

ГОСУДАРСТВЕННЫЙ УНИВЕРСИТЕТ
ВЫСШАЯ ШКОЛА ЭКОНОМИКИ

Ю. А. Данилов

О МИФАХ ФОНДОВОГО РЫНКА
ДОКЛАД НА СЕМИНАРЕ
“ИНСТИТУЦИОНАЛЬНЫЕ ПРОБЛЕМЫ
РОССИЙСКОЙ ЭКОНОМИКИ”

Препринт WP1/2003/05

Серия WP1

Институциональные проблемы
российской экономики

Москва
ГУ ВШЭ
2003

УДК 336.76
ББК 5.262.2
Д 18

Д 18 **Данилов Ю.А.** О мифах фондового рынка. Доклад на семинаре “Институциональные проблемы российской экономики”. Препринт WP1/2003/05 — М.: ГУ ВШЭ, 2003. — 60 с.

Доклад посвящен опровержению ряда устоявшихся представлений о роли и основных характеристиках российского фондового рынка. В докладе рассматриваются 9 тезисов, которые не соответствуют существующей действительности, что подтверждается приводимыми результатами исследований. Доклад проиллюстрирован обширным фактическим материалом. Утверждается, что фондовый рынок начал выполнять свои макроэкономические функции. Исследуются факторы качественных изменений фондового рынка, позволившие ему превратиться в механизм трансформации сбережений в инвестиции. Рассмотрены причины сохранения мифов.

УДК 336.76
ББК 5.262.2

Препринты ГУ ВШЭ размещаются на сайте:
<http://www.hse.ru/science/preprint/>

© Данилов Ю.А. 2003
© Оформление. ГУ ВШЭ, 2003

ВВОДНЫЕ ЗАМЕЧАНИЯ

Настоящий доклад в кратком виде впервые был представлен на 4-й Международной научно-практической конференции “Модернизация экономики России: социальный контекст”, проходившей 2—4 апреля 2003 г. в Высшей школе экономики. Он вызвал ряд острых критических выступлений оппонентов, и поэтому был отдельно обсужден на семинаре “Институциональные проблемы российской экономики” 25 апреля 2003 г.

Доклад сделан в жанре, который был впервые использован в российской экономической мысли А. Н. Илларионовым — “опровержение мифов”. Этот жанр накладывает ряд ограничений, среди которых необходимо отметить следующее. Мифологизация всегда имеет комплексный характер, поэтому для опровержения мифов необходимо одновременно рассмотреть несколько опровергаемых тезисов, логически увязанных между собой. В рамках даже диссертационной работы на защиту выносятся, как правило, два-три тезиса. Выбранный жанр требует сжатого критического рассмотрения достаточно большого количества тезисов. Поэтому в докладе ряд аспектов доказывания приведен в сжатой форме, что, впрочем, способствует развертыванию дискуссии, которая, на мой взгляд, сегодня крайне необходима для разработки предложений по дальнейшему развитию финансового рынка.

Автор выражает искреннюю признательность и благодарность всем участникам обсуждения доклада — А.Л. Ведеву, Л.М. Григорьеву, В.Р. Евстигнееву, П.В. Кузнецову, А.Л. Саватюгину и другим. Особая благодарность А.Л. Ведеву и В.Р. Евстигнееву, чьи замечания привели к смягчению ряда тезисов, ранее заявленных автором в неоправданно жесткой форме. Отдельное спасибо А.А. Яковлеву, благодаря которому стало возможно всестороннее обсуждение доклада, благодаря чему были устранены многие слабые места.

Терминология

Термин “фондовый рынок” не определен в российском законодательстве, тем не менее, активно используется в средствах массовой информации, научной литературе и программах социально-экономического развития и т. п. В настоящем докладе под фондовым рынком понимается рынок

эмиссионных ценных бумаг — акций и облигаций, которые могут быть использованы в качестве инструментов привлечения долгосрочных инвестиций. Другими словами, фондовый рынок — это механизм обеспечения финансирования воспроизводства основного капитала.

С точки зрения юристов, употребление термина “фондовый рынок” в российских условиях некорректно именно в силу его неопределенности, поэтому они чаще всего заменяют этот термин термином “рынок ценных бумаг” в том понимании, которое содержится в Федеральном законе “О рынке ценных бумаг”. Однако этот подход имеет свои существенные недостатки, так как под ценными бумагами как в экономических трудах, так и в ряде нормативных актов (в первую очередь, в Гражданском кодексе РФ) понимаются не только акции и облигации, но и другие ценные бумаги, не предназначенные для финансирования воспроизводства основного капитала.

С точки зрения экономической теории наиболее близким синонимом термина “фондовый рынок” выступает термин “рынок капитала” (capital market). Я бы даже сказал, что это полный синоним, если использовать понятие “рынок капитала” максимально корректно. Однако в российской экономической литературе, наряду с точными трактовками, распространилась и весьма вольная, излишне расширительная трактовка этого термина, следуя которой, некоторые исследователи под рынком капитала понимают даже финансовый рынок в целом.

В российской экономической литературе встречаются самые разнообразные трактовки понятия “фондовый рынок”. В расширительной трактовке под фондовым рынком понимается рынок достаточно широкого набора финансовых инструментов (всех ценных бумаг, включая векселя, чеки и т. д.). В наиболее узкой трактовке — только рынок акций, или, более того, только обыкновенных акций. Относя к фондовому рынку рынок акций и облигаций, мы занимаем промежуточную, как представляется, наиболее точную по смыслу позицию.

С точки зрения зарубежного опыта понятие “фондовый рынок” (stock market) объединяет рынки акций (equities market), облигаций (bonds market) и производных инструментов на фондовые ценности (stock derivatives), под которыми понимаются фьючерсы и опционы на акции и индексы¹.

¹ В настоящем докладе мы не будем подробно анализировать особенности использования термина “stock” в США (где основное значение этого термина — акции) и Великобритании (здесь в содержание этого термина включаются не только корпоративные акции и облигации, но и правительственные облигации). Следует лишь отметить, что словосочетание “stock market” практически идентично по смыслу словосочетанию “stock exchange”, т. е. несет дополнительную смысловую нагрузку, отражающую организованный характер такого рынка. Поэтому, говоря о том, что термин “stock” (stocks) объединяет термины “equities” и “bonds”, мы ориентируемся в первую очередь на формат использования данного термина в документах международных

В настоящем докладе мы не будем рассматривать рынок фондовых производных инструментов, так как, во-первых, это тема отдельного исследования, и, во-вторых, данный сегмент фондового рынка не имеет прямого отношения к реципиентам инвестиций, с точки зрения которых мы и рассматриваем фондовый рынок. В то же время необходимо отметить, что российский рынок фондовых деривативов уже существует, по крайней мере, в части инструментов срочного рынка, что, безусловно, способствует формированию нового качества фондового рынка России в целом.

Предмет исследования

Предмет исследования — российский фондовый рынок — будет анализироваться именно как механизм привлечения долгосрочных инвестиций российскими предприятиями. В настоящем докладе сделана попытка учесть при анализе фондового рынка позиции и интересы различных сторон, во взаимодействии которых осуществляется функционирование фондового рынка. До последнего времени вольно или невольно исследователи ориентировались на точку зрения профессиональных участников рынка, либо на преимущественно спекулятивную точку зрения².

Для того, чтобы обеспечить комплексное восприятие фондового рынка, мы должны также встать на позицию российского предприятия, которое использует или может использовать фондовый рынок как реципиент инвестиций. Поэтому для нас будут интересны такие характеристики фондового рынка, как возможности привлечения инвестиций (прежде всего долгосрочных), относительная эффективность данного механизма привлечения инвестиций по сравнению с другими механизмами (каналами) привлечения инвестиций, альтернативы привлечения инвестиций в рамках собственно фондового рынка. Следует отметить, что такая точка зрения на фондовый рынок несколько отличается от точек зрения инвесторов и профессиональных участников рынка ценных бумаг, для которых более важными являются иные характеристики фондового рынка (прежде всего, динамика индексов)³.

организаций (прежде всего, WFE — Всемирной федерации бирж), в которых нивелируются национальные особенности использования данного термина.

² Заметим, что термины “спекулянт”, “спекулятивный” (спекулятивная точка зрения) не несут в себе какого-либо негатива. Спекулянт (краткосрочный или сверхкраткосрочный инвестор) — одна из важнейших фигур фондового рынка, обеспечивающая, в том числе, необходимую ликвидность рынка и снимающая краткосрочные диспропорции рынка.

³ Следует отметить, что улучшение характеристик фондового рынка с точки зрения реципиентов инвестиций (эмитентов) может сопровождаться ухудшением характеристик фондового рынка с точки зрения инвесторов, особенно спекулятивных инвесторов. Интересы конкрет-

Исследование фондового рынка с позиции реципиента инвестиций позволяет наиболее полно охватить исследованием те аспекты функционирования фондового рынка, которые определяют его в качестве элемента национальной экономики, раскрыть степень выполнения фондовым рынком своих макроэкономических функций. Ведь с макроэкономической точки зрения основными показателями функционирования фондового рынка выступают объем долгосрочных инвестиций, направленных через фондовый рынок в реальный сектор экономики, и условия предоставления этих инвестиций, т. е. эффективность их привлечения⁴.

Становясь на позицию реципиентов инвестиций, мы тем самым обязаны принять во внимание не только внутренние российские рынки ценных бумаг, но и внешние рынки⁵. Российские предприятия, рассматривающие вопрос привлечения инвестиций, могут выбирать между внутренними и внешними рынками в зависимости от текущей конъюнктуры этих рынков, целей привлечения инвестиций, имеющихся ограничений (как со стороны реципиентов, так и со стороны рынков). В обращении конкретного российского предприятия к тому или иному сегменту рынка ценных бумаг проявляется и специфика поведения этого предприятия, его цели и ограничения, в том числе в сфере корпоративного управления.

ных реципиентов (эмитентов) объективно противоположны интересам противостоящих им инвесторов в момент размещения ценных бумаг, но в части обобщающих характеристик фондового рынка они могут совпадать. Интересы спекулятивных инвесторов значительно реже совпадают с интересами эмитентов, и именно это мы наблюдаем на современном российском фондовом рынке. Произошедшие изменения объективно улучшили характеристики рынка для эмитентов и ухудшили ряд характеристик для спекулянтов. Например, снижение волатильности объективно хорошо для эмитентов и консервативных долгосрочных инвесторов, но плохо для краткосрочных спекулянтов. Именно поэтому мы часто сталкиваемся с мнением о том, что сегодняшний фондовый рынок еще не восстановился после кризиса.

⁴ В настоящем докладе мы уходим от детального рассмотрения вопроса об иерархии макроэкономических функций фондового рынка, ограничившись лишь указанием на существование иных взглядов на то, какая из функций фондового рынка является основной с макроэкономической точки зрения. Так, В. Р. Евстигнеев, выделяя пять задач для фондового рынка, понимаемого в узком смысле, — рынка акций (формирование эффективных портфелей; страхование макроэкономических рисков; обеспечение кредитной экспансии; приобретение контроля; привлечение инвестиционных ресурсов) — в качестве основной указывает функцию обеспечения кредитной экспансии (Евстигнеев В. Р. Портфельные инвестиции в мире и России: выбор стратегии. М.: Эдиториал УРСС, 2002. С. 21).

⁵ Аналогичную позицию занимают большинство исследователей процесса привлечения инвестиций предприятиями стран с развивающимися финансовыми рынками — см., например, Pagano M., Randl O., Röell A., Zechner J. What Makes Stock Exchange Succeed? Evidence from Cross-Listing Decisions. CERP Discussion Paper, 2001. No. 2683; Claessens S., Klingebiel D., Schmukler S.L. Explaining the Migration of Stock from Exchanges in Emerging Economies to International Centers. WIDER discussion Paper, 2002. No. WOP 2002/94. Близкий подход содержится также в последних докладах Международного валютного фонда по глобальной финансовой стабильности: IMF. Global Financial Stability Report. June 2002; IMF. Global Financial Stability Report. Market Developments and Issues. March 2003.

Однако необходимо заметить, что вышесказанное не означает игнорирования тех параметров фондового рынка, которые важны для других его основных участников — инвесторов и профессиональных посредников. Как уже отмечалось, только в сочетании интересов всех основных участников рынка возможно его функционирование. Более того, мы исходим из того, что основным ограничением развития фондового рынка в целом в тот или иной момент времени выступает ограничение со стороны любого из основных участников (фигурантов) рынка, которое в данный момент времени является наиболее жестким ограничением среди всех ограничений, вне зависимости от того, с какой группой участников фондового рынка это ограничение непосредственно связано.

Эффективность национального фондового рынка зависит от его эффективности как с точки зрения эмитентов, так и с точки зрения инвесторов, и отчасти с точки зрения финансовых посредников. Макроэкономическая эффективность, понимаемая как соотношение результата — объема перераспределенных посредством фондового рынка инвестиционных ресурсов и затрат (под которыми понимаются как стоимость привлеченного капитала и иные собственно инвестиционные характеристики, так и трансакционные издержки), ближе всего к позиции реципиента инвестиций, так как для него также результатом выступает объем привлеченного капитала, а затратами — стоимость капитала и трансакционные издержки на его привлечение.

В то же время, достижение понимаемой таким образом эффективности невозможно без достижения определенного уровня эффективности фондового рынка и с точек зрения инвесторов и профессиональных участников рынка. Кроме того, эффективное привлечение инвестиций (а, следовательно, и эффективное функционирование первичного рынка) невозможно без достаточно эффективного функционирования вторичного рынка, на котором собственно реципиент инвестиций не присутствует, но от параметров которого прямо зависят параметры привлечения инвестиций. Поэтому мы в настоящем докладе не ограничиваемся исследованием исключительно первичного рынка, но и анализируем количественные и качественные параметры вторичного рынка.

МИФЫ О ФОНДОВОМ РЫНКЕ

Причины и следствия господства мифов

В настоящее время восприятие фондового рынка в общественном сознании, его отражение в средствах массовой информации, в экономической литературе, и, отчасти, в политической элите, можно охарактеризовать как искаженное, не соответствующее действительности. Другими словами, большинство тех знаний о фондовом рынке, которыми обладают современные экономисты, журналисты и политики, являются мифами⁶. Мифами о собственно фондовом рынке, а также мифами о финансовом рынке в целом, иногда и о ряде макроэкономических параметров. Лишь относительно немногие работы отечественных экономистов в целом адекватно описывают состояние российского фондового рынка⁷.

Видятся две основные причины мифологизации фондового рынка:

1. Стремительное изменение экономической ситуации в стране (в том числе изменение поведения российских предприятий), ведущее к быстрому устареванию представлений о фондовом рынке⁸.

⁶ Миф — это ложные, оторванные от действительности состояния сознания, концепций, представления (Большой энциклопедический словарь. М., 1998. С. 739). Необходимо отметить, что столь простое определение мифа не учитывает его возможности определять действительность, его силы над сознанием многих людей. В соответствии с теоремой американского социолога У. А. Томаса, если в миф все верят и действуют в соответствии с ним, он становится частью действительности. Мифы задают общепринятый стереотип мышления. В рамках мифологической картины все кажется рациональным, а те факты, которые противоречат мифологии, воспринимаются как незначительные, либо как ересь. Преодоление мифологии в экономической мысли возможно только при использовании реальных экономических показателей, анализ которых ведется максимально объективно.

⁷ Среди большого количества работ, касающихся проблем развития российского фондового рынка, особняком стоят фундаментальные работы В. Р. Евстигнеева, в которых отражены те перемены, которые происходили и происходят с российским фондовым рынком в последние годы. Автор приходит к выводу о том, что “Российский рынок в 1995—2001 гг. поступательно приближается к эффективному состоянию (с перерывом в 1997—1998 гг.)... происходит существенная нормализация российского рынка как в смысле приближения к предельному информационно эффективному состоянию, так и в смысле сближения с мировым рынком” (Евстигнеев В. Р. Поведение институциональных портфельных инвесторов на американском и российском рынке акций: сравнительный анализ. Автореф. дисс. на соискание ученой степени доктора экономических наук. М., 2003. С. 14); “о периферийном отечественном рынке нельзя говорить как о принципиально менее эффективном” (Там же. С. 28). Весьма знаменательно, что, подходя к анализу российского фондового рынка с позиции портфельного инвестора, В. Р. Евстигнеев приходит к выводу о том, “что 2001 год стал переломным в развитии отечественного фондового рынка” (Евстигнеев В. Р. Портфельные инвестиции в мире и России: выбор стратегии. М.: Эдиториал УРСС, 2002. С. 20. Указание на переломный характер 2001 г. содержится также на с. 87, 184, 225).

⁸ Необходимо отметить, что достаточно только одной из двух перечисленных причин, для того, чтобы работа продолжала традиции мифотворчества. В одной из первых попыток отойти от анализа фондового рынка с точки зрения краткосрочного инвестора (спекулянта) и пред-

2. Преобладание анализа развития фондового рынка с точки зрения краткосрочных инвесторов и мелких профессиональных участников рынка, которую можно описать как точку зрения спекулянта⁹.

Господство мифов о фондовом рынке оказывает негативное воздействие на развитие как фондового рынка, так и национальной экономики в целом. Мифы способствуют формированию искаженных ориентиров и прогнозов социально-экономического развития страны. В политической элите на полном серьезе обсуждается вопрос: “А нужен ли нам фондовый рынок? Стоит ли тратить силы на его развитие, если он все равно уйдет за границу?”. Представления части политического руководства о спекулятивном характере фондового рынка способствуют снижению внимания к вопросам необходимости снятия ограничений на пути развития внутреннего фондового рынка, расходятся с потребностями наиболее динамично развивающихся корпораций в привлечении инвестиций.

Господство мифов о фондовом рынке формирует и неверные приоритеты в структурной политике на финансовом рынке. Реформа банковской системы заявляется как необходимое и достаточное условие модернизации экономики, в результате банковская система страны получает все большие и большие преференции по сравнению с другими секторами финансового рынка. В то же время совершенно очевидно, что современные российские коммерческие банки не способны обеспечить финансирование модернизации экономики ни при каких условиях за пределами тех ограничений, которые вытекают из самой природы банковской системы. Банковская система способна предоставлять в основном краткосрочные ресурсы, и совокупный объем предоставляемых ресурсов не может резко увеличиться без увеличения совокупного банковского капитала и многих макроэкономических параметров. Попытка заменить возможности фондового рынка возможностями банковской системы бессмы-

— ставить фондовый рынок как часть общенациональной экономической системы (Л. Григорьев, Е. Турвич, А. Саватюгин. Анализ и прогноз развития финансовых рынков в России. М., 2003) в большинстве случаев используются устаревшие представления: о высокой доле иностранной торговли акциями (С. 33), низкой капитализации (так, например, в таблице 25, сопоставляющей капитализацию России с капитализацией 5 других стран с крупными развивающимися рынками, Россия значительно отставала от этих стран по уровню капитализации — см. С. 118. Сегодня же Россия опережает 3 страны из этого списка, и примерно соответствует по капитализации 4-й стране, сохраняя отставание лишь от Китая) и т. д.

⁹ Так, например, анализ региональной концентрации рынка ведется с точки зрения структуры участников рынка (см. Миркин Я. М. Рынок ценных бумаг России: Воздействие фундаментальных факторов, прогноз и политика развития. М.: Альпина Паблишер, 2002. С. 81—96); основным индикатором состояния национального фондового рынка считается индекс РТС, а интенсивность развития российского фондового рынка оценивается по среднему приросту стоимости акций за год (см. Состояние финансовых рынков России в 2002 г. и перспективы их развития в 2003 г. / БЭА. Информационно-аналитический бюллетень. № 37. С. 27).

ленна, но она порождена именно мифологизацией фондового рынка и банковской системы.

Господство мифов о фондовом рынке формирует и представление о невозможности невыполнения показателями фондового рынка функций отражения макроэкономических процессов. Долгие годы различные исследователи пытались найти взаимосвязи между макроэкономическими процессами и показателями фондового рынка¹⁰, но только сейчас складываются необходимые предпосылки для формирования таких взаимосвязей. Господство мифов о фондовом рынке сегодня тормозит проведение исследований в этой области.

Суть мифов

Миф № 1 — это представление о том, что фондовый рынок играет подчиненную роль в экономике, избыточно спекулятивен, поэтому интересен только для спекулянтов (или преимущественно для спекулянтов). Он не может активно использоваться российскими предприятиями, нуждающимися в инвестиционных ресурсах.

Миф № 2 — представление о несовместимости развития фондового рынка с концентрацией собственности.

Миф № 3 — это представление о том, что российский фондовый рынок имеет высокую степень зависимости от мировых рынков.

Миф № 4 — это представление о высокой волатильности, неустойчивости российского фондового рынка¹¹.

Миф № 5 — это представление об отсутствии внутренней инвестиционной базы, об отсутствии внутреннего инвестора (в ряде случаев говорят о незначительной роли внутреннего инвестора на российском фондовом рынке). Логическим продолжением тезиса о господстве в структуре инвесторов внешних инвесторов является миф об офшор-

¹⁰ Наиболее настойчивым в этом направлении был, пожалуй, А. Л. Ведев. Следует также отметить работу Grigoriev L., Valitova L. Two Russian Stock Exchanges: Analysis of relationships // Russian Economic Trends. Blackwell, 2002. V. 11. No 3. July. P. 44—53.

¹¹ Примером в данном случае может быть недавнее интервью А. Л. Ведева экспертному каналу “Открытая экономика” 10 апреля 2003 г., в котором он, в частности, утверждал: “Российский фондовый рынок... является чисто спекулятивным рынком и не выполняет свои основные функции... Российский фондовый рынок неэффективный, слабый, низколиквидный, с низкими оборотами. Даже... инвестор... с портфелем в 50 млн. долл. способен существенно повлиять на конъюнктуру российского фондового рынка.” — см. www.opes.ru/comment_doc.asp?d_no=37208.

ности рынка акций, о том, что подавляющая часть оборота с российскими акциями сосредоточена на зарубежных рынках.

Миф № 6 — тезис о том, что рынок мал, т. е. мала емкость фондового рынка, которая не позволяет использовать его серьезным людям (компаниям) в качестве источника инвестиций. При этом в качестве показателей емкости используются показатели капитализации и объема торгов¹².

Миф № 7 — это представление о том, что рынок отличается избыточной отраслевой и региональной концентрацией.

Кроме того, на восприятие фондового рынка влияют также мифы, которые, скорее, относятся не только к фондовому рынку, но ко всему финансовому рынку (или отдельным секторам финансового рынка), включая представления об объеме ресурсов, реально аккумулируемых финансовым рынком (или отдельными сегментами финансового рынка). Эти два мифа можно сформулировать следующим образом:

Миф № 8 — о недостаточности банковского кредитования реального сектора экономики.

Миф № 9 — о российской бедности, отсутствии долгосрочных ресурсов, и, как следствие, — отсутствии долгосрочных пассивов финансовых организаций.

Опровержение мифов о фондовом рынке

Опровержение мифа № 1 (о неприметности и спекулятивности фондового рынка, о неиспользовании его в качестве источника инвестиций российскими предприятиями)

Вопреки сложившимся представлениям, в реальности фондовый рынок начал выполнять макроэкономическую функцию трансформации сбережений в инвестиции. Российские предприятия активно используют рынок ценных бумаг как один из крупнейших источников долгосрочных инвестиций.

¹² Примером из совсем недавних высказываний по поводу низкой емкости российского фондового рынка может служить интервью Алексея Саватюгина газете “Ведомости” 9 апреля 2003 г., где утверждается, что “Российский фондовый рынок заметно отстает по темпам своего развития от российской экономики. Обороты торгов на фондовых биржах на протяжении нескольких лет не меняются... Объемы торгов фондовой секции ММВБ уже два года подряд колеблются на уровне 100—150 млн. долл., РТС — 15—25 млн. долл. в день” (Ведомости. 9 апреля 2003.).

По крайней мере, именно об этом свидетельствуют следующие цифры. Совокупный объем инвестиций, привлеченных российскими предприятиями на различных секторах рынка ценных бумаг (как на внутреннем рынке, так и на внешнем) в 2002 г. составил 5,6 млрд. долл., из которых почти 1,8 млрд. долл. привлечено на внутренних рынках (рис. 1). Еще 2,9 млрд. долл. было привлечено в первом квартале 2003 года.

Большинство привлечений инвестиций осуществляется российскими предприятиями на внешних рынках, прежде всего на рынке еврооблигаций. В 2002 году, по нашим оценкам, на рынке еврооблигаций российскими предприятиями было привлечено инвестиций на сумму 3,7 млрд. долл., и еще 146 млн. долл. было привлечено на рынке ADR¹³.

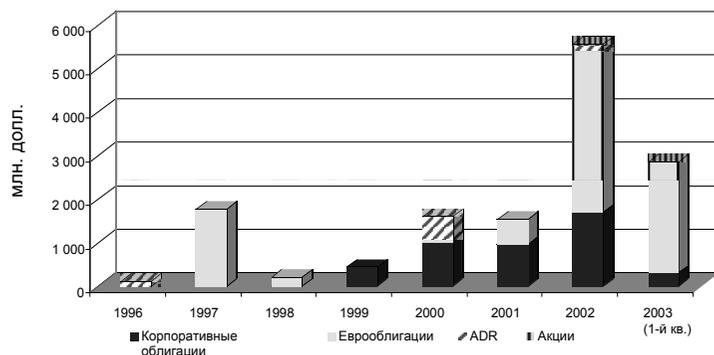


Рис. 1. Привлечение инвестиций российскими предприятиями на рынке ценных бумаг, по секторам рынка

¹³ Несколько отличающиеся оценки привлечения российскими предприятиями инвестиций на внешних рынках за счет выпуска акций и облигаций дает МВФ — по их оценкам, суммарный объем привлеченных инвестиций за счет размещения ценных бумаг российскими предприятиями на внешних рынках составил в 2002 г. 4,7 млрд. долл. (IMF Global Financial Stability Report. Market Developments and Issues. March 2003). Расхождение между нашими оценками и оценками МВФ объясняется различной методикой подсчета. МВФ в общем объеме привлеченных инвестиций учитывает размещения ADR на акции российских предприятий, осуществленные в порядке приватизации, и не учитывает выпуски еврооблигаций, осуществленные финансовыми организациями. Мы, напротив, учитываем выпуски еврооблигаций финансовых организаций, и не учитываем размещения ADR, при которых выручку от размещения получают не российские предприятия, а государство. При устранении этих различий разница между нашими данными и данными МВФ составила менее 5 млн. долл. (0,1%).

Такая ситуация преобладания внешних фондовых рынков в качестве источников инвестиций типична для всех стран с развивающимися финансовыми рынками (и для подавляющего большинства стран с развитыми финансовыми рынками, за исключением 3—4 стран) и обусловлена наличием ряда преимуществ крупнейших международных рынков ценных бумаг перед национальными рынками. Важнейшими преимуществами наднациональных рынков (одним из которых является рынок еврооблигаций) и крупнейших зарубежных рынков (одним из которых является рынок акций США, на котором российские предприятия время от времени размещают свои акции в форме ADR — Американских депозитарных расписок) перед внутренними российскими фондовыми рынками являются:

- более высокие границы диапазона объема эффективного привлечения инвестиций;
- меньший срок, требующийся для организации и осуществления крупного привлечения инвестиций;
- более длительный срок заимствований (при осуществлении долгового финансирования).

Для предприятий из стран с развивающимися рынками внешние рынки капитала более эффективны также по ряду других параметров, среди которых исследователи чаще всего выделяют ликвидность рынков¹⁴.

Объем эффективного привлечения инвестиций на внешних рынках ценных бумаг для российских компаний долгое время оставался на уровне от 100 млн. долл. (минимальный объем, привлечение которого может быть эффективно) до 500 млн. долл. (максимальный объем, привлечение которого может быть эффективно). В последние полтора года произошло расширение этого коридора на рынке еврооблигаций за счет увеличения верхней границы до 800—900 млн. долл. для большинства российских компаний и до 2 млрд. долл. для крупнейших (из которых пока только Газпром воспользовался расширившимся коридором) вследствие как общего роста емкости рынка еврооблигаций, так и расширения присутствия на нем российских инвесторов, охотно инвестирующих в отечественные компании.

Однако одновременно растет и диапазон объема эффективного привлечения инвестиций на внутреннем фондовом рынке. Если в период

¹⁴ См., например, Pagano M., Randl O., Röell A., Zechner J. What Makes Stock Exchange Succeed? Evidence from Cross-Listing Decisions. CERP Discussion Paper, 2001. No. 2683.; Claessens S., Klingebiel D., Schmukler S.L. Explaining the Migration of Stock from Exchanges in Emerging Economies to International Centers. WIDER discussion Paper 2002. No. WOP 2002/94. Проблема ликвидности будет подробнее обсуждена далее, при рассмотрении мифа о низкой емкости российского фондового рынка.

1996—1997 гг. этот диапазон составлял от 15 до 50 млн. долл., а в первые послекризисные годы — от 8 до 30 млн. долл., то сегодня привлечение инвестиций на внутреннем рынке ценных бумаг может быть эффективным, если его объем составляет от 3 до 250—300 млн. долл.

Это означает, что условия привлечения инвестиций (касающиеся объема привлечения) на внутреннем рынке ценных бумаг постепенно приближаются к аналогичным условиям привлечения инвестиций на внешних рынках.

Аналогичная ситуация со сроками привлечения. Несмотря на то, что срок заимствования на рынке еврооблигаций для российских компаний лежит в пределах от 3 до 10 лет, а на внутреннем рынке — от года до трех, по этому параметру также наблюдается сближение условий привлечения инвестиций на внутренних и внешних рынках, пусть и более медленное, чем по параметру объема.

Преимущество рынка еврооблигаций по времени, требующемуся для организации и осуществления крупного привлечения инвестиций, тесно связано с использованием российскими компаниями этого рынка для финансирования проектов поглощения. Если компания уже имеет кредитный рейтинг и выпускала ранее еврооблигации, ей может быть достаточно всего нескольких дней для того, чтобы привлечь новый заем. При этом намерения этой компании, скорее всего, останутся в тайне от конкурентов, чего пока невозможно достичь на внутреннем российском рынке.

Привлечение инвестиций, как мы видели на рис. 1, осуществляется российскими предприятиями в основном с использованием инструментов долгового финансирования. Такая ситуация закономерна для развивающегося рынка — история свидетельствует о том, что практически всегда предприятия начинают привлекать инвестиции на рынках облигаций, и лишь с течением времени начинает расти объем привлечения инвестиций с использованием акций. Преобладание долговых инструментов в структуре инструментов финансирования сохраняется и в дальнейшем — оно характерно не только для развивающихся рынков, но и для развитых рынков.

В современных условиях рынок ценных бумаг для российских предприятий является крупнейшим источником долгосрочных инвестиционных ресурсов. Если сопоставить все привлеченные в 2002 г. российскими предприятиями на рынке ценных бумаг инвестиционные ресурсы, то они составят примерно 1/10 от объема инвестиций в основной капитал (рис. 2).

Однако такое сопоставление будет не вполне корректным. Далеко не все ресурсы, привлеченные предприятиями на рынке ценных бумаг, направляются на финансирование инвестиций в основной капитал. По некоторым косвенным оценкам, значительная часть ресурсов, привлечен-

ных предприятиями на рынке ценных бумаг, направляется на финансирование сделок поглощения, т. е. используется в качестве источника финансовых вложений предприятий.

К сожалению, официальная статистика в настоящее время не обеспечивает надежной информацией о роли ценных бумаг как инструмента привлечения ресурсов для инвестиций в основной капитал и финансовых вложений. Современная российская официальная статистика среди ценных бумаг, размещение которых используется для обеспечения финансирования инвестиций в основной капитал, выделяет лишь акции. Доля корпоративных облигаций в структуре источников финансирования инвестиций в основной капитал не выделяется. Напротив, выделяется доля внутренних корпоративных облигаций в структуре источников финансовых инвестиций предприятий, заведомо низкая ввиду отсутствия экономического смысла у производственных предприятий выпускать облигации для того, чтобы купить облигации такого же предприятия.

Информация о роли ресурсов, полученных путем размещения еврооблигаций, принципиально не может быть получена в существующей системе сбора статистической информации об источниках инвестиций предприятий. И тот объем, который получен за счет размещения корпоративных облигаций на внутреннем рынке, и, тем более, тот объем, который привлечен на рынке еврооблигаций, при рассмотрении структуры источников финансирования инвестиций в основной капитал в существ-

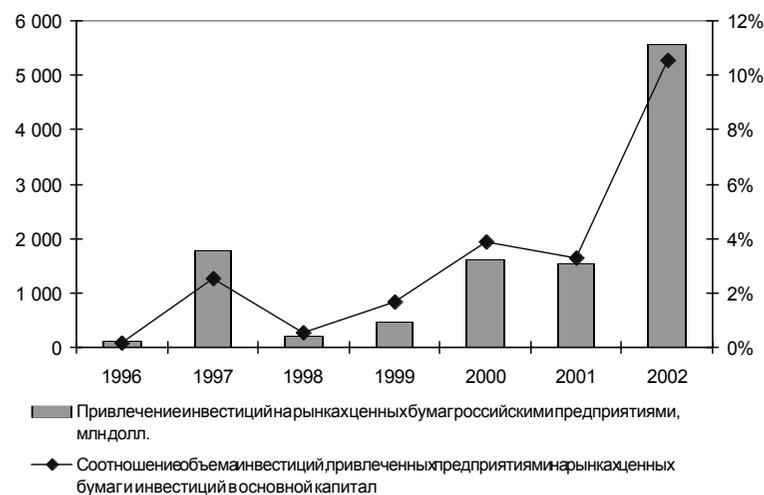


Рис. 2

вующей системе статистики попадают в раздел “прочие привлеченные средства”. При рассмотрении структуры источников финансовых вложений предприятий в этот раздел попадают все ценные бумаги, которые размещены на внешних рынках¹⁵. Поэтому проследить использование предприятиями тех долгосрочных ресурсов, которые они привлекли на рынке ценных бумаг за счет размещения облигаций на внутреннем и внешних рынках, невозможно.

Тем не менее, используя данные о структуре источников финансирования инвестиций в основной капитал и финансовых вложений предприятий в динамике, и сопоставляя эти данные с выборочными данными о срочности привлеченных ресурсов, можно сделать вывод о том, что в настоящее время рынок ценных бумаг выступает для российских предприятий как один из крупнейших источников долгосрочных привлеченных ресурсов. Скорее всего, это крупнейший источник долгосрочных привлеченных ресурсов, но корректно обосновать этот вывод на основе существующей официальной статистики невозможно.

Возникает вопрос о противоречии между этими позитивными характеристиками фондового рынка как значимой части национальной экономики, обеспечивающей привлечение долгосрочных инвестиционных ресурсов в экономику, и результатами опросов промышленных предприятий.

На мой взгляд, в действительности собственно противоречия и не наблюдается. Для примера обратимся к докладу ЦЭФИР “Корпоративное управление в российской промышленности”¹⁶. Казалось бы, заявленные выше объемы привлеченных российскими предприятиями через рынок ценных бумаг ресурсов не “стыкуются” с одним из результатов данного исследования, заключающегося в том, что, по данным опроса промышленных предприятий, лишь 0,7% опрошенных предприятий осуществляли инвестиции за счет выпуска акций. Но при более внимательном рассмотрении оказывается, что никакого противоречия на самом деле нет.

¹⁵ Разделы “прочие привлеченные средства” являются одними из крупнейших как в структуре источников финансирования инвестиций в основной капитал, так и в структуре источников финансовых вложений предприятий. По данным Госкомстата РФ, в 2002 г. доля прочих привлеченных средств составила 19,0% инвестиций в основной капитал (из 52,0%, приходящихся на все привлеченные ресурсы), при этом расшифровываются только 9,9% прочих привлеченных средств (из 19,6% бюджетных средств — другого крупнейшего привлеченного источника финансирования инвестиций в основной капитал — расшифровано 18,2%). Также по данным Госкомстата РФ, в 2002 г. доля прочих привлеченных средств составила 8,9% источников долгосрочных финансовых вложений (из 25,1%, приходящихся на все привлеченные долгосрочные средства), при этом расшифровано 0,7%.

¹⁶ Корпоративное управление в российской промышленности. С. Гуриев, О. Лазарева, А. Рачинский, С. Цухло. М.: ЦЭФИР, 2003.

Во-первых, заявленные ЦЭФИР 0,7% — это доля общего количества предприятий выборки, которые указали выпуск акций как источник инвестиций в 2001 г.¹⁷ Мы же говорим о том, что уже в 2002 г. произошло серьезное изменение роли фондового рынка в финансировании инвестиций. В 2001 г., по нашим оценкам, доля фондового рынка составляла около 3,3%, если соотносить объем привлеченных на рынке ценных бумаг инвестиционных ресурсов с объемом инвестиций в основной капитал, и около 1,5%, если сопоставлять ее с суммой инвестиций в основной капитал и финансовых вложений предприятий. Чтобы понять, насколько близки эти показатели, нужно, безусловно, знать, что подразумевали под инвестициями спрашивающие и отвечающие. В данном случае, к сожалению, неточность формулировок опроса не дает нам такой возможности.

Во-вторых, в выборку предприятий, подвергнутых опросу, входили только промышленные предприятия, в основном машиностроения, но не только открытые АО. Наиболее активными в процессе привлечения инвестиций на рынке ценных бумаг были предприятия других отраслей — топливной промышленности, металлургии, связи, финансовые компании.

В-третьих, если вычленив из ценных бумаг собственно акции (посредством выпуска которых, в соответствии с результатами опроса, финансировали инвестиции 0,7% опрошенных предприятий), то по нашим оценкам, на организованных рынках в 2001 г. не было привлечено вообще ни рубля. Частные же размещения акций, без выхода на собственно рынок, традиционно до 2002 г. давали 0,1% от инвестиций в основной капитал и столько же от финансовых вложений. Именно так и оценивает долю акций в финансировании инвестиций Госкомстат РФ.

В действительности некоторые результаты того же опроса подтверждают содержательные выводы, сформулированные в данном докладе. Прежде всего, речь идет о том, что главным ограничением дальнейшего развития фондового рынка является широкое распространение нерыночных форм корпоративного присвоения, неэффективность банкротства и корпоративного управления. Этот тезис подтверждается, на мой взгляд, представленными в докладе ЦЭФИР результатами опросов предприятий. Весьма любопытен и вывод сотрудников ЦЭФИР о том, что уровень корпоративного управления ниже на предприятиях, располагающих денежными средствами. Это вполне естественно — таким предприятиям нет острой необходимости выходить на фондовый рынок за инвестициями. Поведение предприятий на фондовом рынке достаточно чутко реагирует на степень достаточности денежных ресурсов. Так, наиболее сильное за по-

¹⁷ Там же. С. 28.

следние месяцы снижение интереса к фондовому рынку со стороны потенциальных реципиентов инвестиций наблюдалось в момент максимального прироста золотовалютных ресурсов Центрального банка, что, собственно, означает максимизацию денежного предложения.

Когда следуют заявления о том, что роль фондового рынка в финансировании капиталовложений предприятий в России слишком мала, встает вопрос: какая же доля фондового рынка в структуре источников финансирования капиталовложений будет считаться достаточной? Л. М. Григорьев, указывая, что к современному характеру российской экономики ближе послевоенный период экономической истории США, чем США в период глобализации, и одновременно вместе с соавторами отмечая, что “Российский рынок акций до сих пор не стал источником привлечения инвестиций в национальную экономику”¹⁸, приводит в качестве примера факты из своей монографии 1988 г. о роли акций и облигаций в финансировании капиталовложений в США в 1948—1986 гг. Эти факты таковы: выпуск акций исторически составлял порядка 1—4% капиталовложений в фазах подъема, но финансирование с помощью облигаций и закладных — примерно 11% и 15%¹⁹.

Так ли эти цифры далеки от современных российских показателей? В соответствии с нашими данными, ресурсы, привлеченные через размещение акций, составили в 2002 году 0,3% от суммы инвестиций в основной капитал, а ресурсы, привлеченные через выпуск облигаций — 10,3%. В соответствии с данными мартовского (2003 г.) доклада МВФ о глобальной финансовой стабильности, ресурсы, привлеченные через размещение акций, составили в 2002 г. 2,5% от суммы инвестиций в основной капитал, а ресурсы, привлеченные через выпуск облигаций — 6,4%²⁰.

Защита мифов заставляет апологетов идти до логического конца. Заявляя о том, что российский фондовый рынок не выполняет своей основной макроэкономической функции по обеспечению привлечения инвестиционных ресурсов для предприятий реального сектора экономики, они тем самым требуют, чтобы российский фондовый рынок стал выполнять эту функцию в том же объеме, что и развитые рынки.

¹⁸ Л. Григорьев, Е. Гурвич, А. Саватюгин. Анализ и прогноз развития финансовых рынков в России. М., 2003. С. 117.

¹⁹ Там же, со ссылкой на: Григорьев Л.М. Циклическое накопление капитала. (На примере нефинансовых корпораций США). М., 1988. С. 179, 180.

²⁰ Рассчитано по данным Госкомстата РФ и МВФ (IMF. Global Financial Stability Report. Market Developments and Issues. March 2003. С. 140, 141). Еще раз заметим, что МВФ принимает во внимание только размещения на внешних рынках. При этом в сумме размещений акций учтены средства, полученные государством; в сумме размещений еврооблигаций не учтены средства, полученные финансовыми организациями.

Однако совершенно очевидно, что это нереально. Нельзя требовать от российского фондового рынка превращения немедленно в развитый рынок, потому что в условиях развивающейся рыночной экономики не может существовать развитого фондового рынка (обратное, кстати, возможно). Более того, сегодня основные ограничения развития российского фондового рынка связаны именно с несовершенством множества институтов рыночной экономики²¹, прежде всего, с господством нерыночных форм присвоения корпоративных доходов доминирующими собственниками и менеджерами.

Российский фондовый рынок только начал выполнять свои основные макроэкономические функции, и именно поэтому он стал неотъемлемой частью экономики, но именно развивающейся рыночной экономики.

Опровержение мифа № 2 (о несовместимости развития фондового рынка с концентрацией собственности)

Представляется совершенно необходимым рассмотреть вопрос о роли фондового рынка в условиях концентрации собственности. В экономической литературе распространилось мнение о том, что спрос на фондовый рынок в середине 1990-х гг. был обусловлен возможностью использования его “как механизма консолидации пакетов акций”, а после формирования этих пакетов “спрос естественным образом пропал”²². Считается, что концентрация собственности несовместима с развитием фондового рынка, что в условиях концентрированных пакетов акций операции с ними будут вестись вне организованного рынка. Фондовый рынок представляется как механизм, используемый только мелкими инвесторами, в то время как мажоритарии используют другие механизмы. И поэтому фондовый рынок не может играть значимую роль в экономических процессах.

На наш взгляд, с одной стороны, необходимо различать собственно фондовый рынок (напомним, что термин “фондовый рынок” несет в себе

²¹ Следует отметить, что такая ситуация свойственна для всех развивающихся рынков. Большинство исследователей процессов привлечения капитала на развивающихся фондовых рынках называют примерно один и тот же перечень условий, при котором возможно увеличение привлечения инвестиций путем размещения акций: улучшение корпоративного управления, защита интересов акционеров, повышение качества правовой системы (Claessens S., Klingebiel D., Schmukler S.L. Explaining the Migration of Stock from Exchanges in Emerging Economies to International Centers. WIDER discussion Paper No. WOP 2002/94. 2002).

²² А. Яковлев. Корпоративное управление и реструктуризация предприятий в России: формальные институты и неформальные интересы собственников. // Экономический журнал ВШЭ. 2003. № 2. Та же мысль высказывалась им на Международной конференции ГУ ВШЭ 2002 года “Модернизация экономики России: итоги и перспективы” (см. А.А. Яковлев. Корпоративное управление, реструктуризация предприятий и мотивация собственников // Модернизация экономики России: итоги и перспективы. Кн.1. М.: ГУ ВШЭ, 2003. С. 191.)

указание на организованный рынок, в первую очередь биржевой), на котором, как правило, не совершаются сделки с контрольными пакетами, и рынок корпоративного контроля, который функционирует по принципиально другим законам²³. С другой стороны, необходимо учитывать тесную взаимосвязь между классическим фондовым рынком и рынком корпоративного контроля. Взаимосвязь эта проявляется, в частности, в том, что классический фондовый рынок является источником тех средств, которые используются “хищниками” при осуществлении поглощений. И такая закономерность — не абстрактная теория для российских предприятий, а живой механизм, посредством которого осуществляется финансирование множества крупных поглощений в России.

Таким образом, несмотря на то, что через фондовый рынок в настоящее время не осуществляется в значимых объемах межотраслевого перераспределения капитала, он выступает в качестве механизма привлечения тех ресурсов, которые впоследствии используются для межотраслевой интеграции. Аналогично, при осуществлении поглощений в рамках одной отрасли сделки по поглощению проводятся вне организованного рынка акций, однако привлечение финансирования под такие сделки осуществляется на фондовом рынке, т. е. в процессе отраслевой концентрации фондовый рынок также выступает в качестве механизма привлечения необходимых ресурсов.

Следовательно, оказывается несостоятельным и псевдотеоретический тезис о том, что развитие фондового рынка противоречит существующей в России концентрации собственности. Практика использования фондового рынка в качестве источника ресурсов для финансирования поглощений свидетельствует о том, что, напротив, фондовый рынок является наиболее подходящим механизмом привлечения инвестиций именно для предприятий с высокой концентрацией собственности.

Пока идет процесс концентрации, т. е. аккумуляции акций, у мажоритариев объективно нет стимулов для привлечения инвестиций путем размещения акций. Но в этой ситуации предприятия могут выходить на фондовый рынок, обращаясь к возможностям долгового финансирования. Собственно, этот фактор является одной из причин опережающего развития долгового финансирования. Фондовый рынок сегодня активно используется как механизм финансирования концентрации собственности на отдельном предприятии, а также как механизм финансирования отраслевой концентрации и межотраслевой интеграции.

²³ См., например: Механизмы купли и продажи бизнеса / Под ред. А. Е. Шаститко. М.: ТЕИС, 2002.

После достижения определенного уровня концентрации предприятия начинают обращаться не только к облигационным рынкам, но и к рынку акций. Те предприятия, которые изначально отличались высокой или абсолютной концентрацией собственности — вновь созданные предприятия, новый бизнес — обращались изначально к долевым финансированию, и лишь потом использовали облигационные займы. Все размещения российских акций на рынке (как внешнем, так и внутреннем) с целью привлечения нового капитала делались компаниями с высококонцентрированной собственностью. Более того, все первые публичные размещения (то, что собственно, называют IPO — начальное публичное предложение) делались исключительно компаниями, в которых 100% принадлежало одной, единой, группе акционеров. Именно через выпуск акций осуществили первое привлечение нового капитала на организованном фондовом рынке “Вымпелком”, “МТС”, “Вимм-Билль-Данн”, “РБК”. Впоследствии эти предприятия обратились и к возможностям рынка облигаций (первые два предприятия уже стали одними из крупнейших в России эмитентов частных еврооблигаций²⁴, “Вимм-Билль-Данн” выпустил внутренние облигации и готовится к выходу на евторынок²⁵).

Опровержение мифа № 3 (о зависимости российского фондового рынка от мировых рынков)

Опровергнуть миф о сильной зависимости российского фондового рынка от мировых сырьевых и финансовых рынков достаточно просто — нужно лишь посмотреть на оценки связи между показателями динамики внутреннего российского рынка акций и показателями динамики мировых рынков.

Простейшей оценкой связи является коэффициент корреляции. Как известно, коэффициенты корреляции выступают мерой взаимной линейной зависимости между рядами различных показателей. Наивысшее значение коэффициента корреляции (единица) говорит о полной взаимной зависимости, причем анализируемые ряды показателей изменяются пря-

²⁴ Необходимо отметить, что с юридической точки зрения эмитентом еврооблигаций, как правило, является SPV, зарегистрированное за пределами РФ. Однако непосредственным получателем денег является та организация, которая гарантировала выпуск еврооблигаций. В этом смысле мы вправе говорить именно о российских частных еврооблигациях, так как получателем денег (и одновременно гарантом по обязательствам SPV) является та или иная российская компания.

²⁵ Интересно отметить, что заявленными направлениями использования средств, полученными от размещения ADR на акции “Вимм-Билль-Данна” было финансирование сделок по покупке региональных заводов. Целью последовавшего через 1 год после размещения ADR выпуска корпоративных облигаций было заявлено уже финансирование капиталовложений.

мо пропорционально друг другу, низшее (минус единица) говорит также о полной взаимной зависимости, но при этом имеет место обратная пропорциональность. Нулевое значение коэффициента корреляции говорит о полном отсутствии какой бы то ни было зависимости.

Значимая зависимость российского рынка от цен на нефть на мировом рынке наблюдалась в 1996 и 1998—1999 гг. (см. табл. 1). Сегодня уже сложно говорить о серьезной зависимости российского рынка акций от движения мировых цен на нефть. В 2000 г. движение российского рынка акций практически никак не было связано с движением мирового рынка нефти, в 2001 г. наблюдалась слабо проявляющаяся отрицательная зависимость, в 2002 г. зависимость появилась, но очень слабая, и, наконец, в первом квартале 2003 г. теснота этой зависимости вновь упала до незначительных уровней.

Зависимость движения российского рынка акций от движения американского рынка акций была очень сильна в 1997 и 1999 гг. Можно сказать, что движение российского рынка почти полностью определялось тенденциями американского рынка. Но после 1999 г. наблюдается устойчивое снижение коэффициента корреляции между индексом РТС и Про-

Таблица 1. Коэффициенты корреляции между индексом РТС и ценовыми индикаторами крупнейших мировых рынков

Период	Коэффициенты корреляции		
	между индексом РТС и ценами на нефть	между индексом РТС и Промышленной средней Доу-Джонса (DJIA)	
		без лага между рядами	лаг 1 день (РТС позже DJIA)
1995 г. (сентябрь — декабрь)	−0,034	−0,430	−0,396
1996 г.	0,664	0,647	0,653
1997 г.	−0,354	0,842	0,856
1998 г.	0,674	0,011	0,007
1999 г.	0,659	0,849	0,846
2000 г.	0,007	0,346	0,332
2001 г.	−0,438	−0,101	−0,099
2002 г.	0,576	−0,052	−0,038
2003 г. (январь — март)	0,385	−0,500	−0,544

Рассчитано по данным РТС, Dow Jones & Company, IPE.

мышленной средней Доу-Джонса. Уже в 2000 г. зависимость стала слабой, оставаясь положительной. В 2001 и 2002 гг. зависимость практически отсутствовала, став отрицательной. В первом квартале 2003 г. российский рынок акций уже мог рассматриваться мировыми инвесторами скорее в качестве “оборонительного инструмента” по отношению к американскому рынку, так как появилась отрицательная зависимость средней интенсивности.

Несмотря на все возражения, связанные с адекватностью оценки зависимости динамики российского фондового рынка от динамики зарубежных рынков с помощью коэффициентов корреляции, корреляционный анализ показывает главное: кардинальное изменение характера этой зависимости в последние годы. Заметим, что использование в корреляционном анализе сдвига ряда значений индекса РТС на 1 день позже относительно DJIA (тем самым подвергается дополнительной проверке гипотеза о зависимости российского рынка именно от американского) не приводит к каким-либо существенным изменениям, т. е. вне зависимости от формы представления рядов, основной вывод о кардинальном снижении линейной зависимости между индексом РТС и DJIA неизменен²⁶.

Иные методы оценки зависимостей также в той или иной форме демонстрируют качественное изменение уровня зависимости российского рынка от зарубежных рынков, либо, по крайней мере, перестают с течением времени фиксировать такую зависимость. Так, регрессионный анализ свидетельствует о снижении объясняющей способности (коэффициента R-квадрат) линейных и нелинейных регрессионных уравнений, связывающих значения индекса РТС с Промышленной средней Доу-Джонса, в период 1999—2002 гг. Так, R-квадрат линейной регрессии снижается с 0,72 в 1999 г. до 0,0027 в 2002 г. Заметим также, что в линейных регрессиях знак коэффициента при независимой переменной меняется с положительного на отрицательный на рубеже 2000 и 2001 гг.

Кластерный анализ национальных фондовых рынков также указывает на возникновение относительной независимости российского фондового рынка. На промежутке 1999—2002 гг. российский фондовый рынок все более явно выделяется в отдельный кластер, достаточно далеко отстоящий от развитых национальных фондовых рынков.

²⁶ К аналогичному выводу пришел В. Р. Евстигнеев, рассматривавший российский фондовый рынок с точки зрения портфельных инвесторов: “российский фондовый рынок с течением времени нормализуется и эмансипируется от мирового, в первую очередь американского, финансового рынка” (Евстигнеев В. Р. Портфельные инвестиции в мире и России: выбор стратегии. М.: Эдиториал УРСС, 2002. С. 290).

Среди различных методов анализа зависимости российского рынка от иностранных фондовых рынков корреляционный анализ является наиболее простым, и поэтому его результаты в наиболее явной форме свидетельствуют о кардинальном снижении зависимости динамики российского фондового рынка от крупнейших мировых сырьевых и финансовых рынков. Выбор результатов именно корреляционного анализа для иллюстрации тезиса о снижении зависимости российского фондового рынка от американского обусловлен тем фактом, что они говорят о снижении абсолютной зависимости. Именно это определяет и результаты, скажем, кластерного анализа, который может свидетельствовать лишь о снижении относительной (по отношению к другим национальным рынкам) зависимости российского фондового рынка от американского рынка “голубых фишек”.

Все вышесказанное, безусловно, не означает, что российский фондовый рынок способен полностью игнорировать сигналы с крупнейшего в мире фондового рынка — американского. Это в принципе невозможно, особенно в условиях глобализации мирового финансового рынка. Однако, по-видимому, зависимость от крупнейших мировых фондовых рынков выражается в значительно более сложных формах²⁷, в то время как относительно простые формы зависимости становятся все менее тесными.

В любом случае, к какому бы методу выявления зависимости мы не обратились, все они свидетельствуют о том, что более не существует прямой определяющей зависимости российского фондового рынка от крупнейших мировых сырьевых и финансовых рынков. А это говорит о повышении степени независимости российского фондового рынка.

Опровержение мифа № 4 (о высокой волатильности российского фондового рынка)

Определение устойчивости рынка можно проводить с использованием различных показателей, многие из которых специально построены для целей анализа устойчивости рынков ценных бумаг. В той или иной мере все они опираются на стандартное отклонение. В настоящем докладе используется показатель коэффициента вариации, главное преимущество которого — простота. Поэтому он остается за пределами дискуссий о преимуществах и недостатках того или иного усложненного показателя, основанного на коэффициенте вариации (энюализированные среднемесячные значения стандартного отклонения; энюализированные дневные значе-

²⁷ Обоснование этого тезиса (в частности, сложных форм зависимости российского фондового рынка от американского) представлено в работе Евстигнеева В. Р. Портфельные инвестиции в мире и России: выбор стратегии. М.: Эдиториал УРСС, 2002. С. 243—295.

ния стандартного отклонения; простые среднемесячные значения стандартного отклонения и т. д.). Коэффициенты вариации используются для сравнения двух и более признаков (рядов показателей), имеющих различные единицы измерения.

Коэффициенты вариации представляют собой меру разброса показателей относительно некоторого среднего значения за определенный период, длина которого влияет на размерность показателя²⁸. Другое определение коэффициента вариации характеризует его как меру рассеивания, выраженную в процентах. Мы использовали следующую формулу коэффициента вариации:

$$V = \frac{\sigma}{\bar{X}} \times 100\%,$$

где σ — стандартное отклонение;
 \bar{X} — средняя величина (среднее арифметическое).

Применительно к рынку ценных бумаг коэффициент вариации характеризует уровень волатильности рынка, который, в свою очередь, служит характеристикой устойчивости рынка. Чем выше волатильность рынка, тем выше, при прочих равных условиях, уровень риска на этом рынке, и тем менее устойчив этот рынок.

Результаты расчета коэффициента вариации индекса РТС по годам приведены в табл. 2. Здесь же для сравнения приведены результаты расчета коэффициента вариации для Промышленной средней Доу-Джонса.

Как видно из табл. 2, волатильность российского рынка акций последовательно снижалась с 1998 г. по 2002 г., причем в 2002 г. волатильность российского рынка акций была не намного выше волатильности американского рынка “голубых фишек”. В первом квартале 2003 г. волатильность российского рынка акций оказалась ниже волатильности американских “голубых фишек”. Другими словами, риск волатильности рынка акций в России оказался ниже аналогичного риска в США.

Так о какой высокой волатильности говорят отдельные исследователи фондового рынка²⁹? Скорее, проблема сегодня состоит в обратном — в избыточной устойчивости рынка акций в России. Ведь чем ниже риск, тем,

²⁸ Поэтому некорректно сопоставлять годовые коэффициенты вариации (1996—2002 гг.) с коэффициентом за сентябрь—декабрь 1995 г. и с коэффициентом за январь—март 2003 г.

²⁹ Например, Я.М. Миркин, определяя российский рынок акций как рынок с одним из самых высоких рыночных рисков в мире (в данном случае под рыночным риском понимается именно риск волатильности), буквально в прошлом году прогнозировал дальнейшее увеличение этого риска (см. Миркин Я.М. Рынок ценных бумаг России: Воздействие фундаментальных факторов, прогноз и политика развития. М.: Альпина Паблицер, 2002. С. 71—73). В этой

Таблица 2. Коэффициенты вариации индекса РТС и Промышленной средней Доу-Джонса

Период	Коэффициенты вариации	
	индекса РТС	DJIA
1995 г. (сентябрь—декабрь)	12,27%	3,50%
1996 г.	33,42%	6,14%
1997 г.	23,92%	7,02%
1998 г.	62,77%	5,64%
1999 г.	24,68%	6,17%
2000 г.	12,34%	3,34%
2001 г.	12,22%	6,21%
2002 г.	9,58%	9,37%
2003 г. (январь—март)	4,01%	4,34%

Рассчитано по данным РТС, Dow Jones & Company.

как известно, выше доходность. И низкая волатильность российского рынка акций может отпугнуть часть спекулянтов, ориентированных на получение доходов на скальперских операциях.

Опровержение мифа № 5 (об отсутствии внутреннего инвестора и об офшорности рынка акций)

Повышение устойчивости российского рынка акций и его независимости по отношению к зарубежным сырьевым и финансовым рынкам обусловлено появлением широкой внутренней инвестиционной базы. Тем самым устарел тезис об отсутствии на российском рынке внутреннего инвестора.

Внутренний инвестор стал основным инвестором на российском рынке ценных бумаг, причем это состояние характерно как для рынка акций, так и еще в большей степени для рынка корпоративных облигаций. Более того, российские инвесторы активно участвуют в покупке размещаемых российскими предприятиями еврооблигаций. Согласно оценкам андеррайтеров, от 50 до 250 млн. долл. в отдельных выпусках российских корпо-

работе, кстати, содержится замечательная фраза: “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” (Там же. С. 73). Исходя из этого заявления, совершенно очевидно, что г-н Миркин должен сегодня оценивать развитие отечественного фондового рынка исключительно высоко, ибо именно по этим параметрам прогресс российского фондового рынка наиболее заметен.

ративных еврооблигаций раскупаются российскими инвесторами. В целом по всем выпускам корпоративных еврооблигаций в 2002 г. 25—30% пришлось на российских инвесторов.

Внутренний рынок акций стал местом господства не просто внутренних инвесторов, а мелких частных инвесторов. По оценке Бюро экономического анализа, в 2002 г. объем сделок с акциями на ММВБ, совершенных за счет средств населения, составил 14 млрд. долл.³⁰ Это почти треть всего оборота акций на российских фондовых биржах. Кроме этого, средства населения используются также большинством институциональных инвесторов при совершении операций с акциями и корпоративными облигациями.

Следствием повышения доли внутреннего инвестора на рынке ценных бумаг стало и перераспределение биржевых оборотов в пользу российских бирж. Доля зарубежных сделок (офшорных операций) в течение 1999—2001 гг. резко снизилась с 84% в 1998 г. до одного из самых низких среди развивающихся рынков уровня, стабилизировавшись около отметки в 50% (рис. 3).

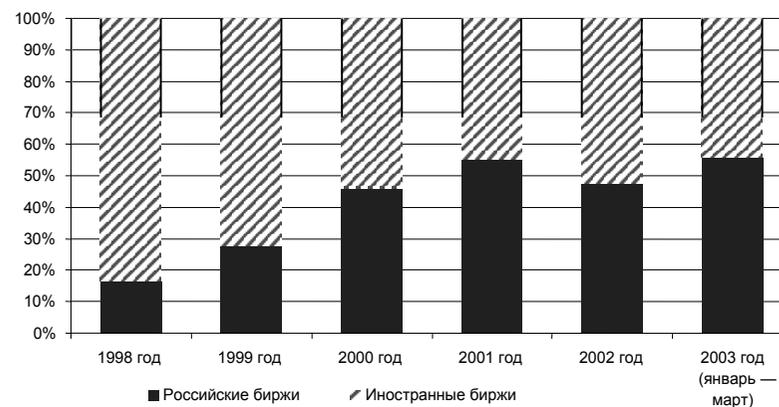


Рис. 3. Распределение биржевого оборота между российскими и иностранными биржами (Рассчитано по данным ММВБ, РТС, NYSE, London Stock Exchange, Deutsche boerse).

³⁰ Состояние финансовых рынков России в 2002 г. и перспективы их развития в 2003 г. / БЭА. Информационно-аналитический бюллетень № 37. С. 33. Следует заметить, что на основании тех цифр, которые приведены в данном бюллетене, минимальная оценка оборотов с акциями, совершенных за счет средств населения, должна составить не 14, а 17 млрд. долл.

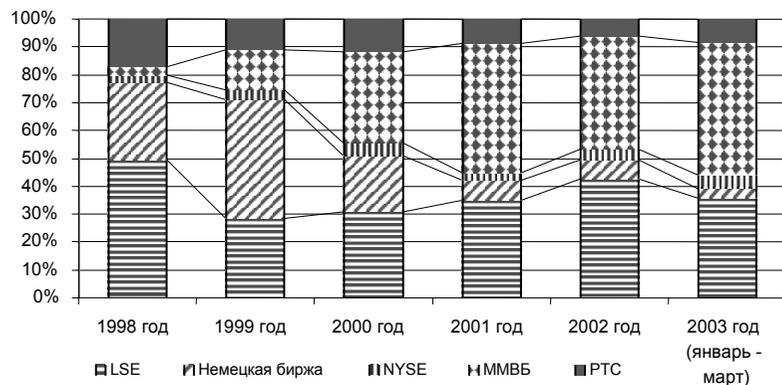


Рис. 4. Распределение биржевого оборота российских акций между российскими и иностранными биржами (Рассчитано по данным ММВБ, РТС, NYSE, London Stock Exchange, Deutsche boerse).

Увеличение доли российских бирж произошло за счет увеличения сектора рублевых сделок с акциями, сконцентрированного на ММВБ. Доля этой биржи увеличилась в совокупном биржевом обороте российских акций с менее чем 3% в 1998 г. до 46% в 2001 г. и 48% в первом квартале 2003 г. (рис. 4).

Следует подчеркнуть, что это доля не в обороте только российских бирж, а в совокупном обороте российских акций на всех биржах, включая иностранные биржи. Необходимо также отметить, что вытеснение иностранных бирж из совокупного биржевого оборота российских акций происходило не вследствие сокращения объемов биржевой торговли, а, напротив, на фоне их быстрого роста, в том числе на зарубежных биржах.

Опровержение мифа № 6 (о низкой емкости российского фондового рынка)

Появление внутреннего инвестора также благотворно повлияло на емкость российского фондового рынка. Расхожие штампы о низкой емкости российского фондового рынка до сих пор опираются на показатели 1998 г., когда кризис отбросил российский фондовый рынок на уровень до 1994 г. В конце 1994 г. капитализация российского рынка (сформированная как из уже прошедших приватизацию предприятий, акции которых получили рыночную котировку, так и из ряда коммерческих банков, инвестиционных компа-

ний, бирж и других новых предприятий) составляла около 30 млрд. долл.³¹, в то время как на конец 1998 г. она упала до 18 млрд. долл.

Вопреки штампам о низкой емкости российского фондового рынка, об их отставании от макроэкономических показателей³², на самом деле с 1998 г. показатели емкости российского рынка акций росли опережающими темпами по сравнению со всеми макроэкономическими показателями. В результате, в частности, значительно выросло соотношение капитализации и валового внутреннего продукта, которое составило в 2002 году 33,3% (рис. 5).

Считается, что показатель “Капитализация/ВВП” отражает роль фондового рынка в национальной экономике. Если принять эту точку зрения, то роль фондового рынка в российской экономике выше, чем роль фондового рынка в экономиках таких стран, как Китай (28% в 2001 г. и примерно 27% в 2002 г.) и Бразилия (37% в 2001 г. и примерно 28% в 2002 г.), не говоря уже о Мексике (20% и 18% соответственно), Чехии (около 14%), Польше (15% и 16% соответственно), Венгрии (20% и 23% соответственно), Аргентине (12% и около 8% соответственно)³³ и т. п.

Однако важна не только относительная величина внутреннего рынка акций, важна (особенно для крупных мировых инвесторов) и абсолютная

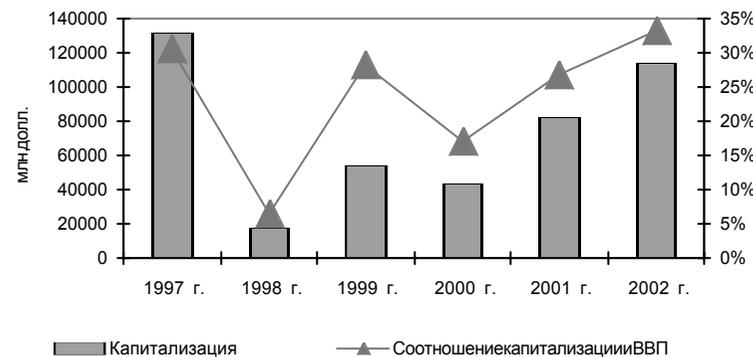


Рис. 5. Динамика капитализации России

³¹ Данилов Ю. Анализ и прогноз развития российского рынка ценных бумаг // ЭКО. 1995. № 2. С. 36.

³² См. упоминавшееся уже интервью А. Саватюгина газете “Ведомости” 9 апреля 2003 года.

³³ Расчеты проведены по данным Мирового банка о ВВП стран и по данным Всемирной федерации бирж о капитализации стран.

величина. С этой точки зрения Россия не достигла уровня 1997 г., но в условиях сжатия мирового фондового рынка сегодняшние показатели капитализации, которые, к тому же на порядок более устойчивы, чем в 1997 г., представляются более крупным достижением, чем результаты 1997 г. По абсолютной величине капитализации Россия превзошла Бразилию, Мексику и большинство европейских стран.

Здесь возникает вопрос о единстве и различии взглядов на показатель капитализации с точки зрения анализа возможностей выполнения фондовым рынком (в данном случае — рынком акций) своих основных макроэкономических функций и с точки зрения спекулянта.

Как с одной, так и с другой точки зрения, рост капитализации рынка является необходимым условием эффективности рынка. И с одной, и с другой точки зрения необходимым условием является достижение рынком некоего минимального уровня емкости.

Однако для спекулянта требуется постоянный рост капитализации с максимально возможными темпами. При этом не важно, что за резким ростом рынка последует не менее резкое падение — это, собственно, и есть наиболее подходящие условия для спекулятивного капитала. Для участников процесса привлечения инвестиций более важным является устойчивость показателей капитализации. Для инвестора (на первичном рынке особое значение имеет именно долгосрочный инвестор) это является определенной гарантией сохранения вложенного капитала, для эмитента постепенный рост капитализации создает условия для неоднократного обращения к рынку акций как источнику долгосрочных инвестиций, причем каждое новое размещение в таких условиях будет осуществляться по все более высоким ценам.

Сегодняшний уровень капитализации российского рынка акций в принципе достаточен для размещения на нем новых эмиссий акций. С некоторых пор удовлетворительна устойчивость показателя капитализации. Проблема в другом — в отсутствии в современных условиях у большинства российских предприятий достаточных побудительных мотивов к использованию рынков долевого финансирования. Определенной проблемой является также наличие в структуре акционеров многих компаний государства, которое пока не готово идти на уменьшение своей доли вследствие размещения новой эмиссии акций, и не имеет ресурсов для выкупа акций нового выпуска.

Другой показатель емкости — объем торговли акциями и корпоративными облигациями — в настоящее время демонстрирует еще более высокие темпы роста. Вопреки утверждению г-на Саватюгина о неизменности биржевых оборотов, в 2002 г. биржевые обороты российских акций на российских биржах выросли на 48% по сравнению с 2001 г. и на 79% по сравнению с 2000 г. в долларовом выражении³⁴ (рис. 6).

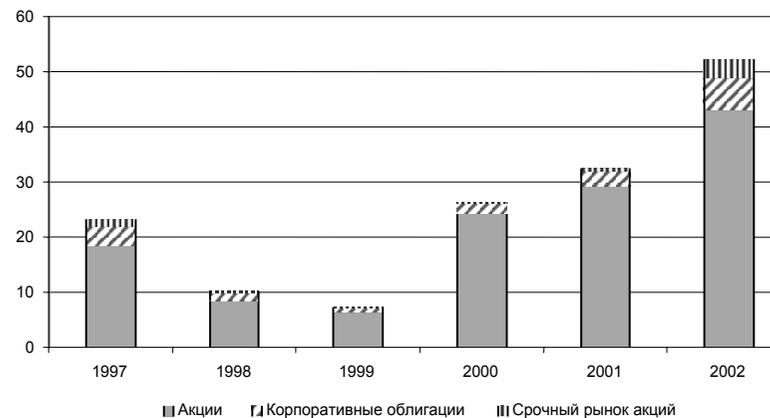


Рис. 6. Динамика биржевых оборотов эмиссионных ценных бумаг

Еще более высокими темпами (за счет более низкой базы) росли объемы биржевой торговли корпоративными облигациями и объемы срочных (фьючерсных и опционных) сделок с ценными бумагами.

Среднедневные объемы торгов фондовой секции (т. е. торгов акциями и корпоративными облигациями) ММВБ составляли в 2000 году 74 млн. долл., в 2001 г. 108 млн. долл., в 2002 г. 163 млн. долл., в первом квартале 2003 г. — 185 млн. долл.³⁵

По объему внутренней биржевой торговли акциями Россия превзошла Мексику, Малайзию, большинство европейских рынков.

Опережающий рост объемов сделок с ценными бумагами позволил существенно снизить остроту традиционной проблемы развивающихся рынков — проблему ликвидности. Если в 1997 г. российский рынок акций по соотношению «Оборот/Капитализация» занимал 17 место среди 18 крупных и средних развивающихся рынков, то в 2002 г. — уже 9-е место в той же выборке национальных рынков, являющихся основными конкурентами России на мировом рынке капитала³⁶.

Рост ликвидности рынка является важным фактором расширения перечня потенциальных инвесторов на первичном рынке за счет инвесторов

³⁴ Рассчитано по данным ФКЦБ России, перепроверено по данным ММВБ, РТС, Фондовой биржи «Санкт-Петербург», МФБ.

³⁵ Рассчитано по данным ММВБ.

³⁶ Рассчитано по данным Всемирной федерации бирж (WFE).

с более коротким горизонтом инвестирования, более консервативных институциональных инвесторов.

Рост емкости рынка акций, повышение его ликвидности существенно улучшили условия размещения акций на внутреннем рынке. Однако основной объем привлечения инвестиций российские предприятия, вследствие тех условий хозяйствования, в которых они находятся, осуществляют на рынке корпоративных облигаций. Для размещения на этом рынке значительно менее значим уровень емкости рынка в целом. Емкость российского рынка корпоративных облигаций еще отстает от аналогичных рынков в большинстве развивающихся рынков. Уровень ликвидности на рынке корпоративных облигаций становится важным при увеличении доли выпусков облигаций, ориентированных не на конкретную целевую группу инвесторов (как правило, из своей же финансово-промышленной группы), а на рынок в целом. Практически каждый такой крупный “рыночный” выпуск становится сегодня ликвидным. И поэтому по количеству полностью ликвидных ценных бумаг рынок корпоративных облигаций уже обогнал рынок акций, несмотря на несопоставимую емкость этих секторов рынка ценных бумаг.

В результате роста капитализации российского рынка акций возникло и такое новое качественное явление, как сопоставимость крупнейших российских компаний с крупными мировыми компаниями.

Сопоставимость крупнейших российских компаний с мировыми компаниями (в том числе транснациональными корпорациями) проявляется в первую очередь в выравнивании уровней тех инвестиционных коэффициентов, на основании которых инвесторы принимают решения о покупке или продаже акций, т. е. инвестиционные решения. Крупнейшие российские компании рассматриваются уже как участники мирового рынка, и дисконт, связанный со страной их регистрации, стал существенно меньше.

Вторым важным аспектом сопоставимости крупнейших российских и мировых компаний стала сопоставимость объемов привлекаемых инвестиций, в том числе на рынке ценных бумаг. Безусловно, необходимо учитывать фактор снижения мировой экономики, на фоне которого российские компании выглядят относительно привлекательнее своих западных конкурентов. Но тем не менее, факт остается фактом: именно российские компании вышли в последние полтора года на первые роли на международных первичных рынках ценных бумаг. Крупнейшим еврооблигационным займом в первом квартале 2003 г. стал выпуск еврооблигаций РАО “Газпром” на сумму 1,75 млрд. долл. сроком на 10 лет. По оценкам андеррайтеров выпуска, спрос на еврооблигации “Газпрома” составил 6 млрд. долл.

Второе место по объему выпуска ADR в 2002 г. заняла российская нефтяная компания “ЛУКОЙЛ” (775 млн. долл.). Несмотря на то, что данное размещение не было связано с привлечением нового капитала³⁷, а осуществлялось в порядке приватизации, принципиальной разницы данный факт не имеет (инвесторы в любом случае платят свои деньги), и “ЛУКОЙЛ” с полным правом вошел в топ-лист размещений ADR в 2002 г.³⁸

Здесь необходимо сделать замечание, касающееся последних четырех рассмотренных мифов. Все эти мифы связаны с характеристиками вторичного рынка. В поведении всех этих характеристик перелом наступил в 2000—2001 гг., что, по-видимому, создало необходимые предпосылки для качественного изменения характеристик первичного рынка в 2002 г.

Опровержение мифа № 7 (об избыточной отраслевой и региональной концентрации)

Причинами существования этого мифа являются, во-первых, господство в анализе концентрации рынка подхода спекулятивной точки зрения, и, во-вторых, плохое знание российскими экономистами реалий зарубежных рынков.

Господство спекулятивной точки зрения привело к ориентации на вторичный рынок при проведении анализа отраслевой и региональной концентрации рынка. Действительно, в структуре отраслевой капитализации доля нефте- и газодобывающих предприятий на 31 марта 2003 г. составляла 67,8%. Это весьма высокая доля в международном сопоставлении, но она достаточно адекватно отражает неэффективную отраслевую структуру российской экономики. Предприятия, занимающиеся добычей нефти и газа, в современных условиях хозяйствования (в первую очередь существующая налоговая система, валютный и таможенный контроль и т. д.) имеют наибольшее число конкурентных преимуществ, и поэтому они в первую очередь вызывают интерес у инвесторов. Российский вторичный рынок акций отличается также избыточно высокой долей крупнейших корпораций. По показателю “доля 10 крупнейших корпораций в национальной капитализации” Россия занимает 3 место в выборке из 40 стран с развитыми и крупными развивающимися рынками, уступая только Финляндии и Люксембургу.

³⁷ Именно поэтому мы не учитывали данный объем в общем объеме привлеченных инвестиций.

³⁸ Bank of New York. Depositary Receipt 2002 Market Review. P. 2.

Региональная концентрация профессиональных участников рынка, приводимая Я. М. Миркиным в качестве одной из важнейших диспропорций фондового рынка России (в совокупности с региональной концентрацией операций на вторичном рынке и с региональной концентрацией финансовых активов, характеризующимися как “сверхконцентрация”)³⁹, на самом деле свойственна любому национальному фондовому рынку. Примеров здесь может быть приведено очень много. Например, в момент объединения французских бирж в единую национальную биржу доля Парижской биржи составляла 97%. В аналогичной ситуации на итальянском рынке доля Миланской биржи составляла 80%. Среди 100 наиболее активных членов Лондонской фондовой биржи лишь одна компания не расположена в самом Лондоне. Более того, тенденции последних 10—20 лет на развитых рынках свидетельствуют об ускорении такой концентрации. Доля нью-йоркских фондовых бирж (NYSE и NASDAQ с учетом поглощенной ею AmEx) в совокупности превысила 99% национального биржевого оборота акций, в то время как в начале 1980-х гг. доля Нью-Йорка не превосходила 60%. Даже в Германии, традиционно отличавшейся более низкой региональной концентрацией финансовых активов и операций, лидирующая роль Франкфурта сомнений не вызывает. Ведь, напротив, в современном мире высокая концентрация финансовых ресурсов и финансовой инфраструктуры способствует облегчению доступа на финансовый рынок максимально возможному количеству реципиентов.

Яркий пример в этом плане демонстрирует именно Россия. Об этом свидетельствует отраслевая структура эмитентов корпоративных облигаций в 2002—2003 гг. (рис. 7).

Мы подошли к проблеме отраслевой и региональной концентрации с точки зрения реципиента инвестиций, т. е. со стороны первичного рынка. До 2002 г. структура эмитентов корпоративных облигаций была максимально простой — более 80% приходилось на компании трех укрупненных отраслевых групп (нефтегазодобыча, металлургия, финансы). В 2002 г. произошло серьезное обогащение отраслевой структуры эмитентов корпоративных облигаций (см. табл. 3).

Повышение разнообразия структуры размещаемых корпоративных облигаций в 2002 г. произошло в значительной мере за счет активизации предприятий различных отраслей народного хозяйства на первичном рынке в третьем и особенно в четвертом квартале. На рис. 7 отраслевая структура эмитентов в четвертом квартале 2002 г. уже похожа на пестрый

³⁹ Миркин Я.М. Рынок ценных бумаг России: Воздействие фундаментальных факторов, прогноз и политика развития. М.: Альпина Паблишер, 2002. С. 81—96.

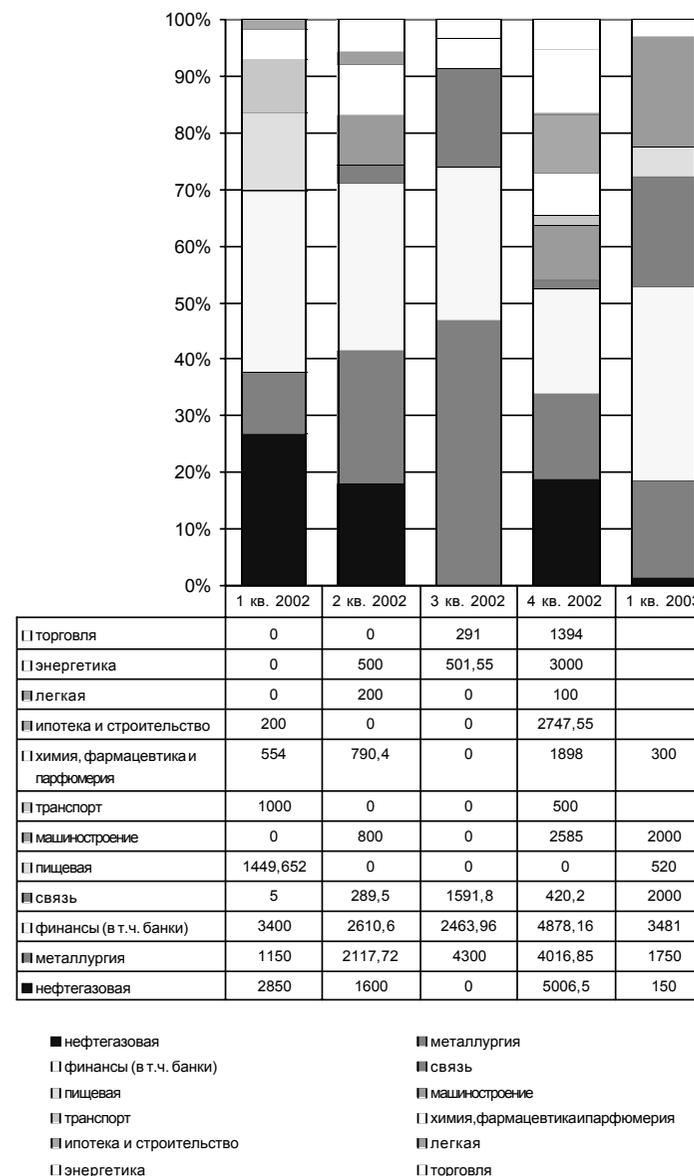


Рис. 7. Отраслевая структура размещения корпоративных облигаций в 2000—2003 гг., по кварталам

Таблица 3. Доли отраслевых групп в структуре эмитентов корпоративных облигаций (поквартально), %

	Нефте-газовая	Металлургия	Финансы (в т.ч. банки)	Связь	Пищевая	Прочие
1 кв. 2001 г.	42,3	23,1	24,6	0,0	0,0	10,0
2 кв. 2001 г.	13,0	28,9	45,9	0,0	2,5	9,6
3 кв. 2001 г.	40,7	25,8	19,5	2,3	1,4	10,3
4 кв. 2001 г.	31,0	8,1	28,5	16,4	6,2	9,7
1 кв. 2002 г.	26,9	10,8	32,0	0,0	13,7	16,5
2 кв. 2002 г.	18,0	23,8	29,3	3,2	0,0	25,7
3 кв. 2002 г.	0,0	47,0	26,9	17,4	0,0	8,7
4 кв. 2002 г.	18,8	15,1	18,4	1,6	0,0	46,1
1 кв. 2003 г.	1,5	17,2	34,1	19,6	5,1	22,5

Рассчитано по данным *Cbonds.ru*, *ММВБ*.

коврик из множества тряпочек. Эта же тенденция более активного выхода на рынок корпоративных облигаций различных отраслевых групп наблюдалась и в первом квартале 2003 г., однако вследствие относительно короткого промежутка времени (только 1 квартал) отраслевое разнообразие предыдущего года пока не достигнуто.

Таким образом, мы видим, что рынок корпоративных облигаций становится все более доступным для предприятий различных отраслей народного хозяйства. В отличие от внешних рынков, например, еврооблигационного рынка, формирующийся внутренний облигационный рынок в России обладает существенно меньшими барьерами входа. Поэтому воспользоваться возможностями привлечения инвестиций на рынке корпоративных облигаций России сегодня может любое российское предприятие, вне зависимости от отраслевой принадлежности, которое имеет желание привлекать необходимые инвестиционные ресурсы, работая в соответствии с законами цивилизованного рынка. Говорить о какой-либо отраслевой концентрации первичного рынка здесь не приходится.

Для анализа региональной структуры эмитентов корпоративных облигаций был выбран разрез федеральных округов, с выделением отдельными строками Москвы и Санкт-Петербурга. Анализ показал, что в региональной структуре эмитентов корпоративных облигаций доля московских предприятий устойчиво снижается — с 67% в 2001 г. до 62% в 2002 г. и 43% в первом квартале 2003 г. Напротив, доля предприятий из прочих регионов России растет (см. табл. 4). Это говорит о том, что рынок корпоративных облигаций в России становится все более доступным для всех

Таблица 4. Региональная структура эмитентов корпоративных облигаций, %

Регионы	2001 г.	2002 г.	2003 г. (1-й кв.)
Москва	66,9	61,8	42,6
Центр (без Москвы)	2,8	3,7	0,0
Санкт-Петербург	7,9	1,7	22,4
Северо-Запад (без С.-Петербурга)	0,1	1,5	0,0
Поволжье	6,4	10,0	23,5
Южный федеральный округ	0,1	1,4	0,0
Урал	7,4	5,4	9,8
Сибирь	1,0	4,7	1,7
Дальний Восток	7,5	9,8	0,0

Рассчитано по данным *Cbonds.ru*, *ММВБ*.

российских предприятий, вне зависимости от их территориальной расположенности.

Однако необходимо также признать, что такой анализ региональной структуры будет не вполне корректным. Необходимо учитывать, что существуют значительные различия между региональной привязкой предприятий по месту их регистрации (а именно исходя из этого критерия был проведен анализ региональной структуры, результаты которого приведены выше) и реальным территориальным распределением средств, полученных за счет выпуска корпоративных облигаций. Особенно значимо такое различие для национальных холдингов. Действительно, холдинговая компания, получив денежные средства от размещения облигаций, распределяет их внутри себя среди предприятий различных регионов. Примером в этом смысле может служить “Русский Алюминий”, который привлек на рынке корпоративных облигаций финансовые ресурсы через свою дочернюю структуру ООО “Русский Алюминий Финансы” (зарегистрированную в Москве). Привлеченные финансовые ресурсы были направлены на финансирование инвестиционных проектов на ряде алюминиевых заводов в различных регионах страны. Таким же образом действовали и другие компании холдингового типа, в том числе “Газпром”, РАО “ЕЭС России” и другие.

Различие между регионом регистрации компании и регионом реального использования привлеченных ресурсов свойственно также для финансовых компаний, включая банки. Поэтому на следующем шаге анализа структуры эмитентов корпоративных облигаций мы вычленим из общей массы национальные холдинги и финансовые компании. Получившаяся четырехзвенная структура отражает, как нам представляется, реги-

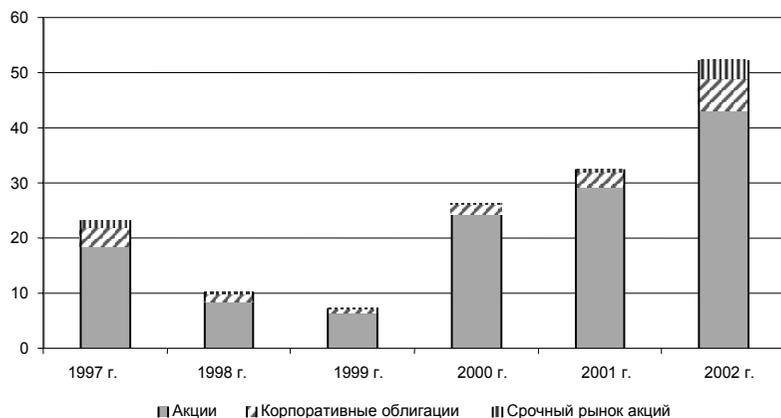


Рис. 8. Структура размещения корпоративных облигаций

ональную структуру более корректно, хотя ее и нельзя назвать собственно региональной структурой эмитентов (см. рис. 8).

Как видно на рис. 8, без учета национальных холдингов и финансовых компаний, большинство из которых зарегистрированы в Москве, доля Москвы оказывается весьма невелика — около 5% в 2001 г., около 16% в 2002 г. и около 10% в первом квартале 2003 года. Напротив, доля региональных компаний существенно больше, и она устойчиво растет — с 26% в 2001 г. до 38% в 2002 г. и 40% в первом квартале 2003 г. Доля национальных холдингов последовательно снижается, и для этого есть объективное основание — для этих крупных компаний кардинально улучшились условия заимствований на рынке еврооблигаций в течение последних двух лет, и все большую часть заимствований они осуществляют на внешнем рынке. Таким образом, и в региональном плане нельзя говорить о какой-либо значимой региональной концентрации на первичном рынке корпоративных облигаций. Напротив, инвестиционные ресурсы на этом рынке доступны предприятиям из любого региона России.

Опровержение мифов № 8 и 9 (о недостаточности банковского кредитования реального сектора экономики, о российской бедности, о отсутствии долгосрочных пассивов финансовых организаций)

Анализ этих двух мифов, касающихся не столько фондового рынка, сколько финансового рынка в целом, и банковского сектора, в частности, целесообразно объединить, потому что они тесно связаны, и при рассуждени-

ях о банковской реформе выстраиваются в единую логическую цепочку. В плане обоснования конкретных предложений в области банковской реформы эта логическая цепочка выглядит следующим образом. Банковская система недостаточно кредитует российский реальный сектор, особенно мала роль долгосрочного кредитования. Утверждается, что это происходит отчасти вследствие общей слабости российской банковской системы (что истинная правда, как с точки зрения ее капитализации, так и с точки зрения устойчивости банков, реализации ими стратегии, нацеленной на долгосрочное развитие в качестве банковских институтов), а отчасти вследствие недостаточности долгосрочных пассивов кредитных организаций (что полная ерунда). В дальнейшей логической цепочке экономические мыслители делятся: часть считает, что недостаток долгосрочных пассивов у кредитных организаций связан с общей бедностью российского населения и российских небанковских организаций; другая часть считает, что долгосрочные ресурсы есть, их нужно только взять (“аккумулировать”). И то, и другое, на мой взгляд, весьма вредно в свете тех предложений, которые в настоящее время опираются на такие представления. Однако пройдем всю логическую цепочку с самого начала.

Прежде всего, представляется спорным тезис о недостаточности кредитования реального сектора со стороны российских коммерческих банков.

Во-первых, объем кредитов, предоставляемых в настоящее время банками предприятиям, уже подошел к тому пределу, за которым резко растет риск и, соответственно, повышается неустойчивость всей банковской системы⁴⁰. Соотношение между объемом выданных кредитов и объемом привлеченных российской банковской системой депозитов и вкладов стало одним из самых высоких в мире. Решить проблему можно только за счет увеличения капитализации банков, но никак не за счет увеличения долгосрочных пассивов. Но это лишь одна сторона процесса. Другая сторона процесса проявляется в том, что количество надежных и доходных кредитных проектов в экономике практически исчерпано⁴¹. В результате в 2002 году уже произошла стабилизация доли просроченной задолженности в совокупном кредитном портфеле банков и наметился рост реальной

⁴⁰ В этой области проведены многочисленные исследования, среди которых следует выделить работы М. Ю. Матовникова (Рейтинговое агентство Интерфакс), О. Г. Солнцева (Центр макроэкономического анализа и краткосрочного прогнозирования), некоторые доклады Центра развития.

⁴¹ “Основным барьером расширения кредитования экономики становится не недостаток ресурсов, а недостаток эффективных, низкорискованных проектов” (Центр развития. Модернизация банковской системы на этапе экономического роста. М., 2002 г. С. 4). А. Н. Илларионов также несколько раз высказывал в выступлениях и интервью мысль о неразумности стимулирования финансирования экономики в условиях дефицитности эффективных проектов для финансирования.

просроченной задолженности по кредитам⁴². С этой стороны решение проблемы меньше связано с финансовым сектором, суть ее — в общеэкономических условиях хозяйствования предприятий, с одной стороны, препятствующих поглощению неэффективных собственников, не способных разработать привлекательные проекты, а, с другой стороны, снижающих действенность системы защиты эффективных собственников. Но заметим, что уже на этом звене логической цепочки наметился сбой — с учетом ограниченности эффективных кредитных проектов становится сомнительной уже сама цель увеличения кредитования экономики.

Во-вторых, долгосрочное кредитование банками реального сектора уже стало избыточным. Нигде в современном мире (даже в Германии, Швейцарии и Японии) коммерческие банки не являются основным поставщиком долгосрочных инвестиционных ресурсов предприятиям реального сектора, за исключением случаев кредитования предприятий своей финансово-промышленной группы⁴³. Представление о том, что именно банки должны обеспечивать долгосрочное финансирование экономики за счет выдачи кредитов предприятиям почерпнуто, видимо, где-то в ранних работах В. И. Ленина, и, соответственно, отражает реальность конца XIX — начала XX века. Постановка такой цели — обеспечение роста доли долгосрочного кредитования в структуре кредитных портфелей банков означает, с одной стороны, стимулирование увеличения риска в банковской системе, а, с другой стороны, подталкивает к мерам, ставящим в привилегированное положение банки, но препятствующим развитию нормальной структуры финансового рынка за счет ускоренного развития небанковских институциональных инвесторов.

Одним из таких предложений является предложение ввести страхование вкладов населения во все (или в наиболее крупные) коммерческие банки. Само по себе страхование вкладов — абсолютно нужный и полезный механизм финансового рынка⁴⁴. Однако проблема в том, что введение этого ме-

⁴² Центр макроэкономического анализа и краткосрочного прогнозирования. Тенденции развития банковской системы в 2002 г. Обзор № 3. Апрель 2003 г. С. 11.

⁴³ Если мы хотим стимулировать рост доли “кэптивного” кредитования, то следует внимательно исследовать все те негативные последствия, которые несет такая политика. Необходимо согласиться в этой части с выводами Standard & Poor’s о том, что распространенная практика кредитования банками связанных организаций в рамках финансово-промышленных групп и значительная концентрация бизнеса на отдельных клиентах входят в число основных недостатков российской банковской системы (Standard & Poor’s. Анализ рисков банковского сектора России. 11 апреля 2003 г.) А другого долгосрочного кредитования в России пока не будет. Мне лично сложно представить, чтобы какой-то банкир выдал, скажем, двухлетний кредит “не своему”, за исключением, конечно, тех случаев, когда в роли “не своего” выступает предприятие, название которого в списке клиентов банка является серьезным нематериальным активом (например, “Газпром”, “Транснефть”, МПС и т. д.), либо за которое “поручился” губернатор, или на которое указала “крыша”.

⁴⁴ Весьма обстоятельный разбор аргументов “за” и “против” страхования вкладов см. в докладе Центра развития “Банковская реформа: стратегии и механизмы” М., ноябрь 2002 г. С. 22—34.

ханизма было бы эффективно примерно 3—4 года назад. Но сегодня предельно запоздалое введение такого механизма может привести только к тяжелым отрицательным последствиям. Российская банковская система, которая теоретически должна быть механизмом превращения относительно коротких денег (денежных ресурсов) в относительно длинные кредиты (и, кстати, в действительности была таким механизмом), сегодня вплотную приблизилась к тому водоразделу, за которым она будет характеризоваться в качестве механизма, превращающего длинные деньги в короткие кредиты. Соотношение долгосрочных кредитов, выданных банками предприятиям, и всех долгосрочных привлеченных ресурсов банков (депозиты и вклады населения, депозиты предприятий, средства от размещения облигаций, депозитных и сберегательных сертификатов) устойчиво снижалось в течение последних лет, и в настоящее время стало практически равно 1 (рис. 9).

Введение в этой ситуации системы страхования вкладов населения в банках приведет к росту вкладов населения в банках, прежде всего долгосрочных вкладов. Банки окажутся в ситуации, когда они либо должны наращивать долгосрочное кредитование (предприятий и населения), увеличивая риск кредитного портфеля, либо превратиться в механизм трансформации длинных денег населения в короткие кредиты предприятиям и населению. Рассмотрим более подробно последствия второй альтернативы. Они негативны. С точки зрения макроэкономического анализа существование банковской системы, превращающей длинные денежные ре-

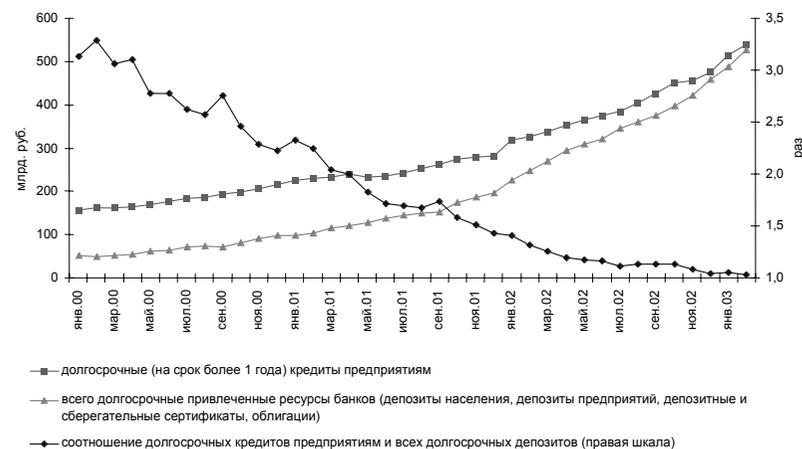


Рис. 9. Соотношение долгосрочных кредитов предприятиям и долгосрочных привлеченных ресурсов банков

суды в короткие кредиты, абсурдно, особенно в современной российской ситуации, когда Правительство ставит цель модернизации экономики. С точки зрения микроэкономики банк приобретает новый вид процентного риска, реализуемого в условиях падения процентных ставок. Скорее всего, макроэкономическое развитие в среднесрочной перспективе обеспечит банкам снижение процентных ставок. В результате этого усилится риск того, что банки будут вынуждены осуществлять рефинансирование под более низкие процентные ставки, чем ставки по их обязательствам перед вкладчиками. Данный вид риска минимизируется с помощью технологий иммунизации портфеля, однако полностью этот риск устранен быть не может. Таким образом, банковская система в любом случае столкнется с ростом риска и станет более неустойчива.

Потенциальный выигрыш экономики от роста объемов долгосрочного кредитования фиктивен, так как реальный положительный экономический эффект может быть получен только в случае эффективного размещения долгосрочных ресурсов. Коммерческие банки в принципе не являются институтами долгосрочного финансирования. Российские коммерческие банки, умеющие функционировать только в условиях “наркотической” зависимости (сначала от ГКО, затем от дешевых ресурсов), тем более не способны эффективно размещать долгосрочные ресурсы.

Внедрение системы страхования вкладов населения в этой ситуации приведет к подмене эффективности кредитования реального сектора объемами долгосрочных ресурсов, размещение которых объективно ограничено количеством рентабельных кредитных проектов и эффективностью банковской системы, как института управления ресурсами.

Совершенно очевидно, что в логической цепочке вышеприведенных рассуждений есть вторая ошибка — в реальности у банковской системы сегодня нет недостатка в долгосрочных ресурсах. Напротив, банки привлекают избыточный объем долгосрочных ресурсов, которые в нормальной экономике должны идти институциональным инвесторам, которые, собственно, и способны обеспечить эффективное размещение долгосрочных ресурсов.

В настоящее время население располагает все увеличивающейся массой долгосрочных сбережений. В условиях отсутствия альтернатив население несет эти сбережения в банки, в результате чего доля долгосрочных вкладов населения уже превысила разумные пределы, и сохраняет тенденцию к росту (рис. 10). Сохранение этой тенденции уже в ноябре 2003 г. приведет к тому, что более половины депозитов и вкладов населения в банках будут помещены на срок более 1 года.

Уже сегодня объем долгосрочных вкладов и депозитов населения в банках превысил 13 млрд. долл. Другими словами, можно сказать, что

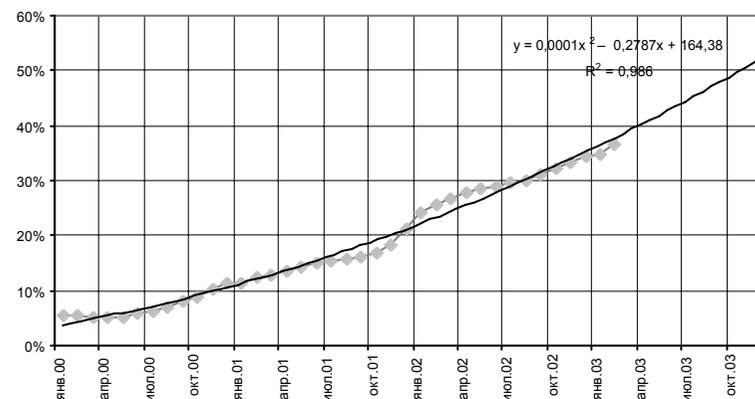


Рис. 10. Доля долгосрочных (на срок более 1 года) депозитов и вкладов населения в общем объеме депозитов и вкладов населения, фактические значения и прогнозируемый тренд

в банках скопилось около 10 млрд. долл. лишних (т. е. не находящихся эффективно с макроэкономической точки зрения) долгосрочных⁴⁵ финансовых ресурсов. Разговоры о бедности в этих условиях лишены экономического смысла.

Фондовый рынок выступает эффективной альтернативой банковскому кредитованию, по крайней мере, в области долгосрочного финансирования. Подтверждением этому служит тот факт, что, несмотря на свою молодость, рынок корпоративных облигаций успешно конкурирует с банковским кредитованием в сфере долгосрочного финансирования предприятий. Корпоративные облигации — более эффективный инструмент долгосрочного финансирования предприятий, и они активно замещают в этом качестве банковские кредиты (рис. 11).

Учитывая большую эффективность инструментов фондового рынка по сравнению с банковским кредитованием в области долгосрочного финансирования предприятий, миф о недостаточности банковского кредитования предприятий реального сектора является не только препятствием для развития фондового рынка, но и оказывает серьезное негативное влияние на снижение эффективности процессов привлечения долгосроч-

⁴⁵ Говоря о долгосрочности ресурсов, размещаемых на срок более 1 года, следует уточнить, что эти ресурсы являются долгосрочными именно для российских условий. Говорить же о возможном появлении ресурсов, размещаемых на срок, скажем, более 10 лет, которые и в США считаются долгосрочными, невозможно до появления в широких масштабах небанковских институциональных инвесторов.

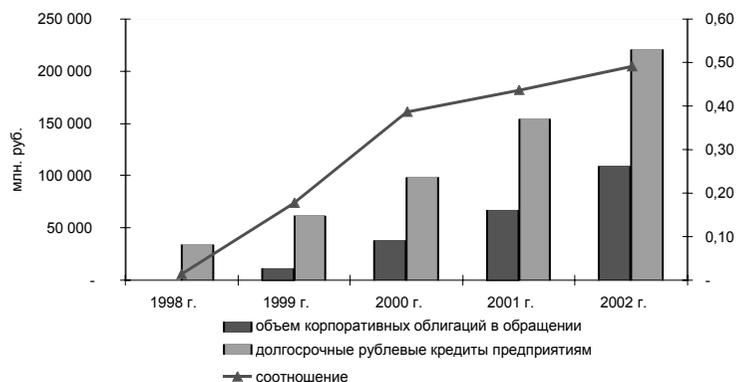


Рис. 11. Соотношение объема корпоративных облигаций в обращении и долгосрочных (на срок более 1 года) рублевых кредитов предприятиям

ных инвестиционных ресурсов российскими предприятиями. Банки, получая в свое распоряжение растущий объем долгосрочных ресурсов, все более активно инвестируют эти ресурсы в корпоративные облигации, превращаясь в дополнительного посредника между инвесторами и реципиентами инвестиций. Фондовый рынок, и в особенности рынок корпоративных облигаций, предполагает, как правило, либо прямое взаимодействие инвестора и реципиента с использованием лишь брокерских услуг (издержки инвестора в данном случае — относительно небольшой фиксированный процент за брокерские услуги), либо использование услуг институциональных инвесторов (в этом случае издержки инвестора состоят в относительно небольшой плате за управление активами, при этом предполагается, что это плата за улучшение результатов инвестирования по сравнению с индивидуальными инвестициями). Появление в качестве инвестора в корпоративные облигации банка означает, что конечный инвестор уступает такому посреднику значительную часть своего дохода, при этом, учитывая относительно небольшой разброс колебаний курсов долговых инструментов, данный посредник не подвергает себя существенному рыночному риску. Для устранения такого неэффективного с макроэкономической точки зрения посредника было полезно введение запрета на приобретение банками инструментов фондового рынка — акций и корпоративных облигаций.

НОВАЯ РОЛЬ ФОНДОВОГО РЫНКА И ФАКТОРЫ, СПОСОБСТВОВАВШИЕ ИЗМЕНЕНИЮ РОЛИ ФОНДОВОГО РЫНКА

Таким образом, необходимо сделать вывод о том, что в последние годы произошло качественное изменение роли фондового рынка в российской экономике, как на уровне отдельных предприятий, так и на уровне макроэкономики. Фондовый рынок начал выполнять свою основную макроэкономическую функцию, обеспечивая трансформацию сбережений в инвестиции. Он превратился в реальный механизм, обеспечивающий долгосрочное финансирование российских предприятий, стал основным источником долгосрочных привлеченных средств для ряда крупных и средних российских предприятий. Как следствие этого, фондовый рынок стал выполнять также и другие свои макроэкономические функции, в частности, стал “зеркалом” ряда важнейших макроэкономических процессов.

Российские предприятия получили возможность использовать новый, более эффективный по сравнению с банковским кредитованием, механизм привлечения долгосрочных инвестиционных ресурсов. Для большинства предприятий не существует значительных препятствий для пользования этим механизмом. Поэтому степень интенсивности использования данного механизма зависит от желания самих предприятий, точнее, от тех условий хозяйствования, в которых они находятся. Однако для обоснования этого тезиса нам потребуется проследить историю становления фондового рынка как инвестиционного механизма и проанализировать те факторы, которые привели к обретению фондовым рынком новой роли, к появлению нового качества фондового рынка.

Как известно, основными фигурантами фондового рынка являются эмитенты, инвесторы и посредники (профессиональные участники рынка). Каждой группе фигурантов на определенных этапах развития фондового рынка были свойственны определенные ограничения. При этом наиболее жесткое ограничение, свойственное одной из сторон фондового рынка, становилось на какой-то период ограничением для развития фондового рынка в целом, т. е. основным ограничением для развития фондового рынка. Преодоление такого ограничения давало импульс очередному качественному изменению рынка. Последовательность преодоления основных ограничений развития фондового рынка может быть условно представлена в следующем виде (табл. 5).

Таблица 5. *Последовательность преодоления основных ограничений развития фондового рынка*

Период	Сторона рынка, которой было свойственно наиболее жесткое ограничение	С чем было связано наиболее жесткое ограничение
1998—2000 гг.	Профессиональные участники рынка ценных бумаг, в т. ч. инфраструктурные институты	С неэффективностью технологий и инфраструктуры; надежностью посредников
2000—2001 гг.	Инвесторы	С недостаточностью финансовых ресурсов, поступающих на рынок
2001—2002 гг.	Эмитенты	С отсутствием интереса к рынку и, соответственно, с нерыночным поведением эмитентов

Преодоление ограничений, связанных с эффективностью институтов фондового рынка

Кризис 1998 г. сильно ударил по профессиональному сообществу фондового рынка и его инфраструктуре. Однако, как и любой кризис, он способствовал отбраковыванию неэффективных технологий, вытеснению слабых участников рынка, повышению эффективности организации инфраструктурных систем. Уже к концу 2000 г. состоялся значительный рост капитализации операторов рынка, произошло формирование у них устойчивой клиентской базы, проведена отработка взаимодействия между брокерами и клиентами, с одной стороны, и брокерами и торговыми системами, с другой стороны. В результате внедрения интернет-технологий произошли революционные изменения в технологиях взаимодействия по каналу «биржа—брокер—клиент». Были созданы принципиально новые, на порядок более дешевые, каналы выхода мелких инвесторов на рынок посредством внедрения брокерских интернет-систем и биржевых интернет-шлюзов.

Произошла концентрация биржевых оборотов на ведущих фондовых биржах, их число стало вполне адекватным. В результате повысилась ликвидность организованного рынка, сократились удельные издержки систем организации торговли, кардинально повысилась надежность организаторов торговли. Возникли в достаточном количестве депозитарные организации, обеспечившие создание широкой сети, доступ к которой стал возможен практически для всех внутренних и иностранных инвесторов. Напротив, количество регистраторов уменьшилось, что обеспечило существ-

венное снижение риска регистратора. В процессах биржевой концентрации, концентрации регистраторской деятельности и формировании общенациональной депозитарной сети особое значение имела политика регулятора, стимулировавшая эти изменения, кардинально повысившие эффективность инфраструктуры фондового рынка.

Все это привело к значительному снижению уровня рисков на фондовом рынке, порождаемых деятельностью операторов рынка и инфраструктуры. Одновременно произошло кардинальное снижение барьеров доступа на рынок, как собственно уровня издержек (вознаграждение брокеров, оплата услуг инфраструктурных институтов, стоимость доступа), так и барьеров, связанных с региональным размещением инвесторов, уровнем располагаемого капитала и т. д. Все это создало необходимые предпосылки для увеличения объема финансовых ресурсов, поступающих на фондовый рынок.

Преодоление ограничений, связанных с недостаточностью финансовых ресурсов, поступающих на фондовый рынок

Долгое время основным ограничением для развития фондового рынка было ограничение, связанное с недостаточностью финансовых ресурсов у внутренних инвесторов. Это ограничение было основным ограничением фондового рынка в период до 1998 г., оно вновь стало основным ограничением после преодоления в 1999—2000 гг. ограничений, связанных с неэффективностью институтов фондового рынка. В течение 2000—2001 гг. ограничение, связанное с недостаточным притоком на фондовый рынок финансовых ресурсов, было в целом преодолено (по крайней мере, относительно другого ограничения, связанного с потребностями эмитентов в инвестициях). В настоящее время объем ресурсов у основных групп внутренних инвесторов достаточен для среднесрочного развития фондового рынка.

Переориентация направления средств внутренних инвесторов на фондовый рынок произошла в значительной мере благодаря преодолению налоговой дискриминации инвестиций в негосударственные ценные бумаги. В отдельные промежутки времени налоговая система имела даже признаки системы, стимулирующей инвестирование населением средств в ценные бумаги (это связано с проводившимся в Москве экспериментом по минимизации подоходного налога на доходы, получаемые от операций с ценными бумагами). Но основным фактором стало повышение уровня доходов, поступающих в распоряжение населения, которое в условиях кардинального снижения барьеров доступа инвесторов (в первую очередь именно мелких инвесторов) на фондовый рынок обеспечило резкое увеличение объема средств, поступающих на фондовый рынок.

Начало процесса преодоления ограничений, связанных с поведением эмитентов

После кардинального изменения ситуации с институтами фондового рынка и с притоком на него инвестиционных ресурсов основным ограничением для развития фондового рынка стало ограничение, связанное с поведением эмитентов, отсутствием у них интереса к фондовому рынку. Подавляющее большинство российских предприятий не рассматривают фондовый рынок, как механизм привлечения инвестиционных ресурсов, либо не видят необходимости привлечения инвестиционных ресурсов в принципе. Однако и в этой области в течение последних 2 лет наблюдались определенные положительные изменения.

Особенно резко сократились ограничения, связанные с поведением эмитентов, в течение 2002 г. Это было связано со следующими факторами:

- сокращением собственных средств предприятий и холдингов как основного ресурса для инвестиционной деятельности;
- переориентацией ряда крупных компаний с цели управления финансовыми потоками на цели максимизации капитализации (либо иные цели долгосрочного развития, связанные с необходимостью выхода на финансовые рынки);
- снижением барьеров выхода на фондовый рынок для реципиентов.

Посткризисный период характеризовался ростом собственных средств предприятий, которые могли быть использованы для финансирования инвестиционных проектов. В течение 1999—2000 гг. собственные средства предприятий, а также средства банков и других предприятий той же финансово-промышленной группы были достаточны для финансирования инвестиций. В 2001—2002 гг. начали действовать новые факторы, сделавшие собственные средства (включая средства финансово-промышленной группы) недостаточными для финансирования решения задач развития бизнеса. Среди этих факторов необходимо выделить:

- выделение среди массы предприятий тех предприятий, которые развивались более интенсивно, и, соответственно, ставили более амбициозные цели развития, в которые входило не только восстановление докризисного уровня производства и его увеличение до уровня нормальной загруженности оборудования, но и создание (либо покупка) новых производств, техническая и технологическая модернизация и т. д.;
- снизилась рентабельность производства, в результате чего сузился источник финансирования инвестиций за счет прибыли;

- к потребностям в финансировании инвестиций в основной капитал добавился интерес в осуществлении финансовых вложений в форме поглощений предприятий, что привело к увеличению спроса на инвестиционные ресурсы.

Все это привело к формированию у ряда динамично развивающихся предприятий интереса к рынку ценных бумаг, как потенциальному источнику долгосрочных инвестиций.

Одновременно, с завершением процесса концентрации собственности, у собственников ряда крупнейших компаний произошла смена структуры целей, в частности, на смену цели получения доходов от управления финансовыми потоками, вывода активов и т. д. пришла цель максимизации капитализации. В условиях концентрированной собственности вывод активов стал практически не нужен, а выросшие затраты (“большие деньги всегда труднее прятать”, как сказал один из российских олигархов) на получение “теневых” доходов сделали возможным переориентацию на получение официальных доходов. В условиях рыночной экономики наиболее значимой частью корпоративных доходов является увеличение рыночной стоимости корпорации, поэтому появление цели максимизации капитализации абсолютно естественно и закономерно.

Любой бизнесмен (если предположить, что он действует как homo economicus) всегда готов продать свой бизнес, если предложенная цена окажется выше его оценки чистой приведенной стоимости предприятия, основанной на оценке будущих доходов и расходов. Цена, которая ему может быть предложена, в свою очередь, зависит от капитализации компании. Но это рассуждение применимо к случаю продажи бизнеса целиком. Чаще же история дает примеры постепенного выхода главного собственника из капитала корпорации, а в этом случае его доход прямо определяется текущим уровнем капитализации корпорации.

Замена цели получения доходов от управления финансовыми потоками целью получения доходов от роста капитализации на современном российском рынке происходит, как правило, в условиях сохранения высококонцентрированной собственности, и, соответственно, контроля. Это еще раз свидетельствует о совместимости фондового рынка и концентрации собственности. Российские предприниматели ориентируются на фондовый рынок, стремясь повысить капитализацию своих компаний, и одновременно сохраняя корпоративный контроль.

Повышению интереса российских предприятий к рынку ценных бумаг способствовало и снижение транзакционных издержек по выходу на этот рынок (снижение барьеров входа на фондовый рынок для реципиентов). Такое снижение было обусловлено снижением стоимости заимство-

вания (т. е. процентной ставки) на рынках долгового финансирования, снижением налогообложения доходов по эмиссионным ценным бумагам⁴⁶, а также снижением ставок вознаграждения за услуги финансового консультанта и андеррайтера⁴⁷.

В результате многие российские предприятия повернулись к фондовому рынку как значимому источнику финансовых ресурсов, начали играть по правилам этого рынка. Для этого потребовалось кардинально изменить свое корпоративное управление, и это было сделано. Одним из наиболее ярких проявлений этого изменения, стало, в частности, изменение дивидендной политики российских предприятий.

Другим проявлением изменения корпоративного управления во многих крупных российских корпорациях стало увеличение в структуре национальной капитализации доли капитализации котировальных листов А1, которая по состоянию на 25 апреля превысила уровень 47%⁴⁸. Как известно, в котировальный лист А1 могут быть допущены только те компании, которые полностью соответствуют требованиям Кодекса корпоративного поведения. Поэтому сегодня почти половина (по капитализации) российских компаний, имеющих биржевые рыночные котировки, выполняют международные стандарты корпоративного управления. Еще 2 года назад в России таких компаний практически не было (за исключением 4—5 компаний), как не было и самого Кодекса корпоративного поведения.

Вставка. Изменение дивидендной политики российских предприятий

На вопросе дивидендной политики российских предприятий и тенденциях ее изменения мы остановимся подробнее, так как, во-первых, ряд экономистов подвергают сомнению сам факт наличия качественных изменений в дивидендной политике российских предприятий, и, во-вторых, в российском экономическом сообществе господствует превратное пред-

⁴⁶ Например, снижение с 1 января 2002 г. ставки налога на дивиденды до 6% означает, что предприятия в условиях нового налогового режима могут обеспечить неизменной чистой дивидендную доходность для частного инвестора, используя на выплату дивидендов на 5,4% средств меньше, чем ранее.

⁴⁷ Резкое увеличение предложения этих услуг со стороны профессиональных участников рынка ценных бумаг сделало их практически бесплатными для эмитентов. Демпинг на этом секторе рынка финансовых услуг обусловлен высокой рентабельностью инвестиционно-банковской деятельности в будущем: ведь, как показывает опыт стран с развитыми финансовыми рынками, круг институтов, оказывающих услуги инвестиционных банков, крайне узок, и борьба за право попасть в этот узкий круг, что называется, «стоит свеч».

⁴⁸ Рассчитано по данным РТС.

ставление об уровнях дивидендной доходности, а также о влиянии дивидендной доходности на курсовую стоимость акций, т. е. дивиденды для российских экономистов являются еще одним мифологизированным персонажем фондового рынка.

Нами было проведено исследование тенденций изменения дивидендной политики крупнейших российских предприятий⁴⁹. Совокупный объем дивидендов, выплаченных предприятиями, вошедшими в выборку 95 крупнейших предприятий, по которым существует сопоставимая информация за 2001—2002 гг., в 2001 г. в качестве дивидендов за 2000 г. составил 31,4 млрд. руб. Сумма дивидендных выплат по итогам 2001 г. по этой же выборке предприятий составила 82,7 млрд. руб. (без учета дивидендов за 2001 г., которые были выплачены Сибнефтью до Нового года,— 53,7 млрд. руб.). На выплату дивидендов в 2001 г. было направлено не менее 2,7% прибыли, в 2002 г. — не менее 6,3% прибыли⁵⁰.

Учитывая, что в состав выборки из 95 компаний входят большинство из крупнейших (по объему прибыли) российских компаний, можно сделать оценку увеличения доли дивидендных выплат в общем объеме полученной прибыли. На основе полученных данных можно сказать, что доля дивидендных выплат в общем объеме прибыли выросла примерно в 2,4 раза (если не учитывать дивидендные выплаты «Сибнефти» — в 1,5 раза).

В значительной мере этот рост был обусловлен увеличением дивидендных выплат по обыкновенным акциям. Это принципиально новый аспект в поведении российских компаний: до 1998 г. большинством предприятий дивиденды выплачивались только по привилегированным акциям. Впоследствии «Связьинвест» принудил свои дочерние предприятия выплачивать дивиденды также по обыкновенным акциям, с 2001 г. аналогичную политику проводит РАО «ЕЭС России». Однако за исключением этих случаев внешнего давления предприятия ранее стремились не платить дивиденды по обыкновенным акциям, либо платить в минимальных объемах. В 2001 г. некоторые крупнейшие предприятия выплатили по обыкновенным акциям достаточно большие дивиденды. Однако качественный прорыв произошел в 2002 г. Во-первых, существенно увеличилось количество предприятий, выплачивающих приличные дивиденды по обыкновенным акциям, и во-вторых, значительно выросли дивидендные

⁴⁹ Данилов Ю. Основные тенденции дивидендной политики российских предприятий в 2002 г. Доклад на семинаре «Институциональные проблемы российской экономики» 24 сентября 2002 г.

⁵⁰ Оценки получены соотношением объема дивидендных выплат по выборке из 95 крупнейших компаний (по которым существует точная надежная информация о выплате дивидендов) с совокупной прибылью прибыльных предприятий (полученной вычитанием из совокупного финансового результата по народному хозяйству убытков убыточных предприятий).

выплаты по обыкновенным акциям тех предприятий, которые платили такие дивиденды и раньше.

На наш взгляд, основными факторами повышения дивидендных выплат по обыкновенным акциям являются следующие:

- 1) Улучшение корпоративного управления в стремлении увеличить свою капитализацию, либо достигнуть иных стратегических целей.
- 2) Давление отраслевых холдинговых компаний (в энергетике — РАО «ЕЭС России», в связи — «Связьинвест»).
- 3) Снижение ставки налога на дивиденды.

Рост дивидендных выплат в 2002 г. оказался выше, чем рост капитализации компаний. За период с 31 мая 2001 года по 31 мая 2002 г.⁵¹ совокупная капитализация выборки из 95 компаний увеличилась в 1,97 раза. Тем не менее, средняя дивидендная доходность в рамках данной выборки выросла, по нашим оценкам, с 1,87% в 2001 г. до 2,32% в 2002 г.

По данным Morgan Stanley Capital International (MSCI), дивидендная доходность в России выросла за этот период с 1,11% до 1,87%. Используя данные MSCI, мы можем провести сопоставление дивидендной доходности в различных странах с развивающимися финансовыми рынками. Эти данные свидетельствуют, что вопреки распространенному в среде российских экономистов убеждению, дивидендная доходность российских акций не является уже безобразно низкой (рис. 12).

Более того, в 2002 г. она была ниже только дивидендной доходности стран Латинской Америки, которые традиционно отличаются не только относительно высокими дивидендами, но и часто случающимися кризисами на рынках акций, что, впрочем, взаимосвязано. Кризисы приводят, с одной стороны, к падению капитализации компаний, а с другой стороны, к увеличению дивидендных выплат, которые в условиях отсутствия стабильности являются способом возвращения инвесторов. Соответственно, оба этих фактора способствуют повышенной дивидендной доходности. Другим фактором, способствующим формированию более высокой дивидендной доходности на латиноамериканских рынках, является свойственная этим странам высокая инфляция (так, в 2002 г. в трех странах этого региона с крупнейшими национальными рынками — Бразилии, Мексике и Аргентине — инфляция составляла, соответственно, 25,3, 5,7 и 41,0%⁵²).

⁵¹ День 31 мая выбран в качестве даты, наиболее репрезентативной с точки зрения времени принятия решения о выплате дивидендов собраниями акционеров — именно в период мая — июня проходит подавляющее большинство собраний акционеров, на которых принимаются решения о выплате дивидендов.

⁵² Здесь и далее по развивающимся рынкам инфляция приводится по данным WFE.

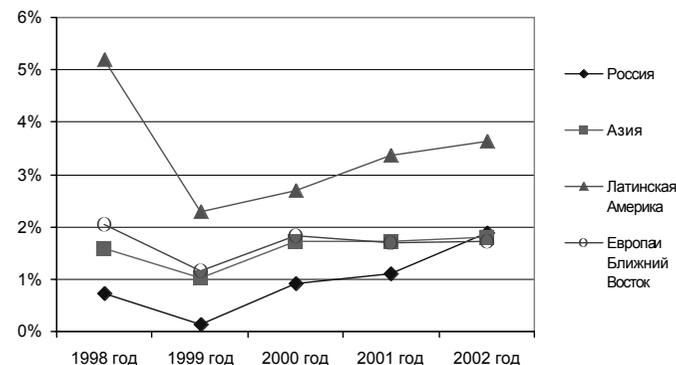


Рис. 12. Дивидендная доходность на развивающихся рынках, % годовых
Источник: Morgan Stanley Capital International.

Вследствие низкой инфляции российская дивидендная доходность не может сравниться и с дивидендной доходностью стран Юго-Восточной Азии, крупнейшие развивающиеся рынки которых находятся в странах с очень низкой инфляцией (в Гонконге, Тайване и Китае в 2002 г. была отмечена дефляция, в Корее инфляция составила 3,0%, в Малайзии 1,8%, в Индии 3,2%). Учитывая фактор инфляции, России еще далеко до крупнейших рынков этого региона.

На фоне крупнейших развивающихся рынков Европы и Ближнего Востока российская дивидендная доходность выглядит вполне достойно с учетом фактора инфляции на крупнейших рынках этого региона: в 2002 г. в ЮАР инфляция составила 12,4%⁵³, в Израиле 6,5%, в Турции 29,7%, Польше 0,8%.

Номинально дивидендная доходность в России примерно соответствует дивидендной доходности на большинстве развитых рынков. Однако здесь также необходимо учесть фактор инфляции⁵⁴. В большинстве стран с развитыми рынками дивидендная доходность примерно соответствует инфляции. Крайним случаем является 3—4 кратное отставание дивиденд-

⁵³ Необходимо отметить, что в данной классификации ЮАР относится именно к региону Европы и Ближнего Востока.

⁵⁴ Автор выражает отдельную благодарность А. Л. Ведеву, обратившего внимание на необходимость учитывать фактор инфляции при сопоставлении дивидендной доходности в разных странах. Это позволило отказаться от ранее заявленного некорректного сопоставления российской дивидендной доходности с аналогичным показателем в странах с развитыми рынками и в странах с развивающимися рынками Юго-Восточной Азии.

ной доходности от инфляции в Португалии. Поэтому по соотношению дивидендной доходности и инфляции российский рынок еще весьма далек от развитых рынков.

Все эти данные свидетельствуют о том, что дивидендная доходность российских акций постепенно приближается к мировым стандартам, по крайней мере, для развивающихся рынков. Сегодня нельзя говорить о том, что российские компании не платят дивиденды, или платят очень низкие дивиденды. Также некорректно говорить и том, что отмеченная тенденция имеет случайный характер, связана с каким-то одним фактором, с какой-то одной компанией и т. п. Несмотря на то, что есть компания (“Сибнефть”), выплачивающая в виде дивидендов до 99% чистой прибыли, и эта выплата, совершенно очевидно, связана не только с желанием улучшить корпоративное управление и поднять капитализацию, но и с другими мотивами, этот факт не влияет на общерыночную тенденцию увеличения дивидендных выплат, лишь немного усилил ее проявление в 2002 г. Общерыночная тенденция ускоренного (по отношению к росту капитализации) увеличения дивидендных выплат имеет устойчивый характер на протяжении ряда лет (по данным MSCI — три последних года), охватывает все сектора (отраслевые и региональные) рынка и, самое главное, усиливается. По предварительным оценкам, дивидендная доходность в 2003 г. вырастет еще на 10—15%, а доля прибыли, направляемой российскими предприятиями на дивиденды — на 25—30%.

Тенденцию роста дивидендных выплат можно проиллюстрировать основными показателями дивидендной политики, рассчитанными по упоминавшейся выборке 95 крупнейших российских предприятий (табл. 6).

Таблица 6. Основные показатели дивидендной политики по выборке 95 крупнейших предприятий

	2001 год (дивиденды по итогам 2000 года)	2002 год (дивиденды по итогам 2001 года)	Прогноз на 2003 год (по итогам 2002 года)
Дивидендные выплаты по выборке	31,4 млрд. руб. (1,08 млрд. долл.)	82,7 млрд. руб. (2,64 млрд. долл.)	125 млрд. руб. (4 млрд. долл.)
Доля прибыли, направленная на выплату дивидендов	2,65%	6,29%	8%
Дивидендная доходность	1,87%	2,32%	2,6%

СОВРЕМЕННАЯ СИТУАЦИЯ: ПРОМЕЖУТОЧНЫЙ ИТОГ РАЗВИТИЯ РЫНКА И ОСНОВНЫЕ ПРЕПЯТСТВИЯ ДЛЯ ДАЛЬНЕЙШЕГО РАЗВИТИЯ (ВМЕСТО ЗАКЛЮЧЕНИЯ)

Фондовый рынок с макроэкономической точки зрения

В результате преодоления вышеуказанных ограничений произошли кардинальные изменения основных характеристик российского фондового рынка (емкость, ликвидность, устойчивость, уровень риска институтов и т. д.), и как следствие — качественно изменилась роль фондового рынка в экономике. Главным результатом произошедших изменений стал тот факт, что сложился фондовый рынок, являющийся неотъемлемой частью экономики страны. Он начал выполнять свои макроэкономические функции, в первую очередь, в части трансформации сбережений в инвестиции.

Кратко повторяя основные характеристики фондового рынка, которые в российском экономическом сообществе отражаются в виде мифов, переформулируем их в том виде, в котором они будут отражать реальность.

1. Сегодня уже нельзя говорить о подчиненной роли фондового рынка в экономике, он выполняет свои функции инвестиционного механизма и реально используется в таком качестве многими российскими предприятиями.
2. Фондовый рынок активно используется российскими предприятиями с высокой концентрацией собственности как источник ресурсов для осуществления инвестиций и поглощений.
3. Современный внутренний российский фондовый рынок обладает определенной независимостью по отношению к мировым финансовым и сырьевым рынкам, высоким иммунитетом к кризисным событиям на мировом финансовом рынке.
4. Российский фондовый рынок устойчив, отличается низким уровнем волатильности.
5. Основным инвестором на фондовом рынке стал внутренний инвестор, основными торговыми площадками для российских корпоративных ценных бумаг являются российские фондовые биржи.
6. Фондовый рынок обладает достаточной емкостью, он стал одним из крупнейших в мире развивающихся рынков, его ликвидность растет.

7. Внутренний рынок ценных бумаг, как механизм привлечения инвестиций, стал доступен для большого количества российских компаний различных отраслей и регионов.
8. Долгосрочное банковское кредитование реального сектора избыточно, дальнейшее развитие долгосрочного финансирования предприятий связано с более эффективными инструментами фондового рынка.
9. В России много долгосрочных ресурсов, которые используются недостаточно эффективно вследствие их тяготения к банковскому сектору и отсутствия развитой структуры небанковских институциональных инвесторов.

В то же время все вышесказанное не означает, что на фондовом рынке нет проблем. Сегодня ограничением становится уровень развития самого финансового посредничества, который в пессимистическом варианте может стать основным ограничением для развития фондового рынка в целом.

Кроме того, сохраняются и некоторые ограничения на стороне инвесторов. В структуре направлений размещения средств мелких частных инвесторов по-прежнему преобладают коммерческие банки, в то время как прочие формы институциональных инвесторов (НПФ, ИФ и т. д.) развиты недостаточно. Банковская реформа предполагает предоставление коммерческим банкам избыточных привилегий, ведущим к дискриминации небанковских (некредитных) финансовых институтов, сохранению убогой институциональной и продуктовой структуры финансового рынка. Сохранение смещения банковских и инвестиционных операций ведет к удорожанию инвестиционных ресурсов для предприятий, повышению рисков банковской системы. Реализуемая сегодня идеология пенсионной реформы (“все деньги в управление государству!”) также тормозит развитие фондового рынка. Эта идеология вызывает справедливые опасения не только российских экспертов, но и ведущих международных финансовых институтов⁵⁵.

Однако по-прежнему основным ограничением развития фондового рынка является ограничение, связанное с поведением эмитентов ценных бумаг, которое лишь частично было преодолено в течение последних двух лет.

⁵⁵ См., например, Всемирный банк. Доклад об экономике России. Март 2003 г. С. 22—28.

Фондовый рынок с точки зрения предприятий

Для российских предприятий фондовый рынок стал реально используемым механизмом привлечения долгосрочных инвестиционных ресурсов для целей финансирования инвестиций в основной капитал и финансовых вложений. Сегодня предприятия могут без существенных затрат выйти на фондовый рынок в качестве реципиентов инвестиций. Они могут выбирать между привлечением инвестиций на внутреннем и внешнем рынках ценных бумаг, использовать наиболее эффективный инструмент привлечения инвестиций.

Однако существует принципиальная разница между возможностями фондового рынка, как механизма привлечения инвестиций, и наличием желания использовать эти возможности у большинства российских предприятий. Возможностями фондового рынка, как механизма привлечения долгосрочных инвестиций, пользуются пока лишь около сотни российских открытых акционерных обществ⁵⁶ (0,2% всех российских ОАО) и менее 10 закрытых. Могут пользоваться гораздо больше, но это им не выгодно, по крайней мере, в существующих условиях хозяйствования. Продолжает существовать значительное количество мотивов в поведении менеджеров и мажоритарных собственников, препятствующих выходу на фондовый рынок большинства российских предприятий. Все эти мотивы так или иначе связаны с господством нерыночных форм присвоения корпоративных доходов.

Еще раз повторю в связи с этим — главным ограничением развития фондового рынка остается ограничение со стороны эмитентов, а именно широкое распространение нерыночных форм корпоративного присвоения, неэффективность банкротства и корпоративного управления.

Как преодолеть это ограничение — вопрос отдельного обширного исследования. В рамках настоящего доклада я ограничусь лишь указанием тех основных направлений мер, за счет реализации которых возможно коренным образом изменить поведение доминирующих собственников и менеджеров, создав в российской экономике устойчивое стремление к развитию. Таких направлений, на мой взгляд, три:

- 1) повысить степень защиты эффективных собственников и облегчить изъятие собственности у неэффективных собственников (естествен-

⁵⁶ В структуре источников финансирования инвестиционных программ практически всех этих компаний на инструменты фондового рынка приходится наибольшая доля привлеченных ресурсов (как правило, существенно больше, чем на банковские кредиты и бюджетные средства). Более того, даже в сравнении с собственными источниками финансирования инвестиционных программ инструменты фондового рынка уступают только амортизационным отчислениям, значительно превосходя прибыль.

но, что при этом необходимо создать эффективный механизм отделения неэффективных собственников от эффективных);

- 2) создать реальное отличие правового режима функционирования настоящего открытых, публичных, корпораций от правового режима функционирования закрытых обществ (при этом открытые корпорации должны обладать реальными преимуществами для привлечения инвестиций на рынке акций, а закрытые — преимуществами в минимизации затрат на раскрытие информации);
- 3) повысить прозрачность российских корпораций, в первую очередь в вопросах собственности (кому реально принадлежат российские корпорации), движения корпоративного капитала и стоимости корпоративного капитала (прозрачность цен сделок с крупными пакетами).

Создание стремления корпораций к развитию естественным образом обеспечит формирование эффективного спроса на инвестиционные ресурсы, которые фондовый рынок может дать российским предприятиям уже сегодня.

СОДЕРЖАНИЕ

Вводные замечания	3
Терминология	3
Предмет исследования	5
Мифы о фондовом рынке	8
Причины и следствия господства мифов	8
Суть мифов	10
Опровержение мифов о фондовом рынке	11
Новая роль фондового рынка и факторы, способствовавшие изменению роли фондового рынка	45
Преодоление ограничений, связанных с эффективностью институтов фондового рынка	46
Преодоление ограничений, связанных с недостаточностью финансовых ресурсов, поступающих на фондовый рынок	47
Начало процесса преодоления ограничений, связанных с поведением эмитентов	48
Современная ситуация: промежуточный итог развития рынка и основные препятствия для дальнейшего развития (вместо заключения)	55
Фондовый рынок с макроэкономической точки зрения	55
Фондовый рынок с точки зрения предприятий	57

Препринт WP1/2004/01
Серия WP1
Институциональные проблемы российской экономики

Редактор серии *А.А. Яковлев*

Ю.А. Данилов

О мифах фондового рынка
Доклад на семинаре “Институциональные
проблемы российской экономики”

Публикуется в авторской редакции

Зав. редакцией *Е.В. Попова*
Выпускающий редактор *А.В. Заиченко*
Технический редактор *С.Д. Зиновьев*

ЛР № 020832 от 15 октября 1993 г.
Формат 60×84/16. Бумага офсетная. Печать трафаретная.
Тираж 150 экз. Уч.-изд. л. 3,85. Усл. печ. л. 3,49. Заказ № 192. Изд. № 411

ГУ ВШЭ. 125319, Москва, Кочновский проезд, 3
Типография ГУ ВШЭ. 125319, Москва, Кочновский проезд, 3