

**ОСНОВНЫЕ ПОНЯТИЯ И МОДЕЛИ
АНАЛИЗА ФОНДОВЫХ РЫНКОВ
(на примере российского фондового рынка)**

Торжевский К.А., – аспирант
ЦЭМИ РАН

В статье излагаются основные понятия фондового рынка и выявляются основные тенденции развития его в российских условиях; показывается, что на основе теории циклов М.Фабера российский фондовый рынок относится к классу возникающих рынков; исследуются возможности приложения модели М.Фабера для прогнозирования тенденций развития российского фондового рынка.

Одним из условий активизации инвестиционных процессов в реальном секторе российской экономики и обеспечения устойчивого роста предприятий является развитие фондового рынка. В настоящее время имеется серьезный разрыв между потребностями предприятий в инвестиционных ресурсах и теми возможностями, которые может предложить им финансовый сектор российской экономики. Этот разрыв характеризуется не только объемными, но и структурными индикаторами: сформировавшаяся потребность связана главным образом с долгосрочными и масштабными финансовыми ресурсами, которые необходимы для технического перевооружения и реструктуризации российских компаний.

Ликвидация сложившейся диспропорции возможна двумя основными путями, один из которых состоит в активизации кредитно-инвестиционной деятельности банков, кредитных учреждений, а также других институциональных инвесторов; другой – в развитии фондового рынка, и, в частности, рынка корпоративных ценных бумаг. Долгое время (на начальном этапе реформ) основная надежда в установлении необходимой связи между финансовым и промышленным секторами возлагалась на процессы прямого кредитования предприятий, особенно в связи с постепенным снижением процентных ставок за кредит. Однако банки по-прежнему недостаточно активно участвуют в кредитном финансировании предприятий, экономиче-

ское состояние которых не всегда дает полноценные гарантии на возврат заемных средств. Да и ставка кредитования остается достаточно высокой, что обуславливает недоступность кредита для многих предприятий.

На этом фоне симптоматичной оказалась проявившаяся в последние годы тенденция ускоренного роста рынка корпоративных ценных бумаг. Отмечен необычайный рост стоимости акций многих ведущих российских компаний (не только «голубых фишек»), обусловлено не только известной недооцененностью их акций, но успешной и стабильной работой этих предприятий. В то же время это также свидетельство зрелости рынка, способного произвести «справедливую» рыночную оценку капитализации предприятия и скорректировать имевшуюся их недооцененность.

Если раньше для характеристики российского корпоративного рынка использовались такие эпитеты, как слабый, зарождающийся, вялореагирующий и т.д., то начиная с 1996 г. и особенно с 2000 г. его характеризуют как динамично развивающийся и быстро растущий сегмент финансового рынка. Это позволяет рассчитывать на то, что в будущем именно на этом пути значительная часть предприятий сможет реализовать собственную инвестиционную стратегию путем эмиссии акций и привлечения внешних инвестиционных ресурсов.

В целях дальнейшего анализа следует рассмотреть ряд определений [1-3].

Фондовый рынок - это институт или механизм, обеспечивающий взаимодействие покупателей (предъявителей спроса) и продавцов (поставщиков) фондовых ценностей, то есть ценных бумаг (ЦБ). Понятия фондового рынка и рынка ценных бумаг совпадают.

Согласно определению, товаром, обращающимся на данном рынке, являются ЦБ, которые, в свою очередь, определяют состав участников данного рынка, его местоположение, порядок функционирования, правила регулирования и т.п. Следует отметить, что практически все рынки нахо-

дят отражение в инструментах рынка ЦБ. Так, например, рынок вновь произведенной продукции и услуг представлен коносаменами, товарными фьючерсами и опционами, коммерческими векселями; рынок земли и природных ресурсов - закладными листами, акциями, облигациями, обеспечением которых служат земельные ресурсы, рынок труда – депозитными и сберегательными сертификатами и т.д. (см. рис. 1).

Рынок ЦБ соотносится также с такими видами рынков, как рынок капиталов, денежный и финансовый рынки; традиционно на этих рынках представлено движение денежных ресурсов. В принятой в отечественной и международной практике терминологии принято считать, что соотношения этих рынков можно представить следующей формулой:

ФИНАНСОВЫЙ РЫНОК=ДЕНЕЖНЫЙ РЫНОК+РЫНОК
КАПИТАЛОВ.

На денежном рынке осуществляется движение краткосрочных (до 1 года), на рынке капиталов - средне- и долгосрочных накоплений (свыше 1 года). Фондовый рынок является сегментом как денежного рынка, так и рынка капиталов, которые также включают движение прямых банковских кредитов, перераспределение денежных ресурсов через страховую отрасль, внутрифирменные кредиты и т.д. (рис. 2).

Являясь в рыночной экономике основным механизмом перераспределения денежных накоплений, фондовый рынок (наряду с другими институтами финансового рынка) создает возможность свободного, хотя и регулируемого перелива капиталов в наиболее эффективные отрасли хозяйствования (см. рис. 3).

Участниками рынка ЦБ являются эмитенты, инвесторы и посредники. Их состав зависит от уровня развития производства и банковской системы, а также от того, каковы экономические функции государства. Этим определяется способ финансирования производства и государственных расходов. Важным является также и объем накопления средств у населения

сверх удовлетворения необходимых текущих потребностей. Если мелкое производство финансируется за счет собственных накоплений и капиталов собственников (владельцев производства) и банковских кредитов, то крупное акционерное производство финансирует свои капитальные затраты почти полностью за счет эмиссии акций и облигаций. Результатом является собственности и финансирования предприятий от самого производства. Государство в лице центрального правительства и местных органов власти со временем все в большей степени прибегает к заимствованию средств для финансирования бюджетных расходов в дополнение к взимаемым налогам, а также в интервалах между поступлениями налогов.

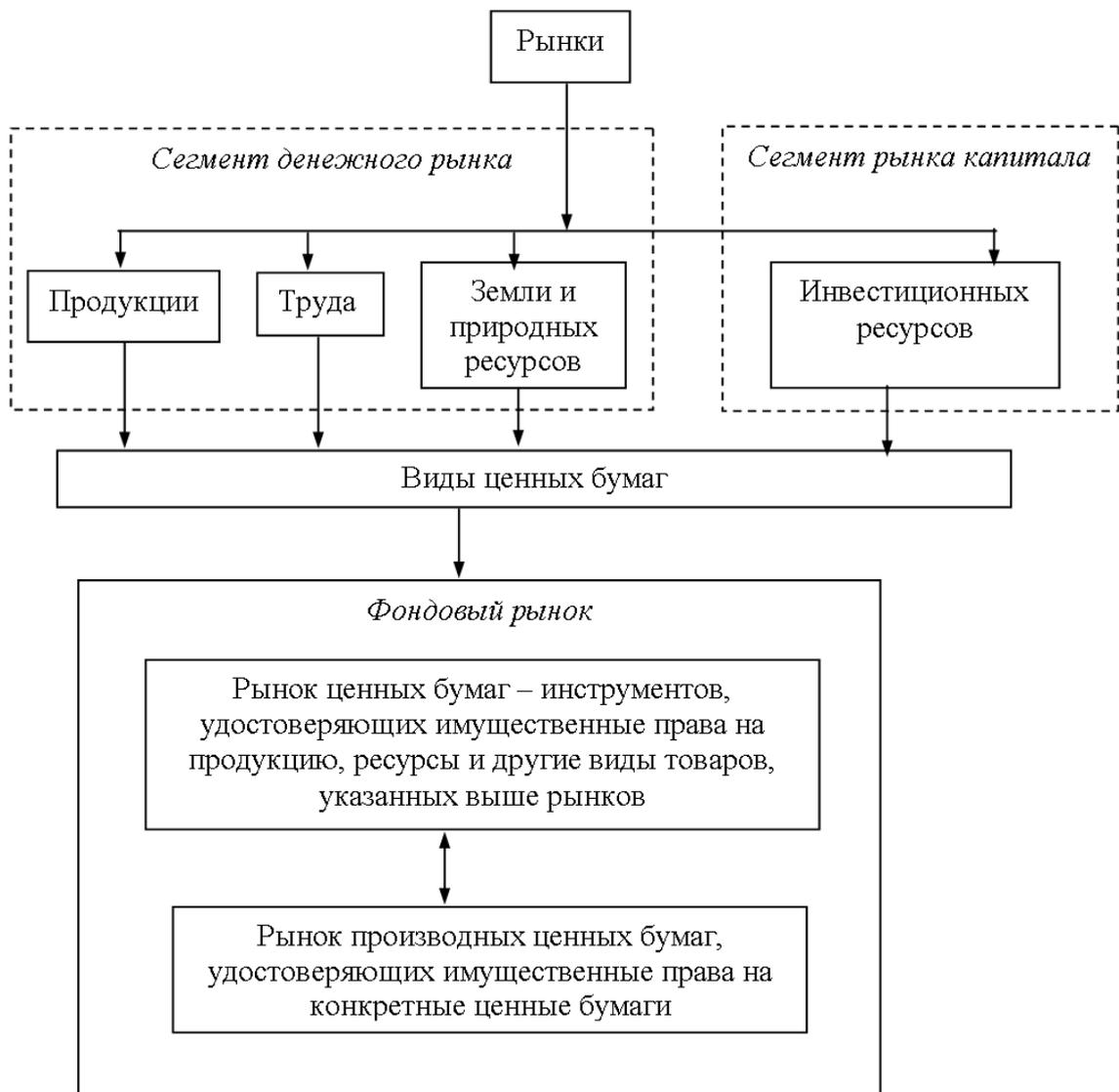


Рис. 1. Соотношения фондового и других видов рынков

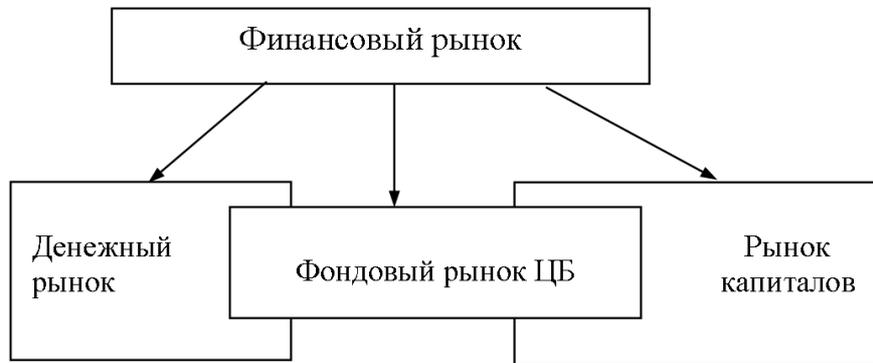


Рис. 2. Фондовый рынок как сегмент денежного рынка и рынка капиталов

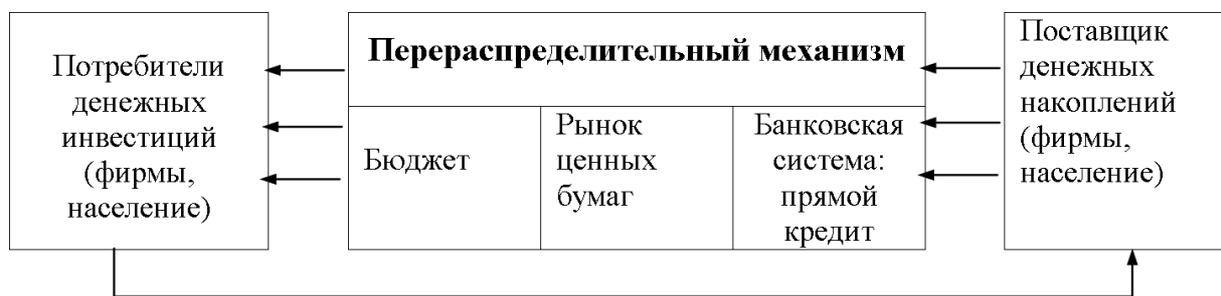


Рис. 3. Схема перераспределительного механизма

Главную массу эмитентов акций составляют нефинансовые корпорации. Они же выпускают среднесрочные и долгосрочные облигации, предназначенные как для пополнения их основного капитала, так и для реализации различных инвестиционных программ, связанных с расширением и модернизацией производства.

Правительство выпускает долговые обязательства широкого спектра сроков и назначения: от казначейских векселей сроком в 3 месяца до облигаций сроком 30, а иногда и 50 лет. Эмитенты ЦБ могут разместить их самостоятельно. Однако сложный механизм их размещения в условиях конкуренции, потребность в гарантированном размещении ЦБ требует не только больших расходов, но и профессиональных знаний и специализации. Поэтому эмитенты в подавляющем большинстве случаев прибегают к услугам профессиональных *посредников* - банков, брокеров, инвестицион-

ных компаний, которые выступают как организаторы и гаранты эффективного размещения ЦБ.

Субъекты рынка, вкладывающие средства в ЦБ с целью извлечения дохода, являются *инвесторами*. На денежном рынке ЦБ в качестве инвесторов доминируют банки, которые в то же время, как посредники, частично размещают краткосрочные бумаги у своих клиентов (например, коммерческие банки одних корпораций предлагают другим корпорациям). На капитальном рынке ценных бумаг наблюдается эволюция доминирования инвесторов индивидуальных к институциональным. Появление институциональных инвесторов - важный этап в развитии рынка ЦБ, поскольку возникает возможность значительного расширения круга покупателей финансовых инструментов, и, соответственно, распределения риска размещения средств.

Частные лица (население) вкладывают средства в ЦБ при достижении достаточного уровня личного богатства, которым нужно управлять, то есть держать его в форме капитала - финансовых активов, приносящих доход. Трастдепартаменты коммерческих банков стали первыми институциональными инвесторами, которые стали вкладывать в ЦБ средства, доверенные им их клиентами для доходного помещения. Так, в США в конце 80-х годов трастдепартаменты банков управляли активами частных лиц и деловых предприятий на сумму порядка 775 млрд. долл.

Крупнейшими институциональными инвесторами (сначала в США, а затем и в других развитых странах) стали страховые компании и пенсионные фонды - государственные, местных органов власти, корпоративные. Все свои свободные средства они инвестируют в наиболее надежные ценные бумаги, извлекая огромные доходы. Активы пенсионных фондов в США в конце 80-х годов составляли примерно 2,4 трлн. долл.

Большую роль в качестве институциональных инвесторов приобретают так называемые взаимные или инвестиционные фонды - крупные фи-

нансовые учреждения, возникшие еще в 20-х годах текущего века, но особенно быстро развившиеся за последние 20 лет. Фонд представляет собой управляемый портфель ценных бумаг. Отдельные инвесторы покупают долю в этом фонде, получая в свое распоряжение некий усредненный актив, приносящий доход с усредненным риском. В США после второй мировой войны чистые активы всех взаимных фондов составили сумму порядка 1 млрд. долл., в конце 80-х годов они превысили 800 млрд.долл. В России получили распространение ПИФы (паевые инвестиционные фонды), которые в 2004-2005 гг. характеризовались очень высокой доходностью. Так, ПИФы «Добрыня Никитич» и «Илья Муромец», принадлежащие инвестиционной компании «Тройка-Диалог», давали 80-90% дохода от вложенного пая.

Операции на биржах проводят только профессионалы, объединенные биржевым комитетом. Вначале это были простые посредники – маклеры, и впоследствии среди них произошла четкая специализация по различным видам биржевой деятельности. Посредники биржевых операций (биржевые маклеры, трейдеры, куртье, комиссионры, брокеры и стокброкеры) работают за вознаграждение – куртаж, выраженный в процентах или долях процента от общей суммы сделки.

Важнейшую посредническую роль на рынке ценных капитальных бумаг играют инвестиционные банки – особые финансовые институты, которые занимаются организацией и гарантированием реализации публичного размещения прежде всего акций. В качестве консультанта по всем финансовым вопросам, связанным с эмиссией, банк вместе с потенциальным эмитентом определяет реальные и наиболее экономичные возможности выхода на конкретный рынок, а затем в качестве ведущего гаранта берет на себя обязанность организовать синдикат или другую группу, которая обеспечит полное размещение выпущенных ценных бумаг. В случае неправильной оценки ситуации банк рискует не разместить бумаги, оставить

их у себя, а затем продать со скидкой. В США старейшей (с 1885 года) и крупнейшей компанией – инвестиционным банком – является «Мерилл Линч». На конец 80-х годов у нее было несколько миллионов клиентов в США и за рубежом, в том числе частные лица, фирмы и правительства, она имеет около полусотни отделений в 40 странах мира.

В мировой практике существуют различные подходы и к определению ценных бумаг, и к содержанию тех экономических отношений, которые они выражают. *Ценные бумаги* (ЦБ) – это денежные документы, удостоверяющие права и отношения займа владельца документа по отношению к лицу, выпустившему такой документ; могут существовать в форме обособленных документов или записей на счетах. ЦБ приносят их владельцам доход в виде процента (облигации) или дивиденда (акции). Все семейство ЦБ обычно делится на три вида: акции, облигации и производные от них ценные бумаги.

Кроме того, ЦБ разделяются также по следующим группам:

- f** *ценные бумаги на предъявителя*, для реализации и подтверждения прав владельца которых достаточно простого предъявления ценной бумаги;
- f** *именные ценные бумаги*, права держателей которых подтверждаются как на основе имени, внесенного в текст бумаги, так и в записи в соответствующей книге регистрации ценных бумаг.

ЦБ могут выпускать корпорации (акции и облигации) и государство (облигации).

Для финансирования текущих затрат и будущих проектов корпорации необходимы средства. В этом случае корпорация прибегает к их заимствованию через выпуск облигационных займов. Размещение облигационных займов осуществляют инвестиционные дилеры (посредники). Они могут выкупить у эмитента весь заем с целью перепродажи своим клиентам. Выпуск облигаций – это более дешевый способ финансирования, чем выпуск

акций, так как по закону процент по облигациям выплачивается из прибыли до налогообложения.

Муниципальные облигации выпускаются с целью мобилизации средств для строительства или ремонта объектов общественного пользования: дорог, мостов, водопроводной системы и т.п.

Государственные облигации – ценные бумаги, эмитируемые государством с целью привлечения в государственный бюджет части заемных средств. Доходы, получаемые от ценных бумаг государства, в отличие от корпоративных ценных бумаг, имеют льготное налогообложение.

Облигации и акции имеют номинал и рыночную цену. Рыночная цена облигации, выраженная в процентах к ее номиналу, называется курсом облигации. Если рыночная цена облигации выше номинала, то говорят, что она продается с премией. Если цена меньше номинала, то новый владелец покупает ее с дисконтом. Если покупатель платит номинал, то имеет место паритет. Какова бы ни была рыночная цена облигации, процент по ней исчисляется к номиналу.

Рыночная цена облигации определяется, с одной стороны, условиями самого займа, а с другой стороны, ситуацией, складывающейся в каждый данный момент на рынке. Если там появляются новые облигационные займы с более высокой купонной ставкой, то это обстоятельство может оказать воздействие на уже обращающиеся облигации двояким образом.

Во-первых, если облигаций с новыми условиями займа накопилось критическое количество, то курсы облигаций предыдущих выпусков с более низкими ставками будут падать. Так как погашение таких облигаций будет происходить все равно по номиналу, то возникающая разница компенсирует их новому владельцу более низкий доход.

Во-вторых, если же эти облигации составляют явное меньшинство, они продаются по курсу выше номинала (с премией), что выравнивает доходы владельцев старых и новых облигаций.

Большинство корпораций назначают номинал по обыкновенным акциям. Он напечатан на титуле акции и имеет информационный характер, указывая размер уставного капитала приходящегося на одну акцию. Номинал не имеет никакого отношения и к дальнейшему движению рыночной цены акции. Он играет важную роль лишь при первичном размещении акций. Это эмиссионная цена акции. Если акция была уже публично продана, то ее цена (курс) формируется всеми инвесторами, принимающими участие в торгах. Рыночная цена акции определяется низшей ценой, за которую продавцы согласны ее уступить, и высшей ценой, которую покупатель готов заплатить. Ни корпорация, никто другой не может фиксировать рыночную цену акции.

Кроме эмиссионной и рыночной цен, акции имеют и балансовую цену. Это так называемая бухгалтерская или «книжная» цена, определяемая на основе документов финансовой отчетности. Она исчисляется путем деления чистой стоимости активов (активы корпорации минус ее пассивы) на количество размещенных акций, т.е. величиной принадлежащего акционерам капитала, приходящейся на одну акцию.

Корпорация имеет право выпускать обыкновенные акции без указания номинальной стоимости на ней. Они сразу же продаются по курсу. В этом случае на сертификате акции указывается, что капитал компании разбит на определенное число долей (акций). При ликвидации корпорации эти акции гарантируют акционерам возврат определенной части активов, а не всей номинальной стоимости.

По критерию времени эмиссии ЦБ фондовый рынок делится на *первичный* и *вторичный*. Первичный рынок объединяет фазу конструирования нового выпуска, а также повторных эмиссий ЦБ и их первичного размещения. На вторичном рынке обращаются ранее эмитированные на первичном рынке ЦБ.

Законодательно первичный рынок ценных бумаг определяется как отношения, складывающиеся при эмиссии (для инвестиционных ценных бумаг) или при заключении гражданско-правовых сделок между лицами, принимающими на себя обязательства по иным ценным бумагам, и первыми инвесторами, профессиональными участниками рынка ценных бумаг, а также их представителями. Таким образом, первичный рынок – это рынок первых и повторных эмиссий ценных бумаг, на котором осуществляется их начальное размещение среди инвесторов.

Механизм формирования первичного рынка ЦБ приведен на рис. 4.

Важнейшей чертой первичного рынка является полное раскрытие информации для инвесторов, позволяющее сделать обоснованный выбор ценной бумаги для вложения денежных средств. Вся деятельность на первичном рынке служит для раскрытия информации: подготовка проспекта эмиссии, его регистрация и контроль государственными органами с позиций полноты представленных данных, публикация проспекта и итогов подписки и т.д.

Существует две формы первичного рынка ценных бумаг:

частное размещение;

публичное предложение.

Частное размещение характеризуется продажей (обменом) ценных бумаг ограниченному количеству заранее известных инвесторов без публичного предложения и продажи. Публичное предложение – это размещение ценных бумаг при их первичной эмиссии путем публичных объявлений и продажи неограниченному числу инвесторов. Соотношение между публичным предложением и частным размещением постоянно меняется и зависит от типа финансирования, который избирают предприятия в той или иной экономике, от структурных преобразований, которые проводит правительство той или иной страны, и других факторов (см. табл. 1).



Рис. 4. Схема формирования первичного рынка ЦБ и взаимосвязи его со вторичным рынком

Таблица 1

Формы и условия организации первичного фондового рынка в западных странах и России

Формы первичного фондового рынка		
Страна	Частное размещение	Публичное размещение
США	Любой выпуск ценных бумаг, предназначенных для обмена на уже существующие ценные бумаги в рамках известной группы держателей; предложение ценных бумаг не более чем 35 инвесторам на сумму не более 5 млн. долл.; любые ценные бумаги при их выпуске на сумму не более 1,5 млн. долл.	Ценные бумаги, не относящиеся к указанным в составе частного размещения
Япония	Понятие частного размещения не используется. Выделяются следующие формы первичной эмиссии не относящиеся к публичному предложению: предложение ценных бумаг отобранным лицам (директорату, работникам компании и т.д.); предложение подписных прав на новые акции уже имеющимся акционерам компании; сплит акций.	Публичное предложение ценных бумаг без предоставления подписных прав заранее известным инвесторам.
Россия	Размещение ценных бумаг: без публичного объявления; без проведения рекламной компании; без регистрации и публикации проспекта эмиссии; среди заранее известного числа инвесторов или на сумму (до 100 включительно) во все времена обращения ценной бумаги или на сумму более 50 млн руб.	Размещение ценных бумаг: путем открытой продажи; с публикацией и регистрацией проспекта эмиссии; среди потенциально не ограниченного числа инвесторов или на сумму более 50 млн руб.

Публичная подписка или публичное размещение ценных бумаг применяется тогда, когда корпорация принимает решение превратиться из частной в публичное акционерное общество с большим количеством акционеров. Разница не просто в количестве эмитируемых акций: речь идет о контроле над предприятием, который может в этих условиях перейти от учредителей к владельцам контрольного пакета акций. Публичное предложение большого количества тиражированных акций дает эмитенту огромное средства, которые открывают возможности расширения, модернизации, диверсификации деятельности, делает компанию известной, она переходит на новый, более высокий уровень престижности. Первичные рынки

отдельных видов ценных бумаг имеют свои особенности организации. Так, в США первичный рынок для правительственных вновь эмитированных облигаций закреплен за 41 компанией, зарегистрированных в качестве первичного дилера по правительственным бумагам.

Относительно небольшая доля ценных бумаг после первичного распределения остается в портфелях держателей до истечения срока облигаций (или в течение всего срока существования предприятия, если речь идет об акциях). Ценные бумаги в большинстве случаев приобретаются для извлечения дохода не столько из процентных выплат, сколько от перепродажи.

В России используется смешанная модель фондового рынка, на котором одновременно и с равными правами присутствуют и коммерческие банки, имеющие все права на операции с ЦБ, и небанковские инвестиционные институты. Рынок ценных бумаг в России - это молодой, динамичный рынок с быстро нарастающими объемами операций, со все более изощренными финансовыми инструментами и диверсифицированной регулятивной и информационной структурой. Официальная статистика по многим компонентам этого рынка отсутствует, поэтому при его анализе преобладают экспертные оценки. Его можно охарактеризовать следующими качественными характеристиками:

небольшими объемами и неликвидностью;

«неоформленностью» в макроэкономическом смысле (неизвестно соотношение сил на фондовом рынке и т.п.);

неразвитостью материальной базы, технологий торговли, регулятивной и информационной инфраструктуры;

раздробленной системой государственного регулирования;

отсутствием государственной долгосрочной политики его формирования и регулирования;

высокой степенью всех рисков, связанных с ЦБ, в частности нестабильностью в движениях курсов акций и, как правило, низкими инвестиционными качествами ЦБ;

значительными масштабами грюндерства, то есть агрессивной политикой учреждения нежизнеспособных компаний;

отсутствием открытого доступа к макро- и микроэкономической информации о его состоянии;

инвестиционным дефицитом;

отсутствием обученного персонала и крупных, заслуживших общественное доверие инвестиционных институтов;

агрессивностью и острой конкуренцией при отсутствии традиций деловой этики;

высокой долей спекулятивного оборота, сокращающего производственные инвестиции в ЦБ.

Несмотря на все отрицательные характеристики, современный российский фондовый рынок - это динамичный рынок, развивающийся на основе: масштабной приватизации и связанного с ней массового выпуска ЦБ; быстро расширяющейся практики покрытия дефицитов федерального и местного бюджетов за счет выпуска долговых ЦБ; реализации крупных инвестиционных проектов производственного характера; расширяющегося выпуска предприятиями и регионами облигационных займов; быстрого улучшения технологической базы рынка; открывшегося доступа на международные рынки капитала; быстрого становления масштабной сети институтов - профессиональных участников рынка ЦБ и других факторов.

Основными событиями на российском рынке капиталов явились:

f падение процентных ставок (в том числе – по внутренним государственным облигациям), явившееся естественным следствием жесткой денежной политики правительства и снижения инфляции;

f получение Россией международного кредитного рейтинга, выход России и российских регионов на международный рынок долговых обязательств;

f резкий рост российского рынка акций, сделавший Россию в последние полтора года самым быстрорастущим развивающимся рынком капиталов в мире;

f массированный выход российских компаний на международный рынок ценных бумаг; создание успешного прецедента первичного публичного предложения акций российской компании на международном фондовом рынке;

f развитие инфраструктуры фондового рынка, появление на внутрироссийском рынке механизмов коллективных инвестиций, быстрое развитие биржевой торговли и депозитарной инфраструктуры;

f существенное увеличение потока зарубежных портфельных инвестиций в российские ценные бумаги; снижение интереса иностранных инвесторов к инвестициям в ГКО при огромном интересе к рынку российских акций и еврооблигаций.

Наряду с ростом рынка последние годы ознаменовались возникновением еще одной важнейшей тенденции – российские компании приступили к привлечению капиталов и долгосрочных заемных ресурсов на международном финансовом рынке. В 1996 г. АО «Вымпелком», являющееся одним из ведущих операторов мобильной связи в Москве, первой из российских компаний выступила с первичным публичным предложением (IPO – initial public offering) своих акций на Нью-Йоркской фондовой бирже и успешно привлекла более 60 миллионов долларов в свой уставный капитал. Российские компании и банки в 1997 г. приступили и к международным заимствованиям через облигационные займы – четыре российских эмитента выпустили еврооблигации на общую сумму 650 млн долл. Еще 15 ком-

паний и банков выпустили в течение 1997-98 гг. еврозаймы на общую сумму как минимум 5 млрд. долл. Активно начало развиваться и финансирование крупных российских компаний через привлечение синдицированных кредитов.

Существенные изменения происходят и в области инфраструктуры российского фондового рынка. Заложена законодательная основа создания единой депозитарной системы, после долгого затижья вновь стремительно стала развиваться биржевая торговля корпоративными ценными бумагами. Началось формирование внутрироссийской системы коллективных инвестиций, что очень важно для устойчивого развития рынка капиталов – в России появились паевые инвестиционные фонды и т.н. общие фонды банковского управления.

Значительные изменения произошли в поведении зарубежных портфельных инвесторов на российском фондовом рынке. Они включают в себя:

- резкое увеличение объема портфельных инвестиций в российские ЦБ;

- быстрый рост числа фондов, инвестирующих в Россию, выход на российский рынок все большего числа западных институциональных инвесторов, брокеров и инвестиционных банков;

- постоянное повышение инвестиционной привлекательности акций и еврооблигаций российских эмитентов;

- все более активное участие западных финансовых структур в проектах по корпоративному финансированию российских компаний и субъектов Российской Федерации.

Портфельные инвестиции на российском рынке ценных бумаг можно разделить на несколько основных типов:

- приобретение крупных пакетов акций приватизируемых компаний на инвестиционных конкурсах и аукционах;

- f** инвестиции в обращающиеся на вторичном рынке ликвидные акции;
- f** инвестиции в еврооблигации России, субъектов РФ, российских компаний и банков;
- f** инвестиции в государственные ЦБ на внутривнутрироссийском рынке.

Рост вложений в российские акции в описываемый период объяснялся в первую очередь быстрым ростом их цен. Россия привлекла внимание финансовых менеджеров всего мира – крупнейшие финансовые группы и брокерские компании устремились на российский рынок; открытие офисов этих компаний в Москве приняло буквально лавинообразный характер. Признанием значимости рынка России является и включение российских акций в сводные индексы “возникающих рынков”, рассчитываемые Международной финансовой корпорацией и инвестиционным банком Morgan Stanley. Значительная часть вложений в российские акции приходится на оффшорные инвестиционные фонды, управляемые как ведущими международными финансовыми группами (Flemings, Regent, Templeton etc.), так и вновь возникшими быстрорастущими компаниями. Интересной особенностью деятельности зарубежных финансовых институтов стал бум активности международных инвестиционных банков в области российских корпоративных финансов. Огромный спрос со стороны российских регионов и компаний на зарубежные ресурсы привел к тому, что работа по организации выпуска корпоративных ЦБ и привлечению синдицированных кредитов стала наиболее прибыльным бизнесом на русском рынке. Так, организация описанного выше предложения акций АО «Вымпелком» на американском фондовом рынке принесла, по независимым оценкам, менеджеру выпуска – инвестиционному банку «Ренессанс-Капитал» свыше 20 млн долл. На этом рынке безусловно лидируют крупнейшие мировые инвестиционные банки - JP Morgan, SBC Warburg (еврооблигации РФ), Salomon Brothers (еврооблигации Санкт-Петербурга,, АО “Сибнефть”, ЛУКойл),

Credit Suisse First Boston (еврооблигации Москвы, Московской городской телефонной сети), ING-Barings (еврооблигации Нижегородской и Иркутской областей). С точки зрения банков этот бизнес выгодно отличается от простого инвестирования на рынке акций гораздо большей стабильностью при вполне сравнимой доходности.

Развитие рынка капиталов в России и поведение на нем иностранных инвесторов интересно рассмотреть с точки зрения сравнения России с другими “возникающими рынками” капиталов. Интересная теория развития “возникающих рынков”, позволяющая, в частности, прогнозировать будущее развития российского рынка ЦБ, разработана американским аналитиком Марком Фабером [4].

Согласно теории Фабера, каждый “возникающий рынок” капиталов развивается циклически, проходя в каждом цикле шесть основных фаз (см. рис.5):

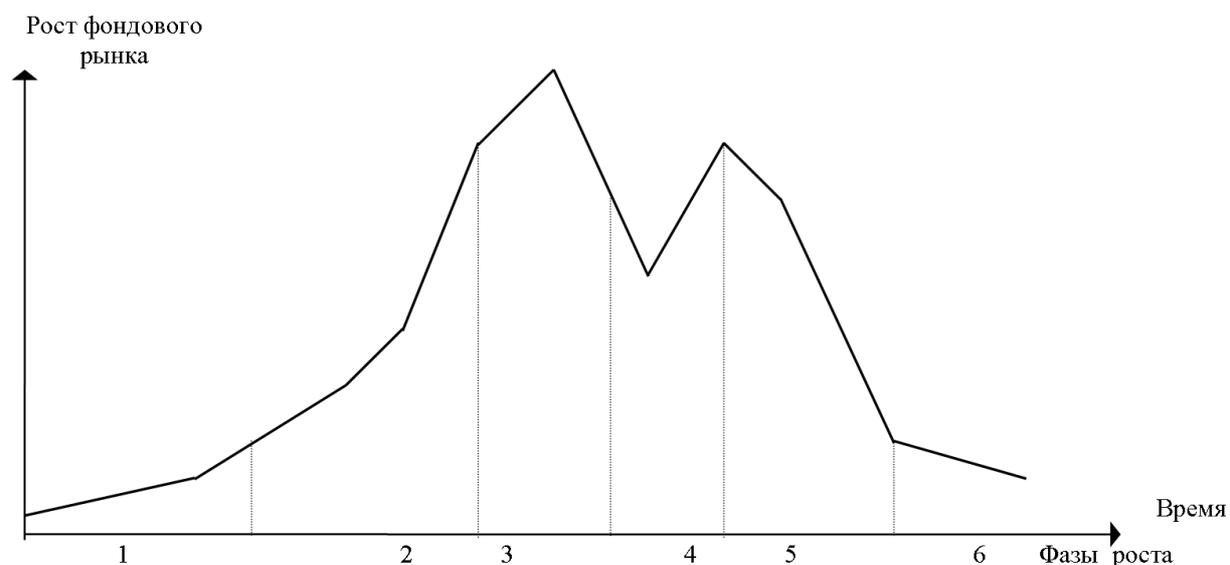


Рис.5. Циклы Фабера: шесть фаз развития

Фаза 1 - стадия начала роста. Характеризуется экономическим ростом, доминированием на рынке внутренних инвесторов, масштабными изменениями в экономической политике. Рынок ЦБ недооценен и начинает быстро расти.

Фазы 2 и 3 - стадии быстрого роста. Характеризуются быстрым ростом экономики, массированным вторжением на рынок иностранных инвесторов, стремительным ростом курсов ЦБ. В этих фазах, согласно Фаберу, инвесторы совершают “ошибку оптимизма”, полагая, что рост рынка будет длиться практически бесконечно. К середине фазы 3 за счет этой ошибки и массированного вливания денег портфельных инвесторов рынок ЦБ становится переоцененным. Происходит перелом рынка, за которым следует долгосрочное падение.

Фазы 4 и 5 - стадии падения. В фазе 4 еще возможны краткосрочные подъемы, однако в фазе 5 происходит окончательный спад на рынке, сопровождающийся падением прибыли корпораций.

Фаза 6 - заключительная и низшая фаза цикла, в которой инвесторы совершают “ошибку пессимизма”.

Марк Фабер сопровождает свою теорию обширной выборкой примеров развития рынков капиталов стран Юго-Восточной Азии - классических “возникающих рынков”. Он отмечает, что к концу 1993 г. практически все эти рынки (за исключением Китая и Вьетнама) находились в фазах 3 и 4. Следствием “ошибки оптимизма”, совершенной иностранными инвесторами во второй половине 80-х годов, явилось то, что на протяжении нескольких лет за счет притока иностранных портфельных инвестиций рынок ценных бумаг рос в несколько раз быстрее, чем реальные активы компаний. Это, в свою очередь, привело к тому, что этот рынок был переоценен. Кризис на рынках капиталов стран Юго-Восточной Азии, разразившийся в 1997 г. и сопровождающийся падением курсов ЦБ, лишь подтверждает правоту теории циклов Фабера [7, 8, 9].

В этой связи было бы интересно рассмотреть с точки зрения теории Фабера текущее состояние и перспективы развития российского рынка ЦБ, который сейчас вызывает огромный интерес со стороны западных портфельных инвесторов. Российский рынок капиталов имеет несколько дру-

гую историю, чем рынки стран Юго-Восточной Азии - там катализатором роста стало бурное развитие экспортно-ориентированных отраслей, в России же рынок изначально обязан и своим появлением, и быстрым ростом процессу массовой приватизации и общего разгосударствления экономики. Вместе с тем, можно сказать, что теория Фабера вполне применима и к российскому рынку капиталов, особенно для современного этапа его развития, на котором роль экспортноориентированных отраслей, и в частности, отраслей ТЭК стала доминирующей.

Вплоть до начала 1996 г. российский рынок капиталов находился, если следовать классификации Фабера, в фазе 1 - несмотря на огромную потенциальную привлекательность рынка в целом, высокие процентные ставки и явную недооцененность российских акций, иностранные портфельные инвесторы явно воздерживались от инвестиций на рынке России, опасаясь политической и макроэкономической нестабильности. В 1996 г. российский фондовый рынок по всем позициям перешел в стадию роста. Хорошей иллюстрацией этого роста на примере рынка акций может служить график долларového МТ-индекса (рис.б), на котором ясно виден перелом тренда в первой половине 1996 г. Сейчас российский рынок находится, по Фаберу, в фазе 2 (быстрый рост), сопровождающейся позитивными макроэкономическими и политическими переменами. Резкий рост притока иностранных портфельных инвестиций в российские ЦБ подтверждает это. В то же время современный российский рынок ЦБ, по последним экспертным данным, близок к переоценке, что обусловлено в значительной степени беспрецедентным ростом цен на нефть. Вместе с тем, анализ фондового рынка с точки зрения теории Фабера указывает на то, что рано или поздно рынок будет переоценен и перейдет в стадию спада.



Рис.6. График МТ-индекса и переход российского фондового рынка к фазе 2

Подводя итоги всего вышесказанного, можно сделать вывод, что в стране сложилась основа для долгосрочного стабильного развития финансового рынка и достигнуты первые значительные успехи. К числу успехов, ставящих Россию на одно из первых мест среди стран с так называемыми “возникающими рынками” капиталов, относятся:

- резкий рост объемов иностранных портфельных инвестиций в российские ЦБ;

- получение Россией международного кредитного рейтинга и выход страны на рынок международных коммерческих заимствований;

- начавшийся выход российских компаний и регионов на финансовые рынки с целью привлечения долгосрочных финансовых ресурсов;

- начало формирования механизмов внутренних коллективных инвестиций.

Все эти перемены позволяют надеяться на устойчивое развитие российского фондового рынка и на высокую активность на нем иностранных

инвесторов, что, безусловно, должно создать предпосылки для инвестиционного подъема предприятий и оказать содействие экономике России в целом в период ее перехода к долгосрочному росту.

Литература

1. Голосов В. Международный рынок ценных бумаг. – Российский экономический журнал, №6, 1993г.
2. Рынок ценных бумаг и его финансовые институты. / Под редакцией В.С. Торкановского – Санкт-Петербург, АО «Компакт», 1994г.
3. Иностранные инвестиции в России: современное состояние и перспективы. / Под редакцией И.П. Фаминского – Москва, Международные отношения, 1995г.
4. Автономов М.Ю. Рынок ценных бумаг. – Москва, Финансы и статистика, 1992г.
5. Миркин Я.М. Ценные бумаги и фондовый рынок. – Москва, Перспектива, 1995г.
6. Алексеев М.Ю. Рынок ценных бумаг. Биржи. – Российский экономический журнал, №4, 1994г.
7. Симилютина Н.В. Некоторые виды ценных бумаг в мировой практике и в РФ. – Финансовая газета, №22, 1993г.
8. Алексеев М.Ю. Рынок ценных бумаг и его участники. – Бухгалтерский учет, №2, 1992г.
9. Российский фондовый рынок: Законы, комментарии, рекомендации. / Под редакцией Козлова А.А. – Москва, Банки и биржи, ЮНИТ, 1994г.