 2000 г. дали оценку инвестиционного потенциала населения в части средств, находящихся в банковской системе, в размере 87.2 млрд. руб., т.е. 3–3.2 млрд. долл.*

Это пока небольшие суммы (при потребностях в средствах для финансирования экономического роста, по оценке, в 400–450 млрд. долл. в ближайшие несколько лет; см. *обоснование в разд. 2.6*), тем не менее эти средства значительно превышают финансовые возможности предприятий (примерно *2.7 млрд. долл.* на конец сентября 2001 г., годом раньше, на конец мая 2000 г., – 2 млрд. долл.) для инвестирования с их банковских счетов внутри России в эмиссионные ценные бумаги.

Иными словами, те денежные ресурсы, о которых постоянно говорят как об излишках ликвидности в банковской системе, при самом оптимистичном сценарии *осенью 2001 г.* могли сформировать

* Миркин Я. Розничный спрос на ценные бумаги // Рынок ценных бумаг, 2000, №19. С. 29–31.

Таблица 1.62

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

Показатель	Наличные деньги в обращении, млрд. руб.	Счета до востребования, млрд. руб.	Всего депозиты	В том числе на срок, %					
				До 30 дней	От 31 до 90 дней	От 91 до 180 дней	От 181 дней до 1 года	От 1 года до 3 лет	Свыше 3 лет
Счета в рублях									
Население	X	139.2	262.5	0.4	22.5	130.6	31.6	75.1	2.3
Предприятия	X	2.9	67.3	6.4	17.8	17.6	12.0	7.9	5.6
Счета в иностранной валюте (в пересчете на рубли)									
Население	X	50.2	156.6	1.3	6.2	77.7	46.0	23.2	2.2
Предприятия	X	1.0	201.8	81.0	6.0	19.5	43.2	35.1	17.0
Оценка доли денежных ресурсов, которые могут быть вложены в акции и облигации	5% (масса денег в обращении – 561.9 млрд. руб.)	5%	X	10%	20%	30%	40%	50%	50%
Оценка денежных ресурсов, которые могут быть вложены населением	28.1	9.5	X	0.2	5.7	62.5	31.0	49.2	2.3
Оценка денежных ресурсов, которые могут быть вложены предприятиями	X	0.2	X	8.7	4.8	11.1	22.1	21.5	11.3
Итого может быть вложено населением — 188.5 млрд. руб.				Итого может быть вложено предприятиями — 79.7 млрд. руб					

* Рассчитано по данным Банка России на конец сентября 2001 г. (Бюллетень банковской статистики, 2001, №11). Не включены средства банков, находящиеся на депозитах (без разбивки по срокам) и на корреспондентских счетах кредитных организаций в Банке России (повторный счет).

спрос на акции, не превышающий 8–9 млрд. долл. (5–6 млрд. долл. в конце мая 2000 г.).

Наличная валюта. Более значительным резервом для финансирования вложений в акции являются накопления населения в наличной валюте, сформированные в 90-е годы в секторе домашних хозяйств. Объем этих средств оценивается в *50–70 млрд. долл.* (в 1996 г. прирост наличной СКВ у резидентов в секторах нефинансовых предприятий и домашних хозяйств составил внутри страны 9.0 млрд. долл., в 1997 г. — 13.4 млрд. долл.). В 1998 г. сокращение валютной наличности — 0.9 млрд. долл.*

Эта оценка подтверждается данными Федеральной резервной системы и Казначейства США об использовании другими странами наличных долларов как средства накопления и платежа (табл. 1.63). Российское население является самым крупным в мире держателем наличных долларов (кроме самих США): более 40% долларовой массы по обследованному кругу стран и более 10% всей массы долларов в обращении (включая наличность, обращающуюся в США).

Таблица 1.63

Распределение массы наличных долларов, обращающихся за пределами США*

Страны	Наличные доллары США, обращающиеся за пределами США
Всего по выборке из 25 стран, в том числе	143.9
Россия	60
Аргентина	25
Корея	15
Турция	10

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

По оценке, *не менее 60–70%* указанной суммы (*оптимистический сценарий*) являются *страховым запасом*, рассредоточенным среди различных групп населения. Следовательно, для инвестирования пригодны *20–25 млрд. долл.*, сосредоточенные в основном в крупных российских городах, в сбережениях среднего класса (поколения 25–45-летних).

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

Средства российского населения за рубежом. Российские капиталы, вывезенные за границу (160–170 млрд. долл. в 1992–2000 гг.*), при уровне рисков, существующем в стране, не могут быть немедленно привлечены на цели инвестиций. Кроме того, значительная их часть (по оценке, не менее 50%) имеет неликвидную форму (недвижимость, вложения в бизнес за пределами России, страховые запасы в иностранных банках, обустройство семей).

По оценке, российские деньги, вывезенные за границу, могут дать при самом оптимистическом сценарии *не более 30–40 млрд. долл.* инвестиций в российские ценные бумаги (20% от общей суммы вывоза капитала). Часть этих денег, как известно, уже была на рынке ГКО и акций до августа 1998 г. (через РТС и оффшорные счета), часть денег находится в прямых инвестициях в российские предприятия. Кроме того, эти деньги активно инвестируются в иностранные, прежде всего американские, акции. В среднем вложения российских инвесторов в американский рынок акций составляли в 1995 г. – III квартале 2001 г. не менее 58% вложений американских инвесторов в российский рынок. В 2000 г. они в 1.7 раза превышали инвестиции из США в российские акции (см. расчеты в разд. 1.6, табл. 1.90)**.

Итоговые оценки внутренних денежных ресурсов, которые могут формировать спрос на российские ценные бумаги, выглядят следующим образом (табл. 1.64).

По оценке, *от 20 до 40% этих денег* либо физически находятся в *Москве*, через которую проходит *более 90% оборота фондового рынка*, либо распоряжение этими деньгами осуществляется лицами, постоянно живущими в столице.

Эти деньги не дают возможность полностью покрыть потребности роста капитализации рынка акций и модернизации экономики. Вместе с тем эти денежные ресурсы способны – при передаче их на рынок акций – в значительной мере увеличить его капитализацию. Без них рынок акций будет существенно ограничен в размерах денежного спроса и в способности привлекать инвестиции в реальный

* Смородинская Н. Бегство капиталов в теории и практике: анализ российской ситуации // Банковские услуги, 1998, №9. С. 5–19. Экспертные расчеты включают в себя также оценочные данные по утечке капиталов за 1998–1999 гг. Для расчетов нами взяты умеренные оценки вывоза капиталов, сделанные в рамках Института экономики РАН. Предположения, дающие более высокие объемы утечки капиталов из России, базируются на экспертном, со значимыми допущениями определении искажений экспортно-импортных цен (например, массовых занижений цен экспорта и, соответственно, экспортной выручки). См. например: Платежный баланс и финансовая политика. Сб. статей. – М.: Институт финансовых исследований, 2001. С. 73–76.

** Рассчитано по данным U.S. Treasury Bulletin 2000–2001.

Таблица 1.64

Итоговые оценки потенциального внутреннего спроса на российские ценные бумаги*

Вид денежных ресурсов	Оптимистический сценарий	Умеренный сценарий
Население		
Счета в российских банках и наличные рубли	6–7 млрд. долл.	4 млрд. долл.
Наличная валюта	20–25 млрд. долл.	10–12 млрд. долл.
Денежные накопления, вывезенные за границу	30–40 млрд. долл.	15–20 млрд. долл.
Предприятия		
Счета в российских банках	3 млрд. долл.	2 млрд. долл.
Итого	60–75 млрд. долл.	30–35 млрд. долл.

* Составлено на основе табл. 1.62–1.63 и анализа размера средств, вывезенных за рубеж, приведенного выше.

сектор. Без этих долгосрочных денежных ресурсов рынок акций будет по-прежнему носить преимущественно спекулятивный характер. И наконец, присутствие этих денег на рынке даст возможность «разогреть» рынок за счет внутреннего спроса, создав условия для прихода долгосрочных иностранных инвестиций.

Таким образом, перед внутренним рынком акций стоит задача преодолеть резко ограниченный внутренний платежеспособный спрос на акции, выиграть конкуренцию за денежные ресурсы населения, находящиеся сейчас в форме наличных долларовых сбережений и вывезенного за границу капитала.

Отсутствие доверия инвесторов. Финансовые пирамиды начала 90-х годов, связанные с выпуском суррогатов ценных бумаг и акций на предъявителя, с самокотировкой акций эмитентами на внебиржевом рынке*, масштабные потери, которые понесли при этом инвесторы, вызвали уже к середине 90-х годов кризис доверия к ценным бумагам как к финансовым активам. В октябре 1997–1998 гг. кризис доверия был усугублен убытками инвесторов, вызванными многократным (более чем в 10 раз) падением курсов акций и кризисом внутреннего государственного долга. Кризис доверия связан и с *конфликтами интересов акционеров*, решаемыми, как правило, не в пользу акционеров меньшинства.

Как указывалось выше, акционером быть «невыгодно». В российской практике *акционеры меньшинства*, в том числе мелкие розничные акционеры, как правило, *не имеют серьезной экономической заинтересованности в результатах деятельности акционерных обществ* (мас-

* Подробный анализ см. в кн.: Миркин Я.М. Ценные бумаги и фондовый рынок. С. 59–63, 265–271.

совая невыплата дивидендов, невозможность повлиять на решения менеджмента, реструктуризация акционерных капиталов в пользу крупных контролирующих акционеров, неликвидность большинства акций и невозможность получить их рыночную оценку и выгоду от повышения их курсовой стоимости, отсутствие реальной защиты интересов мелкого розничного инвестора иначе, чем через трудоемкий и дорогой гражданский процесс).

Существенным фактором, влияющим на инвестиционное поведение населения, является *кризис доверия к государству как к эмитенту ценных бумаг*, имеющий корни не только в дефолте августа 1998 г. по ГКО-ОФЗ, но и в советской практике 20–90-х годов выпуска облигационных займов для населения.

В 1922–1957 гг. в СССР, правопреемником которого является Россия, было выпущено около 60 облигационных займов, в 1957–1990 гг. – 5. Количество разновидностей займов велико. В начале 20-х годов в условиях высокой инфляции выпускались не только денежные, но и натуральные облигационные займы (хлебный – на 30 млн. пудов хлеба, сахарный – на 1 млн. пудов сахара). Погашение займа производилось натурой или денежной суммой в соответствии с рыночной ценой хлеба, сахара и т. п.

Широко практиковались принудительные займы. Еще в 1923 г. было принято решение о реализации первого государственного 6-процентного выигрышного займа среди имущих слоев населения в принудительном порядке (подрядчиков, комиссионеров, поставщиков, лиц, имеющих высокие доходы), так как «участие их в подписке на заем не соответствует тем средствам, которые сосредоточены у них на руках» (Декрет СНК СССР от 4 сентября 1923 г.). Фактически принудительный характер имели облигационные займы, распространяемые среди населения в 40–50-х годах (до 1957 г.) по подписке. В 1957 г. выпуск государственных займов, размещаемых по подписке, был прекращен.

Крайне разнообразно назначение облигационных займов, эмитированных государством в последние 60–70 лет: на военные расходы (1937 г. – начало 40-х годов), на расходы в сельское хозяйство (1925, 1927 гг.), на восстановление народного хозяйства (5 займов в 1946–1950 гг.), на индустриализацию (3 займа в 1927–1929 гг.), на развитие народного хозяйства (11 займов пятилеток в 30-е годы, 7 займов развития в 50-е годы). В 20–30-е годы с высокой частотой, а начиная с 40-х годов через 10–15 лет выпускались государственные процентные выигрышные займы (9-процентный заем 1930 г., 3-процентные займы 1938, 1947, 1966, 1982 гг., 15-процентный российский заем 1992 г.). В 20-е – начале 30-х годов было выпущено около 30 отраслевых займов («автомобильные обязательства», «велосипедные обязательства», «фотообязательства» и т. п.), гарантированных государством. Наконец, известны случаи выпуска Минфином беспроцентных краткосрочных платежных обязательств с мелким номиналом (1927 г.), которые могли обращаться в качестве средств платежа.

Начиная с 30-х годов облигации распространялись, по оценке, почти на 100% среди населения.

Практически по всем займам для населения, выпущенным в 1927–1945 гг., была проведена конверсия в облигации с более длительным сроком погашения и меньшими процентными ставками (например, вместо 10 – 20 лет, вместо 6% – 3% и т. д.). Подавляющее большинство займов, выпускаемых в 1947–1957 гг., были в 1957 г. пролонгированы еще на 20 лет, а фактически – на

больший срок, так как погашение по ним должно было происходить тиражами выигрышей еще 20 лет (погашение началось в 1974 г.)

Постоянно ухудшались условия облигационных займов для инвесторов. В 20-х годах преобладали займы кратко- и среднесрочного характера (до 1 года, до 5–6 лет), с конца 20-х и до середины 30-х годов наиболее распространенным сроком займа стали 10 лет, с 1 июля 1936 г. и до конца 80-х годов облигации выпускались, за единственным исключением в 1957 г., на срок 20 лет. Ставка по облигационным займам понизилась от 8–12% в 20-х — начале 30-х годов до 3–4% с середины 30-х до начала 50-х годов и 2–3% до конца 80-х годов.

Роль средств населения, аккумулированных через облигационные займы, в финансировании хозяйства бывшего СССР должна быть еще оценена (на эти же цели до начала 60-х годов попадал прирост вкладов в сберегательных кассах, считавшийся одним из доходов бюджета). По официальным данным, 15% военных расходов в 1941–1945 гг. были покрыты за счет этого источника.

Более подробно см.: Финансово-кредитный словарь. Т. 1, 2. — М.: Госфиниздат, 1961; Экономическая жизнь СССР. Т. 1, 2. — М.: Советская энциклопедия, 1967.

Кроме того, кризис доверия к ценным бумагам может быть связан с манипулированием, распространенным на рынке, с использованием нечестных клиентских практик, торговли, базирующейся на служебной информации (*анализ см. выше*).

В этой связи внутренние инвесторы рассматривают ценные бумаги, прежде всего акции, как финансовые активы, обладающие исключительно высоким риском. Вложение средств в ценные бумаги осуществляется в последнюю очередь, прежде всего в качестве спекулятивной деятельности, имеющей целью сверхвысокие доходы, покрывающие риск.

Показательно, что *опрос интернет-аудитории, проведенный информационным агентством РосБизнесКонсалтинг 19–20 февраля 2001 г.* по вопросу «Какой процент из накопленных средств Вы готовы направить на операции с ценными бумагами?» (www.gbc.ru), дал следующие результаты: «не готов вкладывать» — 55% опрошенных, «10% сбережений» — 15%, «20% сбережений» — 15%, «50% сбережений» — 8%, «все сбережения» — 2%, «не знаю» — 5%. Необходимо учитывать, что интернет-аудитория является наиболее современной, активной, образованной и молодой. Даже в ее среде доля лиц, не готовых к инвестиционным решениям в ценные бумаги, составляет 60%. По данным опроса *интернет-аудитории, проведенный информационным агентством РосБизнесКонсалтинг 27–28 сентября 2001 г.*, только 2% участников опроса собираются приобрести акции. По данным *опроса Фонда общественного мнения*, в 2000 г. только 3% населения отдали предпочтение вложениям в акции в качестве способа сбережений против 43% — в

1.5. Внутренние проблемы организации и важнейшие диспропорции фондового рынка России

инострannую валюту, 42% — в недвижимость, 11% — вклады в Сберегательный банк*.

Статистика денежных расходов населения также свидетельствует о недоверии в 90-е годы розничных инвесторов к инструментам фондового рынка (табл. 1.65)**.

Таблица 1.65

Структура спроса населения на финансовые инструменты						
Показатель	1995	1996	1997	1998	1999	2000
Прирост сбережений, наличных денег и валюты на руках у населения, %, в том числе	100	100	100	100	100	100
организованные сбережения (счета в банках, ценные бумаги), % к итогу	21.9	19.5	8.7	7.3	25.9	28.6
покупка валюты, % к итогу	62.7	74.9	84.6	82.0	59.9	50.9
наличные, % к итогу	15.4	5.6	6.7	10.7	14.3	20.5

В 90-е годы население устойчиво предпочитало *инострannую валюту* (прежде всего, доллары США) в качестве средства сбережения, в этот актив вкладывалось 60–85% свободных денежных средств. На долю *организованных сбережений* приходилось 10–25% свободных средств населения. При этом, по оценке, только *доли процента вкладывались в ценные бумаги*, остальные средства направлялись на банковские счета, прежде всего в Сберегательный банк (около 80% организованных сбережений населения, из них примерно половина — пенсионные средства)***.

Развитие розничного инвестирования. До 1998 г. розничное инвестирование в акции фактически отсутствовало. Вложения в этот сегмент фондового рынка осуществляла узкая группа предпринимателей, работая с портфелями размером в 0.05–1.0 млн. долл.

С введением в 1999–2000 гг. в Москве налоговых льгот для населения по доходам от сделок с ценными бумагами, созданием розничных фондовых центров, развитием интернет-технологий инвестирования и кредитования под залог ценных бумаг (маржинальное кредитование),

* Эксперт, 2001, 16 июля 2001, № 27 (287). С. 33.

** Данные статистических приложений (балансы денежных доходов и расходов населения) к годовым отчетам Банка России за 1995, 1997–2000 гг.

*** Основные направления единой государственной денежно-кредитной политики на 2001 год (Банк России, www.cbr.ru).

впервые массовые операции с акциями начали совершать розничные инвесторы, относящиеся к среднему классу, осуществляя вложения в пределах 5–15 тыс. долл. Динамика развития этих операций характеризовалась выше (см. табл. 1.25). Как уже указывалось, число розничных инвесторов в Москве увеличилось за период со II квартала 1999 г. по I квартал 2001 г. в 4.8 раза, объем их операций вырос в 15.9 раз, что сопоставимо с ростом оборотов ММВБ (прежде всего, за счет акций РАО ЕЭС) в 9.9 раз. Связь ММВБ, акций РАО ЕЭС и быстрого роста операций московской розницы прослеживается.

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

Ограниченность ресурсов институциональных инвесторов. Перестали существовать как отрасль чековые инвестиционные фонды (в середине 90-х годов их было более 500). Вложения коммерческих банков в акции, сделанные с целью инвестирования на открытом рынке, в начале 2002 г. не превысили 1.1 млрд. долл.* Совокупные активы, в которые инвестировали средства 347 пенсионных фондов, составляют 614 млн. долл.** Незначительны совокупные активы 50 созданных паевых инвестиционных фондов***. По оценке на 29 июня 2001 г. их чистые активы составляли около 270 млн. долл.****

Отсутствие классов институциональных инвесторов. Речь идет не об инвестиционных или пенсионных фондах, более известных в России. По многим причинам (диверсификация собственности, привлечение средств и особенности психологии внутренних инвесторов, стимулирование труда) в российских условиях было бы важным создание *инвестиционных или, как их обычно называют, компенсационных планов внутри предприятий*, в рамках внутрифирменных отношений.

В частности, это могут быть *пенсионные планы* предприятий, за счет средств которых могут осуществляться вложения в собственные акции, *планы формирования собственности* персонала на акции компании (на основе создания внутрифирменного финансового фонда на эти цели — аналог ESOP), *планы бонусов, выплачиваемых акциями*, и *оп-*

* Данные Бюллетеня банковской статистики (2002 г.), выпускаемого Банком России.

** Данные Министерства труда и социального развития РФ на 1 октября 2000 г.

*** Данные ФКЦБ на февраль 2001 г.

**** Рынок ценных бумаг, 2001, № 16 (199). С. 67.

ционные планы, в которых менеджер получает экономическую выгоду в том случае, если курсовая стоимость акций поднимется, **планы компенсации фантомными акциями** (реально акции в собственность не переходят, но «владельцу» выплачиваются суммы, равные дивидендам и росту курсовой стоимости закрепленных за ним акций).

Все эти формы инвестиций, которые еще предстоит создать в России, возможны только при разносторонней системе налоговых льгот. В России как стране контрольных пакетов лишь очень серьезные налоговые льготы могут создать стимулы для собственников предприятий к развитию планов участия своих работников и менеджеров в акционерных капиталах.

Специфика инвесторов в РТС. РТС является рынком акций, рассчитанным по своей архитектуре преимущественно на иностранных инвесторов (более 65% рынка до кризиса 1998 г.), подавляющее большинство которых продолжают оставаться спекулятивными. Более 90% денежных расчетов в РТС проходит по счетам за рубежом, в долларах США, со свободным движением капиталов (неконтролируемое, в короткие сроки движение «горячих» денег). Денежные средства, формируемые приростом капитализации компаний по акциям, обрастающим в РТС, не пересекают границы России.

РТС — исключительно оптовый рынок, средняя величина сделок не позволяет работать в РТС розничным инвесторам (в 2000–2001 гг. она составила 65–80 тыс. долл.).

При среднесуточном объеме сделок 23 млн. долл. в 2000 г. и 15.3 млн. долл. в 2001 г. (данные РТС) даже небольшие блоки акций (2–3 млн. долл.) способны полностью дестабилизировать рынок и вызвать его масштабные колебания (реализацию рыночного риска). Именно через РТС в 1997–1998 гг. приходили возмущающие колебания на рынок ГКО-ОФЗ (октябрь 1997 г., май-июнь 1998 г.), когда вывод средств иностранными инвесторами начинался, прежде всего, с рынка РТС, а затем продолжался продажами на рынке ГКО-ОФЗ (35% этого рынка принадлежало иностранным инвесторам) с последующим выбросом рублей на рынок иностранной валюты и давлением на валютный курс рубля.

Архитектура РТС, акцент ее деятельности на спекулятивных иностранных инвесторов остались в основных своих чертах неизменными после кризиса 1998 г., что, как и в 90-е годы, создает масштабный рыночный риск.

Краткосрочный спекулятивный характер российского рынка акций, при крайне сильной зависимости от «горячих» денег иностранных инвесторов. Как указывалось выше, летом 1998 г. доля нерезидентов на организованном рынке акций составляла более 65%, на биржевом рынке государственных ценных бумаг — примерно 35%. В РТС денежные расчеты по акциям до и после кризиса, по оценке, на 95% соверша-

ются в долларах США по банковским счетам за рубежом, что создает основу для стремительного движения «горячих» денег. По оценке, существует устойчивая группа из нескольких десятков иностранных профессиональных инвесторов, которые до и после кризиса занимают доминирующую роль на российском рынке акций.

В этой связи конъюнктура рынка в 90-е годы XX в. в значительной части зависела от «прихода» или «ухода» иностранных инвесторов на рынок. Именно потоки «горячих денег» нерезидентов определяли объем совершенных сделок с акциями и курсовую динамику. «Рост цен акций... может быть вызван практически единственной причиной — приходом на российский рынок иностранных инвесторов»*. В момент кризиса 1998 г.: «Рынок акций продолжает стремительно терять ликвидность из-за ухода с него последних нерезидентов»**. В начале 2001 г.: «Чем меньше надежда на приход иностранного капитала, тем ниже цена отечественных акций. Вероятность прихода западных инвестиций сейчас мала... поэтому при лучших за последние годы экономических показателях в нашей стране... цены на акции в конце 2000 г. были примерно в два раза ниже, чем в начале»***.

Возможны *исторические аналогии*. Как писал И.И. Левин в 1916 г., «в 90-х годах валюта колебалась. Денежный рынок был в полной зависимости от Западной Европы. Весь подъем совершался на иностранные капиталы. Немудрено, что Петроградская биржа была тихим подголоском западноевропейских бирж, в частности берлинской, и не имела самостоятельного значения»****.

Количественная зависимость конъюнктуры внутренних рынков от динамики инвестиций нерезидентов будет показана ниже в разд. 1.6.

Рассмотренные в настоящем разделе асимметрии, каждая в отдельности и все вместе, *формируют огромный рыночный риск, лежащий на российском рынке ценных бумаг*. Олигополия, небольшой объем, отсутствие массового спроса и предложения, сверхконцентрации, прозрачность рынка для потоков «горячих» денег, спекулятивная ориентация иностранных инвесторов, которые доминируют на рынке, зависимость внутреннего рынка от внешних рынков депозитарных расписок — все это создает крайне неустойчивую, даже в физическом смысле, систему, основу очень высокой ее волатильности.

* Баранов А. Центр экономического анализа агентства Интерфакс. Советы частному инвестору // Интерфакс-АиФ, 1997, №48.

** Финансовая Россия, 1998, 27 августа.

*** Рябицкий Е. Поднимут ли фондовый рынок простые рецепты // Российская газета, 2001, 6 февраля (www.rg.ru/business/rinky/236.shtml).

**** Левин И.И. Рост Петроградской фондовой биржи // Банковская энциклопедия / Под ред. проф. Л.Н. Яснопольского. — Киев: Изд-во Банковой Энциклопедии, 1913. С. 233.

1.6 Внешние факторы, воздействующие на рынок ценных бумаг

*Что зыблет ясной ночью луч?
Что тонкий пламень в твердь разит?
Как молния без грозных туч
Стремится от земли в зенит?
Как может быть, чтоб мерзлый пар
Среди зимы рождal пожар?*

Михаил Ломоносов

*Вечернее размышление о Божием величестве
при случае Великого северного сияния (1743)*

Попытки прогнозировать динамику рынка ценных бумаг даже в краткосрочном плане связаны со значительными трудностями. Исследователи прогнозировали финансовый кризис в России в 1998 г., но никто не ожидал таких масштабов потерь, никто не предсказывал рост российской экономики в 1999–2000 гг., никто не ожидал стремительного взлета цен на нефть в 1999–2000 гг. и т.п. «Выслушай аналитика, сделай наоборот» — один из наиболее эффективных принципов инвестирования. Жизнь непредсказуема, она ломает тенденции. Вместе с тем ряд факторов, внешних по отношению к российскому фондовому рынку, имеет фундаментальный характер, предопределяет его конъюнктуру на долгое время.

В рамках данного раздела будут рассмотрены следующие фундаментальные факторы, воздействующие на российский рынок ценных бумаг:

- влияние длительных циклов, в рамках которых функционируют мировые финансовые рынки,
- воздействие цен на нефть,
- влияние рынков-лидеров и взаимозависимость формирующихся рынков;
- конкуренция национальных рынков и уход торговой активности на западные фондовые рынки.

Воздействие длительных циклов в экономике

Многие годы ведутся дискуссии по поводу того, как и за какое время рынок акций, как барометр, предсказывает падение производства, доходов или, наоборот, экономический рост в макроэкономике. В настоящем исследовании нас интересует обратный вопрос: каково влияние длительных и коротких циклов, переживаемых экономикой, на фондовый рынок*? Действительно ли и в долгосрочном, и в краткосрочном планах положительная динамика (как и, вообще, позитивное развитие) рынков ценных бумаг невозможны вне растущей экономики?

Предмет дискуссий, несмотря на кажущуюся очевидность ответов, вытекающих из общего порядка вещей, не так уж прост, если вспомнить рапорты об успехах в развитии рынков ценных бумаг (прежде всего, *emerging markets – формирующихся рынков*), которыми пестрели финансовая (в том числе российская) пресса и отчеты международных и правительственных (в том числе российских) организаций в конце 80–90-х годов**.

Главный акцент делался на *роли финансового сектора*, в том числе рынков ценных бумаг, в экономическом развитии (что верно, но недостаточно). В самом финансовом мышлении утверждалось ощущение опережающего, стремительного развития финансовых рынков, подталкивающего рост производства. По расчетам Б.Б. Рубцова, показатель «Капитализация мирового рынка акций/мировой ВВП» изменился с 1980 по 1998 гг. с 23 до 91%***. И в то же самое время в хозяйствах индустриальных и развивающихся стран медленно гото-

* Дальнейшие оценки основываются на данных сервера «Global Financial Data» (<http://www.globalfindata.com>) в Интернете, который содержит длинные (за несколько столетий) временные ряды финансовых показателей по крупнейшим странам (конъюнктура фондовых рынков, инфляция, валютные курсы и т.д.), заимствованные из официальных публикаций и академических источников. Для анализа за 1800–1949 гг. используются текущие, недефлированные цены акций на рынках Великобритании, Германии, США. Исследование тенденций в 1899–1995 гг. основывается на дефлированных автором рядах динамики цен на рынках акций 15 развитых стран.

** См., например, Levine R., Loyaza N., Beck T. Financial Intermediation and Growth: Causality and Causes. – Wash.: World Bank, Policy Research Working Paper 2059, 1999. 22 p.

*** Б. Рубцов в книге «Мировые фондовые рынки: современное состояние и закономерности развития» (Финансовая академия при Правительстве РФ, 2000. С. 30) отмечает, что показатель «Капитализация рынка акций/ВВП», изменился с 1975 по 1998 гг.: по США – с 48 до 152%, по Великобритании – с 37 до 170%, по Франции – с 10 до 69%, по Японии – с 28 до 66%, по Германии – с 12 до 51%.

вился очередной экономической поворот, приведший к финансовым кризисам конца 90-х годов.

В 1995–1997 гг., в период продолжения экономического кризиса в России и одновременно бума на рынке российских ценных бумаг, этот рынок неоднократно объявлялся «лучшим в мире по итогам года», «наиболее быстро растущим», «очень перспективным», хотя экономическая обстановка в стране была крайне тяжелой, прибыли и инвестиции падали. Как следствие, в конце 1997 – середине 1998 гг. спекулятивный бум закончился крахом рынка, который оказался тяжелее и продолжительнее фондовых кризисов в тех странах, в которых кризисы 1997–1998 гг. происходили на фоне развития экономики. (Примеры публикаций и оптимистических ожиданий, которыми была полна финансовая пресса, приведены в разд. 1.3.)

В этой связи возникает вопрос, не только теоретический, но и имеющий прямое отношение к будущему российского фондового рынка – о влиянии долго- и краткосрочных экономических циклов на движение рынков ценных бумаг. И соответственно, о той политике, которой должно придерживаться российское государство для того, чтобы в числе других экономических целей содействовать восстановлению отечественного рынка ценных бумаг.

Век XIX. Сравнение кондратьевских волн, датировка которых в XIX в. является признанной, с конъюнктурой рынков ценных бумаг дает следующее. В середине 40-х годов и в начале 90-х годов XIX в., на которые, по традиционной оценке, приходятся минимумы первой и второй кондратьевских волн, рынки акций США и Великобритании испытывали серьезные потрясения (табл. 1.66). Более точное исследование требует серьезного анализа.

Таблица 1.66

Падения рынков ценных бумаг и минимумы кондратьевских волн в XIX в.*

Годы	Динамика дефлированных цен на акции	
	США	Великобритания
1842	На 48% ниже максимума 1800–1842 гг., достигнутого в 1835 г.	На 64% ниже максимума 1800–1842 гг., достигнутого в 1824 г.
1890 — Великобритания, 1894 — США	На 29% ниже максимума 1840–1894 гг., достигнутого в 1881 г.	На 24% ниже максимума 1840–1890 гг., достигнутого в 1873 г.

* Оценка по данным длинных временных рядов, опубликованным в Интернете на сервере Global Financial Data (www.globalfindata.com).

Более точная идентификация движения рынков акций с волнами Н. Кондратьева или С. Кузнеца (18-летние колебания) требует дополнительных исследований. Вместе с тем имеющиеся в нашем распоряжении серии показателей и их графическое представление (см. рис. 1.3 и 1.4) дают возможность положительно ответить на вопрос о наличии длительных циклов на рынке ценных бумаг. И колебания рынка акций США в 1800–1949 гг., и динамика рынка акций Великобритании в том же периоде указывают на длинные волны, которые могут быть интерпретированы в соответствии с этапами экономического развития той или иной страны.

«Плоские» волны первой половины XIX в. в США (рис. 1.3) соответствуют более замедленному экономическому развитию страны, характерному для этого периода. На период гражданской войны 60-х годов XIX в. приходится резкий спад в динамике рынка акций (1857–1861 гг. – минимальные значения, относящиеся к периоду 1800–1949 гг.). Этап быстрого экономического роста, начавшийся в экономике США с 60-х годов XIX в., однозначно соответствует быстрому росту рынка акций, который приостановился в сложные 90-е годы XIX в.

Опережающее индустриальное развитие Великобритании, первенство в совершении промышленной революции проявилось в двух ярко выраженных длительных волнах в конъюнктуре рынка акций, возникших в течение XIX в. (рис. 1.4) и соответствующих двум волнам индустриализации, приходящимся на первую и вторую половину XIX в.

Этап быстрой индустриализации и высокого экономического роста Германии, начавшийся с 70-х годов XIX в., на рынке акций (график не приводится) проявился в росте их стоимости на конец 1900 г. на 64% в сравнении с 1869 г. (на конец 1911 г. – на 93%).

Длинные циклы в экономике и финансовые рынки в XX в. Анализ цикличности экономик крупнейших стран как фундаментального фактора движения рынков акций в последние 100 лет приведен в табл. 1.67. Синхронность колебаний рынков ценных бумаг, волновой характер их конъюнктуры и наличие длинных циклов в фондовой сфере, жесткая обусловленность движения рынков ценных бумаг циклами, в рамках которых – и в теснейшей взаимосвязи – развиваются рыночные экономики, постепенное усиление их взаимозависимости (глобализация рынков) – все эти явления хорошо прослеживаются с конца 90-х годов прошлого века на примере крупнейших индустриальных стран.

Табл. 1.67 содержит дефлированные данные по странам, информация по которым собрана в Интернете на сервере Global Financial Data начиная с 1899–1919 гг. (www.globalfindata.com). Цветом выделены квадранты, отражающие динамику рынка акций, совпадающую

Рисунок 1.3

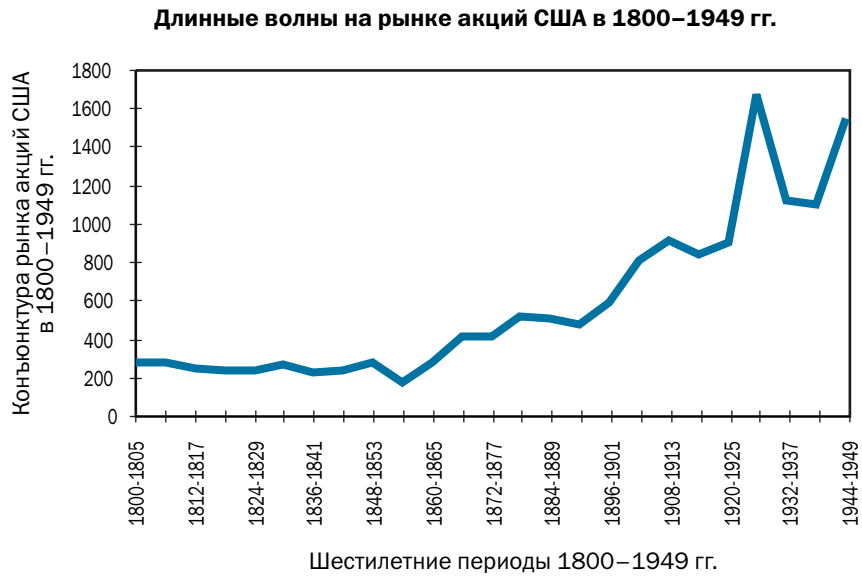


Рисунок 1.4

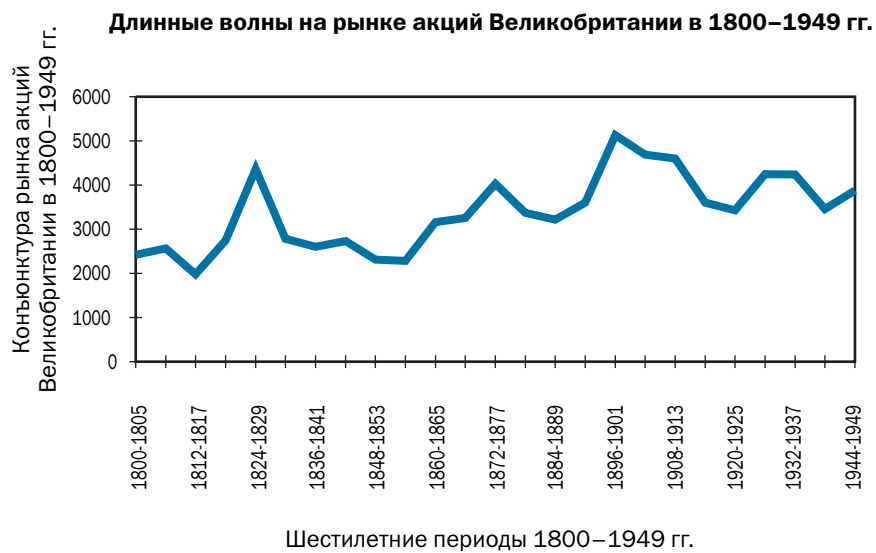


Таблица 1.67

Сопоставление длительных волн в рыночных экономиках и динамики рынков ценных бумаг в XX в.

Рост (↑) или падение (↓) рынка акций по отношению к концу соответствующего периода											
Страны	Предвоенный эконом. подъем	Война и спад после войны	Эконом. подъем 20-х годов	Кризис 30-х годов, война и послевойенный спад	Экономический подъем 50–60-х годов	Стагнация 70-х годов	Экономический подъем 80–90-х годов				
1909/1899 1919/1909 1929/1919 1939/1929 1949/1939 1959/1949 1969/1959 1979/1969 1989/1979 1995/1989											
Англосаксонские страны											
США	↑	↓	↑	↓	↑	↓	↑	↓	↑	↓	↑
Великобритания	↓	↓	↑	↓	↑	↓	↑	↓	↑	↓	↑
Канада	н/д	н/д	↑	↓	↑	↓	↑	↓	↑	↓	↑
Австралия	↑	↓	↑	↓	↑	↓	↑	↓	↑	↓	↑
Крупные индустриальные страны, не относящиеся к англосаксонской группе											
Япония	н/д	н/д	↓	↑	↓	↑	↓	↑	↓	↑	↓
Германия	↓	↑	↑	↓	↑	↓	↑	↓	↑	↓	↑
Франция	↑	↓	↑	↓	↑	↓	↑	↓	↑	↓	↑
Италия	н/д	↓	↓	↑	↓	↑	↓	↑	↓	↑	↓
Испания	↑	↓	↑	↓	↑	↓	↑	↓	↑	↓	↑
Небольшие индустриальные страны Европы											
Бельгия	н/д	н/д	↑	↓	↑	↓	↑	↓	↑	↓	↑
Дания	н/д	н/д	↓	↓	↑	↓	↑	↓	↑	↓	↑
Нидерланды	н/д	н/д	↓	↓	↑	↓	↑	↓	↑	↓	↑
Норвегия	н/д	н/д	↓	↑	↓	↑	↓	↑	↓	↑	↓
Швеция	н/д	н/д	↑	↓	↑	↓	↑	↓	↑	↓	↑
Швейцария	н/д	↓	↑	↓	↑	↓	↑	↓	↑	↓	↑

с динамикой рынка акций США. Таблица основана на дефлированных (скорректированных по уровню инфляции) показателях (фондовых индексах) динамики рынков акций индустриальных стран с рыночной экономикой за 1899–1995 гг. (на конец года). Соответственно, корректировка по уровню инфляции дает возможность анализировать сопоставимую, «истинную» динамику фондовых индексов (высокая инфляция «завышает» рост курсов акций и, наоборот, «занижает» реальные размеры падения их курсов; соответственно, дефляция «занижает» рост курсов акций и «завышает» величину их падения).

Эта таблица демонстрирует тесную связь и обусловленность динамики фондовых рынков с длительными волнами в экономике, возникавшими в XX в.

- **Первая волна** – наблюдаемый с конца XIX в. (примерно с середины 90-х годов) экономический подъем, продолжавшийся до 1914–1916 гг., сменившийся послевоенным спадом в 1917–1921 гг. **Рынки акций повторяли это волнообразное движение:** 2/3 наблюдаемых рынков акций испытывали рост в период подъема и 100% рынков находились в падении в послевоенный период.
- **Вторая волна** – экономический подъем 20-х годов с последующим кризисом 30-х годов, военной экономикой и послевоенным спадом 40-х годов. **Рынки акций вновь повторили волнообразное движение:** 2/3 рынков акций имели повышательную конъюнктуру в период роста и 87% рынков имели отрицательную динамику при нисходящем движении экономики.
- **Третья волна** – рост индустриальных экономик в 50–60-е гг. с последующими экономическими трудностями 70-х годов. **Рынки акций в своем движении последовали за волной:** 94% наблюдаемых рынков акций испытали рост в 50-е годы и 60% рынков – в 60-е годы при том, что 94% рынков акций характеризовались падением в 70-е годы.
- **Четвертая (незаконченная?) волна** – повышательное экономическое движение в 80-е – до середины 90-х годов, сменившееся кризисами конца 90-х годов (пройденная или приближающаяся точка поворота?). Рынки акций также демонстрировали волновое движение: к середине 90-х годов 66% наблюдаемых рынков акций находились на подъеме вслед за ростом лежащих в их основе экономик.

Таким образом, табл. 1.67 демонстрирует:

- наличие длинных (в несколько десятилетий) волн в динамике рынков ценных бумаг;

- сильную обусловленность длинных циклов в движении рынков ценных бумаг длительными (в несколько десятилетий) волнами, в рамках которых развиваются рыночные экономики;
- высокую степень синхронности колебаний рынков ценных бумаг различных стран, усиление взаимозависимости (глобализацию) рынков в течение последних 100 лет. В 1899–1949 гг. рынки совершали синхронные колебания в 76% из 59 наблюдений (в качестве основы для сравнения рынков был выбран рынок акций США, наблюдения охватывают 15 стран на 5 дат, при этом в 16 случаях данные отсутствовали). Синхронность колебаний рынков акций в 1949–1995 гг. характеризуется тем, что в 83% из 75 наблюдений (15 стран на пять дат) движение рынков имело одинаковое (совместный рост или совместное падение) направление;
- возможность того, что в первом десятилетии XXI в. осуществится масштабное понижательное движение экономик и, как следствие, рынков ценных бумаг (завершение четвертой волны), которое затронет основную часть индустриального мира*.

Таким образом, данные показывают, что в долгосрочном плане положительная динамика (как и, вообще, позитивное развитие) рынков ценных бумаг невозможна вне растущей экономики. Динамика фондовых рынков производна от долгосрочных экономических циклов.

Следствия для России, вытекающие из анализа:

- с высокой степенью вероятности движение рынка ценных бумаг в России (и российской экономики в целом, в той мере, в какой на нее не воздействуют внутренние факторы) будет определяться длительными экономическими волнами, в которых существуют мировые рынки ценных бумаг и которые отражают длинные волны в развитии мировой экономики;
- в этой связи важнейшее значение имеет то, что текущая длинная волна, в том состоянии, в каком она подошла к концу 90-х годов, по оценке, может в ближайшее десятилетие иметь понижающийся склон (отрицательная финансовая и экономическая динамика), что создаст фундаментальный внешний фактор, постоянно, негативно и с определяющей силой воздействующий на состояние российского рынка ценных бумаг (например, через приток внешних инвестиций).

* Впервые этот прогноз дан автором в кн.: Миркин Я. Будущие 10 лет: экономические циклы определяют динамику фондового рынка // Рынок ценных бумаг, 2000, №3. С. 47–49.

Короткие экономические циклы. Не менее жестко, чем в длительных циклах, зависимость рынка акций от циклического развития экономики проявляется при текущих изменениях экономической конъюнктуры (которые накладываются на длительные циклы). Примеры такой зависимости дает рынок акций США (табл. 1.68).

Таблица 1.68

Взаимосвязь коротких экономических циклов и состояния рынка ценных бумаг

Кризисные периоды	Состояние рынка ценных бумаг (РЦБ)
1929–1941 гг. — Великая Депрессия и циклические колебания 30-х годов	Из 12 лет — падение РЦБ в течение 9 лет
1946 г. — падение производства, конверсия	1946 г. — падение РЦБ
1953 г. — падение производства	1953 г. — падение РЦБ
1974–1975 гг. — падение производства, нефтяной шок	1973–1974 гг. — падение РЦБ
1980 г. — падение производства, 1981 г. — восстановление	1981 г. — падение РЦБ
1983–1990 гг. — восемь лет экономического роста	1982–1989 гг. — восемь лет роста РЦБ
1990 г. — рецессия, 1991 г. — падение производства	1990 г. — падение РЦБ
1993 г. — замедление темпов роста в индустриальных странах, падение производства	1993 г. — падение РЦБ

Цены на нефть и акции

Стало общим местом отмечать зависимость российской экономики и финансового рынка страны от цен на нефть. В массовом экономическом сознании утвердилось убеждение, что резкое падение цен на нефть приведет к сокращению денежных потоков, поступающих в страну, к ухудшению финансовых результатов деятельности топливно-энергетического комплекса, составляющего основу российской экономики и роста доходов населения. И, как следствие, станет причиной нового финансового кризиса.

Между тем, этот тезис плохо подтвержден количественным анализом. Действительно ли существует жесткая количественная зависимость между ценами на нефть и стоимостью российских финансовых активов? Каким будет российское финансовое будущее, исходя из прогнозируемой динамики цен на нефть?

Высокая волатильность цен на нефть. История цены на нефть — пример чрезмерно высокой и постоянной по характеру волатильности в течение последних 30 лет. Находясь в *декабре 1970 г.* на уровне *1.8 долл.*

за баррель*, она выросла до **12.8 долл.** за баррель в **декабре 1974 г.** и **39.0 долл.** за баррель в **феврале 1981 г.** Затем последовал глубокий спад в цене на нефть до уровня **10.9 долл.** за баррель в **июле 1986 г.**, сменившийся новым подъемом до уровня **32.9 долл.** за баррель в **октябре 1990 г.**

В 1991–1993 гг. цена на нефть снова снизилась до **12.5 долл.** за баррель в **декабре 1993 г.**, затем достигла **23.2 долл.** за баррель в **декабре 1996 г.**, вновь плавно снизилась до **9.4 долл.** за баррель в **декабре 1998 г.** с тем, чтобы за год вырасти в 2.6 раза, будучи зафиксированной в **декабре 1999 г.** на уровне, превышающем **24 долл.** за баррель. В первой половине 2000 г. цена на нефть продолжила свой подъем.

Цена на газ фактически повторяет движение цены нефти. И нет оснований предполагать, что в будущем волатильность топливных рынков снизится.

Цены на нефть и мировые фондовые рынки. Анализ длинных временных рядов по мировым ценам на нефть и акции обычно не обнаруживает их непосредственной связи. Так, коэффициент корреляции между ценами на импортируемую нефть в США и фондовым индексом S&P 500, характеризующим динамику фондового рынка США**, за 1970–1999 гг. равен всего лишь 0.020. Движение фондового рынка США является доминантой для других рынков ценных бумаг, и, соответственно, слабое влияние цен на нефть — общее явление, прежде всего для фондовых рынков индустриальных стран.

Вместе с тем так происходит лишь в спокойные времена. Кризисы и политические потрясения в нефтедобывающих странах приводят к росту цен на нефть и обвалам на рынках акций. **Экстремальные цены на нефть**, наряду с политическими рисками, обнаруживают себя как **фундаментальные факторы**, понижающие курсовую стоимость активов на мировых финансовых рынках (табл. 1.69).

Эта таблица содержит данные за периоды наибольших скачков и экстремально высоких цен на нефть в 1970–1999 гг. Если учесть, что из **30 рассматриваемых значений** S&P 500 (1970–1999 гг.) только в **шести случаях** его значения на конец текущего года были ниже уровня предшествующего года, то тем важнее, что в **четыре**х из них (1973, 1974, 1981 и 1990 гг.), по всей видимости, это было **связано со взрывным ростом цен на рынке нефти.**

Цены на нефть и формирующиеся рынки стран, экспортирующих нефть. Кажется логичным, что формирующиеся фондовые рынки (emerging

* Здесь и далее используются текущие (недефлированные) цены Official Price of Saudi Light за 1970–1974 гг., Refiner Acquisition Cost of Imported Crude Oil за 1970–1999 гг. (в долларах), опубликованные Energy Information Administration, United States на официальном сайте www.eia.doe.gov в докладе World Oil Market and Oil Price Chronologies: 1970–1999.

** Временной ряд значений Standard & Poor's 500 за 1979–1999 гг. опубликован на сайте www.globalfindata.com.

Таблица 1.69

**Взаимосвязь цен на нефть и динамика рынков акций
(70–90-е годы)***

Периоды экстремального роста цен на нефть и спадов на фондовом рынке								
Арабо-израильская война (октябрь 1973), эмбарго арабских стран на поставки нефти в США (октябрь 1973 — март 1974)			Революция в Иране (1979), ирано-иракская война (осень 1980 — 1984)			Интервенция Ирака в Кувейт (1990), международная военная операция против Ирака (1990–1991)		
Годы	Цены на нефть (на конец года), %	S&P 500 (на конец года), %	Годы	Цены на нефть (на конец года), %	S&P 500 (на конец года), %	Годы	Цены на нефть (на конец года), %	S&P 500 (на конец года), %
1972	100	100	1978	100	100	1989	100	100
1973	209	83	1979	194	112	1990	127	93
1974	454	58	1980	238	141	1991	86	118
1975	597	76	1981	241	128			
			1982	220	146			

* С округлением до целых чисел.

markets) стран, экспортирующих нефть, должны в многократно большей степени, чем остальной мир, зависеть от ценовой конъюнктуры на нефть — испытывать подъем при росте цен на нефть (рост экспортной выручки, улучшение финансового состояния хозяйства, оздоровление бюджета, увеличение инвестиций, рост внутреннего спроса на отечественные ценные бумаги, расширение иностранных участия и т.д.). И наоборот, снижение цен на нефть должно ухудшать состояние формирующихся рынков стран — экспортеров нефти.

Тема нуждается в репрезентативном исследовании, хотя, например, данные по *Венесуэле* (нефть дает примерно 80% экспортных доходов, одну 1/3 ВВП)* показывают в 90-х годах *тесную зависимость динамики рынка акций от цен на нефть*, с *лагом* (отставанием цен на акции) примерно *в один год* (табл. 1.70). *Коэффициент корреляции* между ценами на нефть и акции с лагом в один год составляет *0.859* (очень высокое значение).

Цены на нефть и фондовый рынок России. По различным оценкам, *доля нефти, нефтепродуктов и газа* (товаров со сходной ценовой динамикой) в экспорте из России составляла в конце 90-х годов *около 40%*, в том числе сырой нефти — *15–17%* (вывозится около 60% добываемой *нефти*). Доля поступлений в консолидированный бюджет России, формируемых экспортом газа и нефти, — *около 30%***. Соответственно, такой масш-

* The World Factbook 1999 на сайте www.odci.gov/cia/publications.** По оценке заместителя руководителя Департамента стратегического развития Минтопэнерго РФ Л. Марфутова, опубликованной РосБизнесКонсалтингом 19 июня 2000 г. в Интернете (www.rbc.ru/freenews.arc/18.32).

Таблица 1.70

Взаимосвязь цен на нефть и динамики рынка акций Венесуэлы*

Период наблюдения											
1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999
Цены на нефть (на конец года), %											
100	142	181	122	120	88	112	125	165	115	67	174
Фондовый индекс IFCG Венесуэла (на конец года), %**											
100	684	983	563	504	367	251	581	716	345	289	

* С округлением до целых чисел.

** Использован индекс IFCG, рассчитываемый по Венесуэле (семейство индексов S&P/International Finance Corporation (Global), рассчитываемых в рамках Emerging Markets Data Base). Публикация в IFC Emerging Market Factbook 1999, а также на сайте www.spglobal.com.

таб зависимости экономики от нефтяной отрасли создает *реальные основания для влияния цен на нефть на конъюнктуру российских акций* (как и на бюджет, и на валютный курс, и на весь финансовый рынок страны).

И такое влияние, причем в очень сильной степени, действительно существует (табл. 1.71). Как следует из таблицы, даже во временных рядах, состоящих из месячных — очень волатильных — значений показателей, в 1995–2000 гг. *мировые цены на нефть с опережающим лагом в девять месяцев* в значительной мере определяли цены на российские акции*. Коэффициенты корреляции на всем протяжении временных рядов длиной *от 20 до 60 значений* (сентябрь 1995 г. — август 2000 г.) оставались *очень высокими*, демонстрируя *постоянство корреляции*, превышая большей частью величину *0.7* (сильная степень зависимости) и достигая *0.86* (степень влияния, близкая к функциональной зависимости).

Лаг в девять-двенадцать месяцев, возникавший в корреляционном анализе влияния цен на нефть на фондовые рынки (Россия, Венесуэла), нуждается в *дополнительном объяснении*. Возможно, он связан с форвардным механизмом установления цен на экспорт сырья, а также с периодом времени, который необходим, чтобы экономика, экспортирующая нефть, почувствовала — через денежные потоки, поступающие в страну, — позитивное (негативное) влияние роста (снижения) цен на нефть. Пока ясного понимания динамики природы расхождений во времени нет; это остается предметом дополнительных исследований.

Государственные ценные бумаги и цены на нефть. Анализ влияния цен на нефть на конъюнктуру рынка государственных ценных бумаг воз-

* Расчеты показывают, что при любых размерах лага (от 0 до восьми месяцев и свыше девяти месяцев) величина корреляции между ценами на нефть и динамикой курсов акций ослабевает.

Таблица 1.71

Корреляционная зависимость цен на российские акции от цен на нефть*

Переменные	20 месячных значений	30 месячных значений	40 месячных значений	50 месячных значений	60 месячных значений
Цены на нефть (на конец месяца), %	Декабрь 1994 – июль 1996	Декабрь 1994 – май 1997	Декабрь 1994 – март 1998	Декабрь 1994 – январь 1999	Декабрь 1994 – ноябрь 1999
Фондовый индекс РТС (на конец месяца), %	Сентябрь 1995 – апрель 1997	Сентябрь 1995 – февраль 1998	Сентябрь 1995 – декабрь 1998	Сентябрь 1995 – октябрь 1999	Сентябрь 1995 – август 2000
Коэффициент корреляции	= 0.649	= 0.862	= 0.815	= 0.763	= 0.705

* Цены на нефть на конец декабря 1994 г. = 100, фондовый индекс РТС на начало сентября 1995 г. = 100.

можен только на основании временных рядов показателей, заканчивающихся августом 1998 г. В 1994–1998 гг. существовала регулярная публичная статистика рынка ГКО-ОФЗ как ценных бумаг, составляющих основу государственных заимствований (публикации Банка России, ММВБ и других источников). После фактического разрушения рынка ГКО-ОФЗ в августе 1998 г., прекращения торгов этими фондовыми ценностями на длительное время подобное исследование стало невозможным.

Анализ временных рядов показывает, что существует ясно выраженная *зависимость* (табл. 1.72) *цен и доходности ГКО от конъюнктуры цен на нефть* (хотя она и несколько слабее тех связей, которые определяют совместное движение стоимости нефти и российских акций). *Коэффициенты корреляции* постоянно превышают значения -0.6^* .

* Автор выражает благодарность за идею использования индексов семейства ASP Андрею Кобзарю, который произвел расчеты общей взаимосвязи рынка ГКО и рынка акций в рукописи докторской диссертации «The Market for Russian High-Yield Government Debt: 1993–1998» в Университете Намюр, Бельгия. Индекс ASP GKO рассчитывался агентством «Скейт», являлся индексом доходности ГКО (отсюда – отрицательность коэффициента корреляции). Рост цен на нефть оказывает понижающее значение на доходность ГКО (отрицательная корреляция) и, соответственно, растут цены на ГКО. И наоборот, при понижении цен на нефть отрицательная корреляция проявляется в том, что доходность ГКО растет, а цены на ГКО падают. Временные ряды индекса ASP GKO были расположены в Интернете (www.skatefn.com).

При этом все измерения также указывают на существование *временного лага в девять месяцев*, как и на рынке акций, между моментами изменения цен на нефть и вызванными ими ценовыми движениями на рынке ГКО*.

Таблица 1.72

Корреляционная зависимость цен на ГКО от цен на нефть*

Переменные	20 месячных значений	30 месячных значений	36 месячных значений
Цены на нефть (на конец месяца), %	Декабрь 1994 – июль 1996	Декабрь 1994 – май 1997	Декабрь 1994 – ноябрь 1997
Индекс ASP GKO и фондовый индекс PTC (на конец месяца), %	Сентябрь 1995 – апрель 1997	Сентябрь 1995 – февраль 1998	Сентябрь 1995 – август 1998
Коэффициент корреляции цен на нефть с индексом ASP GKO	-0.654	-0.688	-0.614
Коэффициент корреляции цен на нефть с фондовым индексом PTC	+0.649	+0.862	+0.806

* Цены на нефть на конец декабря 1994 г. = 100, фондовый индекс PTC и индекс ASP GKO на начало сентября 1995 г. = 100.

Прогнозные выводы. Рынками будет неизменно поддерживаться *волатильность цен на нефть и газ*. Это как раз тот случай, когда при прогнозе можно и должно экстраполировать, автоматически продлевать тенденцию. «В течение последних 25 лет сопоставимые цены на нефть (в долл.; 1998 г.) колебались от 12.1 до 63.3 долл. за баррель. И в будущем можно ожидать хронически волатильного поведения цен на нефть, обусловленного непредсказуемыми политическими и экономическими факторами**».

Следовательно, *пока российский экспорт зависит от нефти* (а по всем прогнозам на ближайшие 20 лет это будет именно так), *фондовый рынок России будет столь же волатильным, как и цены на нефть*. При этом прогнозируется стабильность доли России и всего региона бывшего Советского Союза в мировом производстве нефти

* Расчеты показывают, что при любых размерах лага (от 0 до восьми месяцев и свыше девяти месяцев) величина корреляции между ценами на нефть и динамикой доходности и курсов ГКО ослабевает.

** International Energy Outlook 2000. – Energy Information Administration, U.S. Department of Energy, March 2000. P. 26.

(как и в 90-е годы, в 2020 г. — 8–10%)*. Высокой волатильностью будет характеризоваться как рынок акций, так и рынок государственных ценных бумаг, на конъюнктуру которого так же, как и на рынок акций (хотя и в более слабой степени), влияют цены на нефть.

При этом более сильная зависимость акций, чем ГКО, от цен на нефть, совпадение временных лагов, с которыми реагируют рынки акций и ГКО на движение рынка нефти, могут указывать на то, что именно российские акции, более чутко улавливая маятник цен на нефть, служат передаточным механизмом ценовых возмущений на ГКО. Это еще одно подтверждение рассмотренной выше роли акций в качестве передаточного механизма возмущений, возникающих на международных финансовых рынках, на внутренний рынок государственных ценных бумаг.

Будущая динамика цен на нефть. При всех вариантах, дающихся в разных источниках, будущие сопоставимые цены на нефть, без учета волатильности, в 2005 г. прогнозируются от 15 до 24 долл. 1998 г., в 2020 г. — от 15 до 30 долл. 1998 г. (с постепенным ростом на 0.4% в год)**. Соответственно, современными *прогнозами*, основывающимися на анализе долгосрочных изменений в спросе и предложении нефти, **не предполагается долговременная тенденция резкого роста/падения цен на нефть**, которая могла бы существенным образом улучшить/ухудшить финансовое положение России и, соответственно, конъюнктуру фондового рынка.

Вместе с тем нелишне напомнить, что никто, как показывает опыт, не может предсказать революционные изменения в технологиях. Известно только, что они обязательно будут. Еще в 1980 г. невозможно было представить тот качественный переворот в способах жизни людей, который произошел через 15–20 лет и был связан с появлением Интернета и других информационных технологий. Таким образом, кроме краткосрочной волатильности, **будущая цена на нефть будет изменяться под влиянием долгосрочных циклов**, основанных на технологических переворотах.

* International Energy Outlook 2000, Appendix D.; Материалы Энергетической стратегии России до 2020 г., опубликованные Институтом энергетических исследований РАН на сайте www.eriras.ru.

** International Energy Outlook 2000. P. 39.

Влияние рынков-лидеров и взаимозависимость формирующихся рынков

Зависимость от динамики рынка акций США. Рынок США доминирует по отношению не только к формирующимся рынкам, но и к рынкам ценных бумаг индустриальных стран (табл. 1.73). Хотя после десятилетия опережающего развития формирующихся рынков его доля в мировой капитализации рынков акций уменьшилась с 53.1% в 1980 г. до 41.9% в 1996 г. (что сохраняет доминантность), кризис 1997–1998 гг. вернул ситуацию к исходной – в 1998 г. доля рынка США в мире вновь возросла до 50.1%.

Таблица 1.73

Роль США в формировании мировых рынков ценных бумаг*

Показатели	1980	1996	1998
Доля США в капитализации рынков акций развитых стран, %	53.0	47.3	53.8
Доля США в капитализации рынков акций всего мира, %	53.1	41.9	50.1

* Данные на конец года, Emerging Markets Factbook 1994–1999.

Доминирующее влияние проявляется, прежде всего, в момент рыночных шоков. Негативная конъюнктура, возникшая на Нью-Йоркской фондовой бирже или в NASDAQ, немедленно распространяется на рынки других стран. И наоборот, быстрое повышение фондовых индексов в США вызывает повсеместный рост курсов ценных бумаг.

Например, в 1929 г. «крах рынка акций в Нью-Йорке был продолжен на фондовых рынках Европы... Падение на 32% цен на акции в Нью-Йорке (в декабре по отношению к средним ценам в сентябре)... было продолжено снижением цен на акции в Канаде на 33%... в Бельгии на 30%, а также вызвало эхо на других рынках, в том числе в Великобритании – на 16%, в Нидерландах – на 15%, в Германии – на 14%, во Франции – на 11%, в Швейцарии – на 10%, в Швеции – на 8%»*.

Рыночные шоки на рынке акций США являются доминирующими и во влиянии на капитализацию российского рынка акций, передавая возмущения с рынка акций США на внутренний фондовый рынок России. Примером такой взаимосвязи является 2000 г., *когда коэффициент корреляции между указанными рынками достиг 0.945* (в

* Kindleberger Charles P. A Financial History of Western Europe. – New York: Oxford University Press, 1993. P. 359.

1999–2000 гг. коэффициент взаимосвязи рынков был равен 0.895)*. Фактически это функциональная зависимость капитализации рынка акций России от динамики рыночной стоимости акций на фондовом рынке США.

Совпадение с динамикой латиноамериканских рынков. На длинных динамических рядах российский рынок акций обнаруживает значительные совпадения с динамикой капитализации рынков Латинской Америки и Мексики (табл. 1.74).

Таблица 1.74

Связь динамики рынков ценных бумаг России и стран Латинской Америки*

Коэффициенты корреляции между фондовыми индексами России и других формирующихся рынков (декабрь 1995—декабрь 2000)

Бразилия	Венесуэла	Аргентина	Перу	Чили	Мексика
0.9017	0.892	0.7301	0.575	0.530	0.508

* Расчеты сделаны за 2000 г. по месячным (январь–декабрь) значениям семейства индексов MSCI, рассчитанным для России и соответствующих стран за 1995–2000 гг. и опубликованным в Интернете на сайте MSCI.

Соответственно, наиболее **сильная корреляция** наблюдается при **сравнении динамики фондовых рынков России и Бразилии**. Выше (разд. 1.2) уже указывалось на значительные совпадения экономических показателей этих стран и на склонность инвесторов рассматривать Россию и Бразилию как схожие объекты инвестирования средств в акции.

Взаимосвязь между указанными рынками проявилась и в период финансового кризиса в России в августе 1998 г. Немедленно за его наступлением иностранные инвесторы начали массовую ликвидацию портфельных инвестиций на рынке Бразилии, превращая их в долларовую наличность. Масштабное бегство капитала привело к острому финансовому кризису (крах рынка акций, девальвация национальной валюты, обесценение вслед за российскими бразильских облигаций на внешних рынках, падение золотовалютных резервов и т.п.). Одним из предполагаемых каналов взаимосвязи были операции германских банков, которые вслед за потерями в России закрывали свои позиции в Бразилии, восстанавливая ликвидность**.

* Расчеты сделаны за 2000 г. по месячным (январь–декабрь) значениям семейства индексов Morgan Stanley Capital International, рассчитанным для России и США, за 1999–2000 гг. — по месячным значениям указанных индексов (www.msci.com).

** Baig T., Goldfain I. The Russian Default and the Contagion to Brazil. — Wash.: International Monetary Fund, Working Paper WP/00/160, October 2000. 48 p.

Резкое усиление связи с российским рынком в кризисном 1998 г. показали и *другие рынки Латинской Америки* (ср. табл. 1.74 и 1.75). Корреляция рынков имеет значительно более высокие значения в периоды кризиса, чем при стабильной ценовой конъюнктуре на фондовых рынках.

Таблица 1.75

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

Показатели	Бразилия	Вене-суэла	Арген-тина	Перу	Чили	Мексика
Кoeffициенты корреляции между фондовыми индексами России и других формирующихся рынков (январь 1998 — декабрь 1998)	0.956	0.934	0.917	0.851	0.939	0.947
Для справки: коэффициенты корреляции, рассчитанные в табл. 1.74	0.9017	0.892	0.7301	0.575	0.530	0.508

* Расчеты сделаны по месячным (январь-декабрь) значениям семейства индексов MSCI, рассчитанным для России и соответствующих стран за 1995–2000 гг. и опубликованным в Интернете на сайте MSCI.

Воздействие азиатских и других формирующихся рынков в моменты рыночных шоков. Выше уже указывалось (см. разд. 1.3) на примере Индонезии и России, что рынки, мало связанные друг с другом или даже имеющие противоположную ценовую динамику, способны к масштабным воздействиям друг на друга в период рыночных шоков, демонстрируя цепную реакцию ухода инвесторов со всего пространства формирующихся рынков.

Так, конъюнктура российского рынка акций обнаруживает в обычных условиях мало связей с формирующимися рынками Азии и Европы (табл. 1.76–1.77, строки с данными за 1995–2000 гг.). Ценовая конъюнктура рынков формируется асинхронно.

Вместе с тем, очевидно, что в условиях повышенной волатильности в 1998 г., когда отдельные формирующиеся рынки испытывали рыночные шоки, риски и бегство капитала немедленно переносились международными инвесторами на другие рынки. В кризисный 1998 г. российский рынок оказался связан фактически функциональной зависимостью (строки с данными за 1998 г.) с большинством рынков, динамика которых обычно автономна от него.

Таблица 1.76

Связь динамики рынков ценных бумаг России и стран Азии*

Коэффициенты корреляции между фондовыми индексами

	Индонезия	Малайзия	Таиланд	Сингапур	Филиппины	Индия	Пакистан	Тайвань	Корея
Россия: 1995–2000 (декабрь 1995 — декабрь 2000)	0.180	0.165	-0.189	0.031	-0.020	0.345	0.5205	0.690	-0.188
Россия: 1998 (январь 1998 — декабрь 1998)	0.718	0.940	0.735	0.737	0.580	0.934	0.899	0.885	0.082

* Расчеты сделаны по месячным (январь-декабрь) значениям семейства индексов MSCI, рассчитанным для России и соответствующих стран за 1995–2000 гг. и опубликованным на сайте MSCI в Интернете.

Таблица 1.77

Связь динамики формирующихся рынков ценных бумаг России и стран Европы*

Коэффициенты корреляции между фондовыми индексами

	Польша	Венгрия	Чехия	Турция
Россия: 1995–2000 (декабрь 1995 – декабрь 2000)	0.435	0.369	0.163	0.354
Россия: 1998 (январь 1998 – декабрь 1998)	0.813	0.775	0.491	0.850

* Расчеты сделаны по месячным (январь-декабрь) значениям семейства индексов MSCI, рассчитанным для России и соответствующих стран за 1995–2000 гг. и опубликованным на сайте MSCI в Интернете.

Конкуренция национальных рынков

Анализ объемов российского рынка ценных бумаг (разд. 1.2) показал, что он находится на 27–32-й позициях среди других рынков при их сравнении по критериям объема обращения и рыночной стоимости ценных бумаг. При этом потенциал российского фондового рынка с точки зрения размеров экономики, которую он обслуживает, оцененности финансовых активов значительно выше в сравнении с показателями конца 90-х годов и 2000–2001 гг.

В этой связи была поставлена проблема конкуренции национальных рынков ценных бумаг за инвестиции: в частности, России

против стран Центральной и Восточной Европы, России в сопоставлении с фондовыми рынками Китая и Бразилии. Конкуренентность и, соответственно, неравномерность развития фондовых рынков демонстрирует табл. 1.78, в которой обобщены данные по наиболее **крупным национальным рынкам акций**.

В частности, анализ табл. 1.78 показывает следующее:

- крайнюю **неравномерность развития, жесткость конкуренции, нестабильность долей рынков**, занимаемых теми или иными странами. Даже среди рынков акций индустриальных стран, являющихся наиболее стабильными, ежегодная разница в темпах составляет десятки, а на протяжении десятилетия – сотни процентов;
- крайнюю **нестабильность фондовых рынков**, связанную с их конкуренцией между собой, с перераспределением потоков инвестиций от рынка к рынку. Ежегодные перепады величины капитализации составляют для развитых рынков десятки процентов, для формирующихся рынков – десятки, сотни и даже тысячи процентов;
- **долгосрочные тенденции**, имеющие 10–13-летнее измерение. Так, в течение этого времени наиболее быстро увеличивали свою рыночную нишу развитые рынки акций Франции, Испании, Гонконга, формирующиеся рынки Индонезии, Китая, Турции, Мексики. В ряде стран стабильно наблюдались темпы развития рынков акций, опережающие средние, что обеспечивало им устойчивый рост рыночных ниш среди развитых (Швейцария, Германия, США) или формирующихся (Бразилия, Индия) рынков;
- и наоборот, в рамках долгосрочных тенденций **ряд рынков** в 1987 – конце 90-х годов **утрачивал свои позиции**, сокращались относительно других рынков их доли в совокупном объеме привлекаемых инвестиционных ресурсов (Япония, Канада, Тайвань, Южная Корея, а в последние годы – Малайзия)
- **ускоренное развитие «пустых» небольших рынков** (например, Китай, Индонезия), если это подкрепляется ростом национальной экономики, молодых агрессивных финансовых площадок, проводящих жесткую конкурентную политику, а также рынков, на которых концентрируется внимание инвесторов (азиатские рынки в 1987–1996, 1999 гг.);
- **краткосрочные эффекты** – например, взрывной рост объема капитализации в Испании и Гонконге (1993 г.), в Турции (1999 г.), колебания рынка в Малайзии в 1993–1997 гг., быстрое увеличе-

Таблица 1.78

Конкурентность развития национальных рынков акций*

Страны	Динамика капитализации биржевых фондовых рынков (1987 = 100%), %									
	1987	1989	1991	1993	1995	1996	1997	1998	1999	2000
Развитые фондовые рынки										
Всего, в том числе	100	146.3	139.1	164.4	211.4	241.5	284.2	340.7	н/д	н/д
Рынки, быстро увеличившие свою рыночную нишу										
Гонконг	100	143.2	225.5	712.0	561.1	830.8	763.4	634.2	1124.3	1154.4
Франция	100	212.1	202.4	265.1	303.5	343.6	392.0	576.3	879.4	841.0
Испания	100	172.9	207.7	167.1	277.8	341.1	407.9	564.9	609.8	708.2
Рынки, постепенно увеличивающие свою рыночную нишу										
Швейцария	100	133.0	135.3	211.4	337.4	312.8	447.7	536.3	529.8	616.6
Германия	100	171.4	184.6	217.4	270.8	314.8	387.3	513.4	676.6	595.9
США	100	135.4	157.9	198.4	264.9	327.7	436.8	519.6	578.2	578.1
Рынки, имеющие устойчивую рыночную нишу, с темпами роста, соответствующими средним										
Великобритания	100	121.4	145.1	169.4	206.8	255.6	293.2	348.7	411.6	378.6
Рынки, теряющие рыночную нишу										
Канада	100	133.1	122.0	149.2	167.4	222.2	259.4	248.3	360.7	351.9
Япония	100	156.7	111.7	107.0	130.8	110.2	79.1	89.1	162.7	115.3

Таблица 1.78 (окончание)

Конкурентность развития национальных рынков акций*										
Страны	Динамика капитализации биржевых фондовых рынков (1987 = 100%), %									
	1987	1989	1991	1993	1995	1996	1997	1998	1999	2000
Формирующиеся фондовые рынки										
Всего, в том числе	100	224.6	259.8	493.5	582.3	711.6	672.1	582.9	н/д	н/д
Рынки, быстро увеличившие свою рыночную нишу										
Индонезия	100	3308.8	10029.4	48455.9	97919.1	133847	42801.0	32500.0	94176.5	39426
Китай	—	—	100	2000.0	2073.7	5609.2	10175.0	10100.0	13620.9	н/д
Турция	100	210.6	487.5	1164.0	644.9	932.3	1896.0	1044.4	3521.3	2163.3
Мексика	100	269.0	1173.0	2397.4	1083.2	1272.9	1870.8	1096.0	1839.9	1496.0
Рынки, постепенно увеличивающие свою рыночную нишу										
Бразилия	100	262.5	253.0	588.2	873.3	1284.0	1511.8	952.0	1348.8	н/д
Индия	100	160.0	279.6	574.4	745.6	718.8	753.2	616.2	1143.7	н/д
Рынки, утрачивающие рыночную нишу (среди формирующихся рынков)										
Малайзия	100	215.0	316.8	1190.8	1203.7	1657.7	505.9	532.6	755.5	611.0
Тайвань	100	487.6	257.0	401.6	385.2	562.6	592.2	535.0	774.2	509.2
Южная Корея	100	428.3	293.0	423.7	553.2	421.9	127.2	348.0	930.1	451.0
Всего мировые фондовые рынки	100	149.6	144.2	178.3	227.1	260.7	300.6	260.7	н/д	н/д

* Emerging Stock Markets Factbooks (1997, 1999), Wash.: International Finance Corporation, 1997–1999. Данные за 1999–2000 гг. получены по данным FIBV (по тем странам, по которым данные баз S&Pooг’s/IFC и FIBV совпадают). Оценка по США за 1999–2000 гг. дана на основе динамики рыночной стоимости ценных бумаг, обращающихся на Нью-Йоркской фондовой бирже, по Японии за 1999–2000 гг. — по Токийской фондовой бирже, по Индии за 1999 г. — по Бомбейской бирже в сумме с Национальной фондовой биржей.

ние размеров рынка в США в 1996–1999 гг., в Тайване и Южной Корее в конце 80-х годов;

- конкурируя друг с другом, рынки и их группы способны испытывать *противоположную динамику* (уход инвесторов в конце 1997–1998 гг. с формирующихся рынков и повсеместный рост развитых рынков, в первую очередь США);
- важен и *региональный аспект конкуренции*: так, в 1997–1998 гг. европейские формирующиеся рынки (кроме стран СНГ) были затронуты кризисом в меньшей степени, чем азиатские и латиноамериканские.

Выше (разд. 1.3) при анализе рыночного риска уже указывалось, что конъюнктура фондовых рынков во многом зависит от того, насколько они зрелы, близки к развитым рынкам и воспринимаются ли в этом качестве международными инвесторами. Рынки могут демонстрировать противоположную динамику (более зрелые – расти или быть более устойчивыми в сравнении с рынками, которые воспринимаются инвесторами как экзотические, обладающие низкой степенью развития при высоком риске, предназначенные исключительно для спекуляции). Практика реализации рыночного риска в 1997–1998 гг. доказала это положение.

Таким образом, величина предложения денежных ресурсов, направляемых на российский рынок ценных бумаг, при прочих равных зависит: *а)* от конкурентоспособности всех формирующихся рынков как группы, к которой принадлежит и Россия, в сравнении с развитыми рынками; *б)* от инвестиционной привлекательности региона Центральной и Восточной Европы в сравнении с формирующимися фондовыми рынками Азии, Латинской Америки, побережья Европы (Греция, Турция), Ближнего Востока (Израиль); *в)* от сравнительной конкурентоспособности фондового рынка России против Польши, Чехии, Венгрии и других стран Центральной и Восточной Европы, стран Балтии; *г)* от способности России конкурировать с другими крупными формирующимися рынками, с которыми она сопоставляется (Бразилия, Индонезия, Китай, Малайзия, Индия, Южная Африка и т.п.); *д)* от того, насколько зрелым будет представляться фондовый рынок России в сравнении с другими формирующимися рынками. В настоящее время (см. разд. 1.3) на российском рынке наблюдается один из самых высоких в мире уровней волатильности и рыночного риска. Это показывает, что международные инвесторы относят Россию к наиболее неконкурентоспособным и слабым рынкам.

Конкурентоспособность российского фондового рынка

При доминировании иностранных инвесторов факторы, действующие внутри страны (см. рис. 1.1), имеют значение для конъюнктуры акций только в том смысле, в каком они формируют инвестиционные ожидания нерезидентов, влияют на конкурентоспособность российского рынка в сравнении с другими фондовыми рынками. Чем выше конкурентоспособность, тем больше денег приходит на рынок, тем выше оцененность и устойчивость рынка, его объем, ниже риски, лучше ликвидность, больше долгосрочных инвесторов и т.п.

Как указывалось выше, волатильность российского фондового рынка, одна из самых высоких в мире, указывает на то, что иностранные инвесторы пока рассматривают его как объект инвестиций, обладающий наибольшими рисками и, следовательно, наиболее низкой конкурентоспособностью.

Многочисленные сопоставления стран, проводимые финансовой прессой, исследовательскими организациями и рейтинговыми агентствами, работающими на развитых фондовых рынках, дают следующие результаты (табл. 1.79).

Соответственно, в той мере, в какой внутренняя экономическая и социально-политическая ситуация в стране, а также поток позитивной информации будут способствовать улучшению имиджа России, переходу на более высокие позиции в шкале ценностей и приоритетов инвесторов, будут прирастать объем и снижаться волатильность отечественного фондового рынка при сравнении с другими рынками-конкурентами.

Низкая конкурентоспособность российского фондового рынка, как внешний фактор, жестко определяющий объем и структуру рынка, приводит к формированию ряда более конкретных причинно-следственных связей, непосредственно формирующих динамику развития отечественного рынка ценных бумаг:

- уход торговой активности на западные фондовые рынки, проигрыш российского внутреннего рынка в конкуренции за операции с российскими акциями;
- дефицит прямых инвестиций, преобладание краткосрочных вложений над долгосрочными, рост доли инвестиций спекулятивного характера;
- зависимость внутреннего рынка акций от преимущественно спекулятивных иностранных инвесторов;
- отток российских инвесторов с внутреннего рынка, с обращением своих вложений в фондовые ценности, обращающиеся на рынках индустриальных стран.

Таблица 1.79

Оценки конкурентоспособности российского рынка, данные инвесторами инаустриальных стран

Оценка уровня конкурентоспособности стран, International Institute for Management Development, Швейцария (апрель 2001)	Оценка уровня текущей конкурентоспособности Мировым экономическим форумом (октябрь 2001)	Оценка риска журналом Euromoney (март 2001)	Оценка риска рейтинговым агентством Standard & Poor's (апрель 2001)*	Индекс экономической свободы 2001, Heritage Foundation, Wall Street Journal	Индекс коррумпированности Transparency International (апрель 2001)
Россия занимает 45-е место из 49 оцениваемых стран	Россия занимает 58-е место из 75 оцениваемых стран	Россия занимает 97-е место среди стран по уровню странового риска	Россия занимает 85-е место из 87 стран, имеющих суверенный долговой рейтинг	Россия занимает 127-е место из 155 стран	Россия занимает 84-е место из 90 позиций

* Данные International Institute for Management Development — www.imd.ch, рейтингового агентства Standard & Poor's — www.spglobal.com (Sovereign Ratings List, 11.04.01), Heritage Foundation — www.heritage.org, неправительственной организации Transparency International (проект расчета индекса совместно с Геттингенским университетом) — www.gwdg.de, Мирового экономического форума — www.weforum.org.

Уход торговой активности на западные фондовые рынки

Одной из фундаментальных трудностей российского рынка акций является уход торговой активности и российских инвесторов на Запад, зависимость внутренних рынков от внешних. Для каждого брокера-дилера, работающего в России, для отечественных торговых систем – это вопрос «быть или не быть» бизнесу, вопрос его объема, устойчивости, структуры спроса, доходов, которые будет возможно или невозможно получить.

В 1999 г. биржевой оборот по депозитарным распискам на российские акции за рубежом более чем в 3 раза превосходил оборот по акциям внутри страны*. В 2000–2001 гг. превышение оборота внешних рынков над внутренним в значительной мере сохранилось (анализ ниже). Соответственно, многие западные эксперты считают, что такие рынки, как российский, в условиях слияния и укрупнения торговых систем и финансовых конгломератов *обречены на провинциализм, на низкие объемы*, не смогут в будущем выполнять самостоятельно функцию ценообразования и перераспределения финансовых ресурсов.

Как указывалось, все рынки находятся в жесткой конкуренции друг с другом за объем, за бизнес, за ресурсы. Поэтому *ключевая проблема* одна: как, продолжая строить открытую экономику, обеспечить *более высокую конкурентоспособность российского фондового рынка*, как предупредить отток бизнеса, торговой активности во Франкфурт, Лондон, Вену, в торговые системы США?

Зависимость формирующихся рынков от рынков АDR-ГДР в промышленных странах. Известно, что в моменты кризиса на ряде бирж в Латинской Америке не начинаются торги до тех пор, пока не будут открыты рынки США и не будет установлен новый уровень цен на акции эмитентов из соответствующих стран. Причина – масштабная зависимость внутренних рынков акций от рынков АDR-ГДР на эти акции в США (табл. 1.80).

* По данным Регионального отделения ФКЦБ в Центральном федеральном округе биржевой оборот в Германии по депозитарным распискам на российские акции составил 8.7 млрд. евро, в Великобритании – 6.4 млрд. евро, в США – 1.4 млрд. евро (оборот в России – 5.7 млрд. евро). См. «Аналитическую записку...», подготовленную Департаментом государственного и муниципального имущества г. Москвы, Департаментом экономической политики и развития г. Москвы, Московским региональным отделением ФКЦБ России, к проекту постановления Правительства Москвы «О работе по выводу московских предприятий на рынок ценных бумаг и использовании новых финансовых инструментов для повышения эффективности экономики города» (Москва, 6 июня 2000 г.).

Таблица 1.80

Соотношение рынков АДР-ГДР и внутренних рынков акций стран Латинской Америки*

Страны	Объем сделок с АДР-ГДР на биржевых рынках США/объем сделок с акциями на внутренних биржевых рынках (по FIBV), %					
	1996	1997	1998	1999	2000	2001
Аргентина	38.0	47.1	76.6	168.1	н/д	н/д
Бразилия	6.5	14.6	28.6	59.6	70.0	63.7
Мексика	139.2	139.1	233.0	113.6	129.5	57.0
Чили	91.8	150.0	265.9	144.9	н/д	н/д

* Данные на конец периода; рассчитано по сборникам Depositary Receipts (ADRs and GDRs) Market Review (1996–2001), выпускаемым Bank of New York (www.adrbny.com), а также на основании данных FIBV. При расчете показателей за 2001 г. использованы данные об объеме сделок с акциями на внутренних биржевых рынках за 11 месяцев.

Как видно из таблицы, реально существуют *внутренние рынки акций, оборот которых сопоставим (Бразилия) или даже существенно меньше (Чили, Аргентина, Мексика до 2001 г.) оборотов рынка американских депозитарных расписок на эти акции*. При этом *рынки депозитарных расписок могут расти быстрее, чем внутренние рынки акций* (см. динамику соотношения внутренних рынков акций и внешних рынков АДР и ГДР в табл. 1.80), инвесторы в Европе и США действуют на них в удобных и безопасных для себя условиях и, соответственно, *торговая активность перемещается* с южноамериканских формирующихся рынков на фондовые рынки индустриальных стран. Если это происходит, внутренние рынки акций становятся все более зависимыми, производными от внешних рынков АДР и ГДР.

Это означает, что *ситуация 1999–2000 гг. – значительное превышение объема рынка АДР на российские акции над внутренним рынком акций – скорее всего, не случайна*. Она характерна для ряда формирующихся рынков, прежде всего латиноамериканских, и отражает *уже сложившийся, производный характер рынка акций в России*, зависимость его цен и объема от спроса и предложения на иностранных рынках АДР.

Мониторинг конкуренции рынков* в 1999–2001 гг., объектом которой являются российские акции, дает следующие результаты.

* По данным, опубликованным в Интернете торговыми системами: ММВБ, РТС, МФБ, Deutsche Boerse (Германия, в целом по всем биржам, входящим в систему Немецкой биржи), LSE, включая SEAQ (Великобритания), NYSE, PORTAL (США). Таким образом, мониторингом охвачены все крупнейшие организованные рынки российских акций и депозитарных расписок на них (по оценке, более 95% оборота). Данные пересчитаны в доллары США по следующим курсам: за 1999 г. – 1 ф. ст. = 1.62 долл., 1 евро = 1.07 долл.; за 2000 г. – 1 ф. ст. = 1.52 долл., 1 евро = 0.92 долл.; за 2001 г. – 1 ф. ст. = 1.445 долл., 1 евро = 0.896 долл. (Данные за 2000 г. подобраны М. Ковригиным, аспирантом Финансовой академии при Правительстве РФ.)

Послекризисная динамика выпуска АДР на российские акции. Объем выпуска АДР на российские акции восстанавливается, *растет и сейчас достиг предкризисного уровня* (табл. 1.81), занимая достойное место наряду с выпусками АДР латиноамериканских стран (удельный вес которых в количестве программ АДР также увеличивается)*.

Таблица 1.81

Доля отдельных стран Латинской Америки и России в общем числе программ выпуска депозитарных расписок*, %

	1996	1997	1998	1999	2000	2001
Доли отдельных стран						
Бразилия	3.5	3.6	4.4	5.0	5.0	5.0
Чили	1.5	1.8	1.8	2.0	2.0	2.0
Мексика	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0
Россия	< 1.0	1.7	2.9	3.0	3.0	3.0

* Данные на конец периода; рассчитано по сборникам Depository Receipts (ADRs and GDRs) Market Review (1996–2001), выпускаемым Bank of New York (www.adrbny.com).

Распределение торговой активности по отечественным акциям между Россией и Западом. Как следует из табл. 1.82, в 2000 г. объем сделок с российскими акциями увеличился в 2.2 раза (до 50.9 млрд. долл.). *Доля российских торговых систем выросла до 42%* (1999 г. – 25.1%), их обороты по акциям увеличились в 3.7 раза. В 2001 г. продолжился опережающий рост внутреннего рынка, объем совершенных на нем сделок с акциями составил уже 55.2% от суммарного оборота по российским акциям на внутренних и внешних рынках.

Рост монетизации в 1999–2001 гг., приток валюты в связи с повышением цен на нефть, расширение доходной базы отечественных инвесторов привели к росту внутреннего спроса на акции и, соответственно, рыночной ниши российских бирж в сравнении с западными. Итогом 2000 г. стало «всего лишь» 1.4-кратное превышение емкости внешнего рынка над внутренним – вместо 3-кратного превышения в 1999 г. В 2001 г. внутренний рынок российских акций впервые за многие годы стал больше по обороту внешнего рынка депозитарных расписок на эти акции.

* В отличие от депозитарных расписок, выпущенных на акции Аргентины, Бразилии, Мексики и Чили, АДР на российские акции обращаются преимущественно во внебиржевом обороте США, что делает затруднительным непосредственное сравнение латиноамериканского и российского рынков.

Таблица 1.82

Соотношение рынков АДР и внутреннего рынка российских акций

Страна	Торговые системы	Оборот по сделкам с российскими акциями, в том числе в форме депозитарных расписок на них, млрд. долл.			Структура рынка российских акций, в том числе депозитарных расписок на них, %		
		1999	2000*	2001	1999	2000*	2001
Россия	ММВБ, РТС, МФБ	5.73	21.36	29.07	25.1	42.0	55.2
Германия	Deutsche Boerse (Франкфурт, Берлин)	9.31	10.27	3.66	40.8	20.2	7.0
Великобритания	LSE (включая SEAQ International)	6.22	15.31	18.46	27.2	30.0	35.0
США	NYSE, PORTAL	1.58	3.95	1.50	6.9	7.8	2.8
Всего		22.84	50.89	52.69	100.0	100.0	100.0

* Данные за одиннадцать месяцев 2000 г.

Вместе с тем можно ли говорить о том, что тенденция перемещения на Запад торговой активности по российским акциям сменилась в 2000–2001 гг. на обратную?

Во-первых, 2001 г. может оказаться нехарактерным. В этом году резко упали обороты рынков депозитарных расписок на акции любой национальной принадлежности, и сокращение сделок на депозитарные расписки российских компаний определялось общей тенденцией. Так, объем сделок с депозитарными расписками, прошедшими через Нью-Йоркскую фондовую биржу (NYSE) и PORTAL, в 2001 г. сократился на 40%, через Лондонскую фондовую биржу (LSE) – на 9.3%*.

Во-вторых, ответ может быть дан только на основе факторного анализа того, за счет каких торговых систем и каких акций получено новое распределение торговой активности по российским акциям между Западом и Россией.

Распределение торговой активности внутри России. В 2000–2001 гг. углубился разрыв в объемах торгов между ММВБ и РТС (табл. 1.83), с

* Рассчитано по Bank of New-York Depository Receipts (ADRs and GDRs) 2001 Year-End Market Review (www.adrbny.com), London Stock Exchange: Secondary Market Fact Sheet, December 2000–2001 (www.londonstockexchange.com).

каждым кварталом увеличивалась доля ММВБ на внутреннем рынке акций — с 52.7% в 1999 г. до 89.1% в ноябре 2001 г. Соответственно, в 3.6 раза меньше стал вес РТС. Резко сократилась рыночная ниша МФБ — с 9.0% в 1999 г. до 0.3% оборотов российского рынка в ноябре 2001 г.

Таблица 1.83

Распределение оборотов по сделкам с акциями между российскими фондовыми биржами*

Период	Структура оборотов по сделкам с российскими акциями, %			
	ММВБ	РТС	МФБ	Итого
1999 г.	52.7	38.3	9.0	100.0
I квартал 2000 г.	62.7	32.6	4.7	100.0
II квартал 2000 г.	70.1	27.5	2.4	100.0
III квартал 2000 г.	75.2	22.9	2.0	100.0
Октябрь-ноябрь 2000 г.	77.4	20.1	2.5	100.0
Ноябрь 2001 г.	89.1	10.6	0.3	100.0

* По данным ММВБ.

Очевидно, что именно *за счет ММВБ*, беспрецедентного роста оборотов на этой бирже, состоялся в 2000–2001 гг. «возврат» торговой активности в Россию. Объем торгов на ММВБ за 2000 г. вырос в сравнении с 1999 г. более чем в 5 раз при том, что размеры всего рынка отечественных акций (российские + зарубежные торговые системы) увеличились только в 2.2 раза. В 2001 г. рост рынка акций ММВБ продолжился (на 43.9%) при том, что весь рынок российских акций, включая его зарубежный сегмент, увеличился лишь на 3.5%.

В 2000 г. ММВБ достигла *сопоставимой величины* с биржами Центральной и Восточной Европы (объем торгов по акциям на ММВБ достиг в 2000 г. 17.0 млрд. долл. (см. табл. 1.3), при этом по данным FIVV в 2000 г. оборот по акциям по Варшавской фондовой бирже составил 24.0 млрд. долл., по Венской фондовой бирже — 11.0 млрд. долл., в Праге — 6.7 млрд. долл., в Будапеште — 14.0 млрд. долл.). В 2001 г. в связи со спадом на зарубежных рынках акций обороты на ММВБ значительно превысили показатели бирж Центральной и Восточной Европы.

Что произошло на ММВБ, какие факторы, связанные с ее деятельностью, привели к глубоким структурным изменениям на рынке российских акций?

Распределение торговой активности по акциям РАО ЕЭС. Анализ показывает (табл. 1.84), что *основным фактором*, вызвавшим в 1999–

2001 г. беспрецедентное перераспределение торговой активности между Россией и Западом, а также на внутреннем рынке между ММВБ, РТС и МФБ, был *многократный – в 7.3 раза – рост оборотов по акциям РАО ЕЭС на ММВБ*. При этом на остальных торговых площадках объем операций с акциями РАО ЕЭС несопоставимы с ММВБ (в РТС они были в 14.3 раз меньше). Рынок акций РАО ЕЭС, сформированный ММВБ, занимает 92.2% всех оборотов по этим акциям, его доля существенно увеличилась в 2001 г. за счет других площадок в России и за рубежом (с 63.1% в 1999 г.).

Таблица 1.84

Распределение торговой активности по акциям РАО ЕЭС

Страна	Оборот по сделкам с акциями РАО ЕЭС, в том числе в форме депозитарных расписок на них, млрд. долл.			Структура рынка акций РАО ЕЭС, в том числе депозитарных расписок на них, %		
	1999	2000*	2001	1999	2000	2001
Россия, в том числе	2.87	14.9	20.97	82.7	96.8	98.7
ММВБ	2.19	12.69	19.6 (оценка)	63.1	82.4	92.2
РТС	0.68	2.21	1.37	19.6	14.4	6.5
МФБ	—	—	—	—	—	—
Германия	0.55	0.33	0.2	15.9	2.1	0.9
Великобритания	—	—	—	—	—	—
США, в том числе	0.05	0.17	0.1	1.4	1.1	0.4
NYSE	—	—	—	—	—	—
PORTAL	0.05	0.17	0.1 (оценка)	1.4	1.1	0.4
Всего	3.47	15.4	21.27	100.0	100.0	100.0

* Данные за одиннадцать месяцев 2000 г.

Доля акций РАО ЕЭС в обороте внутреннего рынка акций в 1999 г. составила 50.1%, в 2000 г. – 69.8%, в 2001 г. – 72.1%

Приведенные факты заставляют сделать следующие *выводы*:

- в 2000–2001 гг. существенно выросла концентрация акций РАО ЕЭС на российском фондовом рынке;
- акции РАО ЕЭС являются больше «национальной ценной бумагой», ее обороты на Западе очень невелики (в сравнении, например, с ЛУКОЙЛом), и для того, чтобы провести анализ распределения торговой активности между Россией и Западом, тенденций в этой области, следует устранить влияние акций РАО ЕЭС, «вычистить» обороты по ним из данных по торговым системам.

Распределение торговой активности между Россией и Западом (без учета акций РАО ЕЭС). В табл. 1.85 представлены данные о распределении торговой активности по российским акциям без учета оборотов по акциям РАО ЕЭС. Картина в существенной степени иная. Доля внутреннего рынка России увеличилась, но не с 25.1 до 55.2% (см. табл. 1.82), а с 14.8 до 25.8% , т.е. в гораздо более скромных размерах.

Таблица 1.85

Соотношение рынков АДР и внутреннего рынка российских акций (без учета оборотов по акциям РАО ЕЭС)

Страна	Торговые системы	Оборот по сделкам с российскими акциями, в том числе в форме депозитарных расписок на них, млрд. долл.			Структура рынка российских акций, в том числе депозитарных расписок на них, %		
		1999	2000*	2001	1999	2000*	2001
Россия	ММББ, РТС, МФБ	2.86	6.46	8.1	14.8	18.2	25.8
Германия	Deutsche Boerse (Франкфурт, Берлин)	8.76	9.94	3.46	45.2	28.0	11.0
Великобритания	LSE (SEAQ International)	6.22	15.31	18.46	32.1	43.1	58.8
США	NYSE, PORTAL	1.53	3.78	1.4	7.9	10.7	4.4
Всего		19.37	35.49	31.42	100.0	100.0	100.0

* Данные за одиннадцать месяцев 2000 г.

Тем не менее и после корректировки торговая активность по российским акциям на внешних рынках (без учета акций РАО ЕЭС) в огромных масштабах превосходит обороты на внутренних рынках: в 1999 г. – в 5.8 раз, в 2000 г. – в 4.5 раз, в 2001 г. – в 2.9 раз. Это означает еще одну концентрацию рыночного риска – неспособность при крупных внешних финансовых потрясениях и крахах удержать внутренний рынок.

Асимметричная структура внешних и внутренних рынков российских акций. За какие акции предстоит конкурировать с зарубежными рынками, пытаясь расширить торговую активность по ним внутри России? Как правило, по акциям сырьевых, экспортных компаний (нефть, газ, и, в меньшей степени, телекоммуникации и энергетика).

В **Лондоне**, составляющем сейчас более 50% оборотов зарубежных рынков депозитарных расписок на российские акции, основу котировок составляли ЛУКОЙЛ, Татнефть, Газпром. В **США** акции ЛУКОЙЛа

составляют в 2000 г. более 65% оборотов по депозитарным распискам на российские акции, акции Сургутнефтегаза — 21% (табл. 1.86). На биржах *Германии* акции ЛУКОЙЛа (более 34% рынка) и Сургутнефтегаза (13% рынка) формируют почти половину оборотов по депозитарным распискам на российские акции (что несопоставимо со структурой РТС, где эти акции составляют только 30% оборота). Вместе с Татнефтью доля германского рынка на российские акции, которую занимают ЛУКОЙЛ и Сургутнефтегаз, составляет около 60% его объема.

Таблица 1.86

Акции нефтегазовых компаний в структуре оборотов российских и западных бирж*

Торговые системы	Оборот по сделкам с российскими акциями в 2000 г., в том числе в форме депозитарных расписок на них			
	ЛУКОЙЛ (об. + прив.)		Сургутнефтегаз (об. + прив.)	
	млрд. долл.	доля в рынке российских акций по данной торговой системе	млрд. долл.	доля в рынке российских акций по данной торговой системе
ММВБ	0.8	5.3	0.3	2.0
РТС	1.0	18.0	0.7	12.6
Итого Россия	1.9	х	1.0	х
Deutsche Boerse	3.5	34.1	1.3	13
London Stock Exchange (SEAQ International)	н/д	н/д	х	х
США	1.1	65.1	0.3	21.2
Итого зарубежные рынки	4.6	х	1.6	х

* По рынкам, на которых торгуются данные акции. Данные по Великобритании по ОАО «ЛУКОЙЛ» не приведены в связи с отсутствием данных о структуре оборотов в разрезе депозитарных расписок. Депозитарные расписки на акции ОАО «Сургутнефтегаз» в Великобритании в 2000 г. не котировались.

Таким образом, особенностью внутреннего рынка акций в России является преобладание акций РАО ЕЭС (в Германии они составляли в 2000 г. лишь 3.2% рынка депозитарных расписок по российским акциям, в США — 4.3%).

Конкуренция с внешними рынками за эмитентов, за поток ордеров сосредоточена в настоящее время в узком секторе нефтегазовых компаний-экспортеров, на вложение в акции которых ориентированы внешние инвесторы.

Зависимость внутреннего рынка акций от иностранных (преимущественно спекулятивных) инвесторов

Производительность российского рынка акций. Общепринятая экспертная оценка — доля иностранных инвесторов на рынке РТС до кризиса 1998 г. — 60–65%, при этом более 95% расчетов за ценные бумаги ведется по счетам за рубежом. Эта оценка остается в силе и в настоящее время.

Очень высока была доля иностранных инвесторов на рынке ГКО-ОФЗ, она достигала перед кризисом 30–33%*. Если при этом учесть, что более 50% рынка ГКО-ОФЗ, по оценке, принадлежали Банку России и Сберегательному банку (совместно с Внешторгбанком), то, очевидно, что иностранные компании были второй по значению группой инвесторов на этом рынке.

Количественные расчеты подтверждают этот вывод (табл. 1.87). Только инвесторы США обеспечивают, по оценке, в среднем 15–20% оборота рынка РТС, при этом в наиболее кризисные времена (IV квартал 1998 г. — III квартал 1999 г.) именно они совершали основной объем покупок и спекулятивной деятельности на российском рынке акций.

Анализ динамических рядов, основанных на квартальных данных, показывает, что именно поступление денег инвесторов США было одним из ключевых факторов, определяющих ценовую конъюнктуру внутреннего рынка акций в России.

Коэффициент корреляции между фондовым индексом РТС и показателем покупок американскими инвесторами российских акций у российских инвесторов (квартальные данные за период с IV квартала 1995 г. по I квартал 2000 г.) равен 0.735 (высокое позитивное значение, рост цен на акции при увеличении денежного спроса со стороны американских инвесторов, и наоборот).

Соответственно, то ожидание иностранных денег, в котором пребывает российский рынок акций с 1995 г., его подъемы и падения, связанные с приливами и отливами спроса иностранных инвесторов, — все это имеет не только качественное, журналистское или эмоциональное измерение, но и точное количественное выражение.

В свою очередь, эта высокая степень зависимости от иностранных инвесторов может означать будущую и еще большую зависимость российского рынка акций от иностранных рынков, на которых будут обращаться АДР-ГДР либо сами российские акции. За деньгами российские эми-

* В соответствии с данными Программы стабилизации экономики и финансов, одобренной на расширенном заседании Правительства РФ 23 июня 1998 г. (разд. 2), доля нерезидентов на рынке государственных ценных бумаг составляла не менее 30%.

Таблица 1.87

Оценка доли иностранных инвесторов (США) в оборотах РТС*

Период	Оборот РТС (акции первого эшелона), 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 (акции первого эшелона), %
1995	165	27	—	27	16.4
1996	3537	293	101	394	11.1
1997	15659	1534	920	2454	15.7
1998	9264	1050	827	1877	20.3
1999	2417	651	570	1221	50.5
2000	5814	396	326	722	12.4
I–III кв. 2001	3423	181	162	343	10.0
Итого	40279	4132	2906	7038	17.5

* Рассчитано по данным U.S. Treasury Bulletin (1996–2001). Сделаны следующие допущения: в бюллетене Казначейства США рассчитывается показатель покупок-продаж американскими инвесторами у российских инвесторов любых заграничных (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.

тенты будут идти туда, где есть деньги — на внешние рынки, прежде всего на рынок США.

Модернизация российской экономики объективно зависит от притока иностранных инвестиций (внутри страны — дефицит денежных ресурсов, см. разд. 1.5 в части характеристики спроса на ценные бумаги), в том числе на основе перераспределения денежных ресурсов через рынок акций, прежде всего в форме прямых инвестиций.

Проблема только в том, что *и РТС*, не реструктурированная после кризиса 1998 г., *и зарубежные рынки АДР-ГДР* на российские акции *демонстрируют повышательную динамику курсов ценных бумаг, оставаясь после кризиса в своем докризисном спекулятивном качестве*. В недавнем прошлом уже была реализована вероятность подогретого ценами на нефть и другое сырье нового спекулятивного роста (табл. 1.88), несущего значительный рыночный риск.

Таблица 1.88

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

Показатели	Подъем (1995–1997)	Падение (1997–1998)	Подъем (1999–2000)	Падение (IV квартал 2000)
Длительность фазы цикла	8 кварталов IV кв. 1995 — III кв. 1997	5 кварталов IV кв. 1997 — IV кв. 1998	8 кварталов I кв. 1999 — август 2000	1 квартал В течение IV кв. 2000
Фондовый индекс РТС (на конец периода)	Рост от 86.1 до 498.4	Снижение с 498.4 до 58.9	Рост от 58.9 до 240	Снижение с 240 до 143
Оборот РТС за квартал (акции первого эшелона), млн. долл.	Рост от 165 до 5148	Снижение с 5148 до 161	Рост от 161 до 1530 в III кв. 2000	Снижение с 1530 до 1074
Оборот по сделкам с российскими акциями американских инвесторов (покупки и продажи, за квартал), млн. долл.	Рост от 27 до 773	Снижение с 773 до 98	Рост от 98 до приблизи- тельно 200– 220 (оценка)	Снижение с 200–220 до 153

* Расчеты по данным Российской торговой системы (www.rtsnet.ru), U.S. Treasury Bulletin (1996–2000).

Данная таблица, демонстрируя волатильность российского фондового рынка, показывает, что указанная *волатильность была тесно связана с изменением величины поступающих на внутренний рынок ценных бумаг средств иностранных инвесторов* (на примере США). Так, подъем 1995–1997 гг. был связан почти с 30-кратным ростом объема иностранных средств, поступающих на фондовый рынок. В свою очередь, при падении рынка в 1997–1998 гг. участие иностранных инвесторов в российских акциях уменьшилось примерно в 8 раз. И наоборот, новый послекризисный подъем 1999–2000 гг. был вызван, в частности, увеличением оборотов иностранных инвесторов с российскими ценностями в 2.5–3 раза.

Соответственно, при прочих равных (неизменность поведения международных инвесторов, нереализованные политические риски и т.п.) *длительность современного подъема рынка российских акций* будет зависеть от конъюнктуры цен на нефть (см. выше), а также от того, сможет ли народное хозяйство использовать доходы, полученные от роста цен на нефть и другое сырье в 1999–2000 гг., на цели устойчивого роста инвестиций.

Иностранные инвесторы, работающие на рынках РТС и АДР-ГДР, являются преимущественно *краткосрочными спекулянтами*. Если до сих пор этот вывод являлся преимущественно экспертным, основанным «на логике» рынка и событий, происходящих на нем, то *данные, публикуемые J.P. Morgan по акциям и АДР российских компаний*, дают возможность *количественно судить о степени спекулятивности*, присущей *иностранным игрокам* на этом рынке (табл. 1.89)*. Доля спекулятивных инвесторов по рассматриваемым компаниям составляет *не менее 60–65%*, включая особо агрессивных и рискованных спекулянтов, а доля хедж-фондов — *25–30%*.

Стандартный сценарий негативного воздействия «горячих денег» иностранных инвесторов на конъюнктуру российского финансового рынка. Сценарий будущего кризиса, если не произойдет качественных изменений на российском рынке акций, может выглядеть следующим образом:

- *спекулятивный перегрев* рынков акций и АДР сверх границ их роста, диктуемых высокими ценами на нефть;
- вслед за новым циклическим снижением цен на нефть, политическими рисками, неблагоприятными прогнозами или любыми другими событиями, которыми богата жизнь, *падение цен на АДР*, обращающиеся в США, Германии, Великобритании;
- как следствие, *падение цен на российские акции в Российской торговой системе* и затем — цепная реакция снижения курсов на ММВБ и МФБ, волатильность на рынке государственных ценных бумаг;

* Расчеты на основе публикации в Интернете на сайте www.adr.com (август 2000 г.) по АДР восьми крупнейших российских компаний, дающих более 90% оборотов российского рынка акций и АДР: ВымпелКом, Газпром, ЛУКОЙЛ, Мосэнерго, МТС, РАО ЕЭС, Ростелеком, Сургутнефтегаз. Оценка типа инвестиционного поведения сделана по 34 западным управляющим компаниям, хедж-фондам, банкам, которые публикуют отчетность 13F: American Century Investment Management, American Express Financial Advisors, AIM Management Group, Barclays Global Investors, Batterymarch Financial Mgmt, Bowman Capital Management Hedge Funds, Caxton Corporation Hedge Funds, Credit Suisse Capital Management (WarburgPinkus), Credit Suisse First Boston, Dresdner Bank Investment Management, Deutsche Asset Management Americas, Fidelity International Ltd, Fidelity Management & Research, Fleming Asset Management, Frank Russel Investment Management, INVESCO Capital Management, Goldman Sachs Asset Management, Hansberger Global Investors, Inc., Kinetiks Asset Management, Legg Mason Wood Walker, Moore Capital Management Hedge Funds, Driehaus Capital Management, Merrill Lynch Investment Managers (U.K.), McKinley Capital Management, Nicholas-Applegate Capital Management, Pioneer Investment Management, Putnam Investment Management, Scudder Kemper Investments, Smith Barney Asset Management, Soros Fund Management, Templeton Investment Counsel, World Asset Management. Для оценки типа инвестиционного поведения использовались данные по оборачиваемости портфелей и характеристики инвестиционной политики по каждой компании, данные на сайте J.P. Morgan.

Таблица 1.89

Распределение инвесторов в АДР по типам инвестиционного поведения			
Распределение инвесторов в АДР на российские акции по типам инвестиционного поведения, %		Распределение совокупного портфеля АДР между различными типами инвесторов, %	
Всего инвесторов, в том числе	100	Всего АДР, в том числе	100
Спекулятивные	65	Портфели спекулятивных инвесторов	62
из них декларируют крайне агрессивную и рискованную инвестиционную политику	26	из них портфели инвесторов, которые декларируют крайне агрессивную и рискованную инвестиционную политику	29
Умеренные, средняя оборачиваемость	29	Портфели умеренных инвесторов	30
Длительные, с низкой оборачиваемостью вложения	6	Портфели инвесторов, ориентированных на длительные, с низкой оборачиваемостью вложения	8

- *стремление* внутренних инвесторов *избавиться* от акций, *высвобождение* рублевой ликвидности, давление на валютный рынок, массовые *потери* розничных инвесторов, вошедших на рынок акций;
- *распространение потерь* и убытков на российские банки и внутренних институциональных инвесторов с ущербом, величина которого будет зависеть от масштабов паники, вовлеченности российских финансовых институтов в спекулятивную игру и кредитование спекуляций с акциями.

Основной сценарий будущего кризиса — его *экспорт на внутренний рынок через АДР и Российскую торговую систему*, базовым условием существования которой до сих пор является свободный ввод-вывод капиталов иностранного и российского происхождения через оффшорные счета.

Отток российских инвесторов с внутреннего рынка

У российского населения сосредоточено более 90% денежных средств, пригодных для долгосрочного инвестирования внутри страны: примерно 20–25% этих денег находится в Москве, не менее 70–80% — в крупных городах (см. разд. 1.5). Средний и «высший» класс

составляет в Москве примерно 20% взрослого населения, в городах с населением свыше миллиона человек — 10%*. Средний возраст этой группы населения — чуть более 30 лет.

По оценке компании-провайдера «Коминтерн», число пользователей Интернета — 3–5% населения. Основная часть интернет-аудитории сосредоточена в Москве (20–30% пользователей) и крупных городах, ее большинство — люди до 35 лет. Наибольшее «проникновение» Интернета наблюдается среди служащих, учащихся, предпринимателей и руководителей, т.е. наиболее типичных представителей среднего и «высшего» класса. Таким образом, *группы российского населения, имеющих наиболее высокие доходы, и пользователей Интернета, во многом совпадают.*

Таблица 1.90

Перемещение торговой активности российских инвесторов на иностранные рынки

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	63	60	123	27	—	27	456
1996	124	188	312	293	101	394	79
1997	559	221	780	1534	920	2454	32
1998	257	215	472	1050	827	1877	25
1999	328	315	643	651	570	1221	53
2000	694	553	1247	396	326	722	173
I–III кв. 2001 г.	252	254	506	181	162	343	148
Итого	2277	1806	4083	4132	2906	7038	58.0

* Рассчитано по данным U.S. Treasury Bulletin (1996–2001). 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, торгуемыми преимущественно через РТС.

* Эксперт, 2000, №34–35. С. 21.

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.

Как следствие, в связи с технологическими изменениями на рынках, появлением массовой возможности для розничных инвесторов выйти на западный рынок из России, в 2000 г. стала складываться новая тенденция, в рамках которой (табл. 1.90) вложения российских инвесторов в иностранные фондовые ценности (например, акции компаний США) устойчиво (в 2000 г. — в 1.75 раза) превышают встречные инвестиции со стороны американских инвесторов.

Обороты по сделкам российских инвесторов с акциями, выпущенными в США, в I–III кварталах 2001 г. в 1.5 раза превышают обороты по сделкам американских инвесторов с акциями, выпущенными в России.

Если эта тенденция будет продолжена, то придется констатировать не только перемещение эмитентами торговой активности на зарубежные рынки, но и уход с них отечественных инвесторов, возникновение новых организационных и технологических форм 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 средств).