Зафар Икбал Захид. Развитие и современное состояние фондового рынка Пакистана : Дис. ... канд. экон. наук : 08.00.10, 08.00.14 : Москва, 2001 165 c. РГБ ОД, 61:01-8/2867-8

**Содержание к диссертации**

Введение

ГЛАВА 1 ОСОБЕНННОСТИ НАЦИОНАЛЬНОЙ ЭКОНОМИКИ И ИХ ВЛИЯНИЕ НА ФОНДОВЫЙ РЫНОК ПАКИСТАНА

1.1. Проблемы сбережений и инвестиций в Пакистане

1.2. Рынок капитала Пакистана и его основные участники 19

1.2.1. Обшая характеристика рынка капитала Пакистана 19

1.2.2. Институциональная структура участников фондового рынка 32

1.3. Исламизация деятельности финансовых институтов. 41

1.4. Структура процентных ставок и особенности финансирования в пакистане 49

1.4.1. Структура процентных ставок по привлеченным ресурсам 49

1.4.2 Структура капитала пакистанских фирм 52

ГЛАВА 2. ИНСТИТУЦИОНАЛЬНАЯ СТРУКТУРА РЫНКА АКЦИЙ ПАКИСТАНА 62

2.1. Зарождение фондового рынка Пакистана 62

2.1. Рынок акций в 9q-x гг. 64

1.2. Организация и механизм торговли на ФБК 68

3.2.1. Механизм торговли на ФЕК 70

2.2.1. Формы торговли на ФБК. 74

2.3. Система регулирования и операционные отклонения на ФБК 76

2.3.1. Система регулирования фондового рынка Пакистана 76

2.3.2. Операционные отклонения на рынке ценных бумаг пакистана 81

ГЛАВА 3. МЕТОДОЛОГИЧЕСКИЕ ВОПРОСЫ ИССЛЕДОВАНИЯ ПРОБЛЕМ ДИНАМИКИ ДОХОДНОСТИ АКЦИЙ 83

3.1. Гипотеза эффективного рынка 84

3.1.1. Слабая форма емн 85

3.1.2. Умеренная форма емн 85

3.1.3. Сильная форма емн 86

3.2. ARCH модели и моделирование премии за риск. 86

3.3. Рыночная сезонность 89

3.4. Определение порядка интегрирования рядов данных 91

3.5. Авторегрессионый процесс 92

3.5.1. (процесс скользящей средней) 93

3.5.2. ARMA процесс ( авторегресионные модели скользящей средней) 93

3.6. ARCH (авторегрессионные условные гетероскедастичные модели) 93

3.7. Эмпирические показатели развитых рынков 93

3.7.1. Обзор литературы по рынку акций Пакистана 95

ГЛАВА 4. АНАЛИЗ ДИНАМИКИ РЫНКА АКЦИЙ ПАКИСТАНА (1995- 1998 ГГ.) 97

4.1. Источники данных 97

4.2. Определение порядка интеграции 98

4.3. Эмпирические результаты 100

4.4. Кластер волатильности 104

4.5. Связь между рыночной волатильностью и индивидуальной волатильностью ценных бумаг 117

4.6. Связь объемов продаж и волатильности 120

4.7. Зависимость объемов продаж и доходности 121

4.8. Сезонность на рынке пакистана 121

4.8.1. Эффект рамадана 123

4.9. Влияние атомных взрывов на доходность и волатильность акций на рынке пакистана 126

4.10. Интеграция пакистана с мировыми фондовыми рынками 129

ЗАКЛЮЧЕНИЕ 136

БИБЛИОГРАФИЯ 143

ПРИЛОЖЕНИИЯ 152

**Введение к работе**

**Актуальность темы.**Одной из наиболее заметных тенденций развития мировой финансовой системы в последние два десятилетия XX в. стало повышение доли так называемых "формирующихся рынков" в мировой капитализации и совокупной задолженности по ценным бумагам. Одновременно значительно выросла волатильность их фондовых рынков. Как показал так называемый азиатский кризис 1997-1998 гг., а затем и российский дефолт 1998 г., потрясения в этих странах способны серьезно повлиять на всю мировую экономику.

Пакистан, наряду с Россией, Бразилией, Южной Кореей, ЮАР, Китаем, Индией, Мексикой, Турцией и Индонезией входит в группу важнейших формирующихся рынков, что определяется масштабами страны, ее экономическим потенциалом и ролью в южно-азиатском регионе. Размеры фондового рынка Пакистана, по сравнению с перечисленными государствами, еще достаточно скромны, однако тем большим потенциалом роста он обладает.

В начале 90-х годов произошла либерализация валютного законодательства Пакистана, сопровождавшаяся повышением интереса международных инвесторов к его ценным бумагам.

До начала 70-х годов экономика финансового сектора слабо  
освещалась экономистами развивающихся стран. Проблемы

функционирования финансовых рынков по своей популярности оставались позади торговой и фискальной политики. В 70-е годы наблюдается рост интереса к финансовому сектору развивающихся стран, что отчасти является результатом теоретических работ Р. Маккиннона1, который указал на

1 McKinnon R, I. Money and Capital in Economic Development. Washington , DC: Brookings Institution,1973.

устойчивую связь между развитием финансовых учреждений и экономическим ростом.

Среди различных проблем развития финансового сектора одной из основных выступает эффективность рынка капитала. В экономической литературе выделяются три формы эффективности: сильная, умеренная и слабая. Данный вопрос достаточно хорошо изучен в отношении развитых рынков, однако применительно к формирующимся рынкам исследований мало, а по Пакистану их вообще нет. Вышеперечисленные факты определяют актуальность настоящего исследования.

**Степень разработанности проблемы.**Целый ряд пакистанских экономистов внесли вклад в изучение финансового рынка Пакистана и его сегментов: рынка акций, краткосрочных и долгосрочных заимствований, производных финансовых инструментов. Наиболее значимые результаты получили Е. Ахмад и У. Заман, Д. Фазал, Е. Ахмед и Дж.Б.Россер Мл. и Н. Кхилджи.1 Однако недостатком этих работ является то, что их авторы использовали только качественный анализ и не обращали внимания на количественную сторону. Кроме того, большинство из этих исследователей имело дело лишь с отдельными отраслевыми данными. В настоящей работе используются ежедневные данные, и не только по различным секторам" экономики, но и по конкретным компаниям.

Анализ проблем экономического и социального развития Пакистана содержится в работах ряда российских ученых: В. Я. Белокреницкого, В.Е. Ганковского, И. В. Жмуйды, С. И. Илларионова, С. Н. Каменева, С. Ф. Левина, Р. М. Мукимиджановой, М.А. Яковлева и других. Основное внимание в этих исследованиях уделялось внешнеэкономическим аспектам. Специальных исследований, посвященных рынку акций Пакистана, в российской литературе не было.

Общие вопросы развития финансовых рынков развитых и развивающихся стран содержатся в многочисленных публикациях

1 Ahmad Е., Zaman B.U." Volatility and Stock Returns at Karachi Stock Exchange"// Pakistan Social and Economic Review. 1999.,Fazal. The Distribution of Stock Returns in an Emerging MarketPakistani Market// unpublished, Ahmad E., Rosser J.B. Non Linear Speculative Bubbles in the Pakistani Stock Market"// Pakistan Development Review. 1995. # 3-і. pp. 35-41. Khiliji N.M. Non linear Dynamics and Chaos: Application to Financial Markets in Pakistan *It*The Pakistan Development Review. 1994. #33(4). pp.1417-1429.

российских и иностранных ученых. В диссертации использовались исследования таких авторов, как В. Ерранза, Е.Лоск, Ю.Фама, К.Р. Френч, В.Х. Харманн, М. К. Джан, Джамшед Аппал, К. Парк, А. Агтмаел, Б. Солник1, А.В.Аникин, А.И. Басов, Н.И.Берзон, А.И. Буренин, С.А. Былиняк, В.А. Галанов, З.К. Голда, И.А. Гусева, И.А. Динкевич, Е.Ф. Жуков, В.И. Колесников, Л.Н.Красавина, О.И.Лаврушин, , Я.М.Миркина, А.Д.Радыгина, Б.Б.Рубцов, Е.В. Семенкова, B.C. Торкановский, Л.А. Чалдаева, А.Б. Фельдман и др.

Это исследование - попытка на примере Пакистана объединить качественные и количественные методы анализа фондового рынка (в Пакистане это фактически только рынок акций) и дать рекомендации профессиональным участникам рынка и его регуляторам.

**Цель и задачи исследования.**Целью настоящего исследования является разработка подходов к анализу формирования фондового рынка развивающейся страны (на примере Пакистана) на основе количественной и качественной оценки факторов, влияющих на его динамику.

В соответствии с этими целями в работе поставлены следующие задачи:

определить особенности институциональной структуры фондового рынка Пакистана как развивающейся страны;

выявить общие и национально-специфические черты развития рынка акций Пакистана в сравнении с другими формирующимися рынками, в т.ч. Россией;

исследовать механизм финансирования пакистанских фирм и выявить роль внутренних и внешних источников финансирования;

провести качественный анализ развития рынка капиталов Пакистана, определив место на нем рынка акций;

раскрыть влияние исламского фактора на развитие рынка капиталов;

определить соотношение источников доходов (дивиденды и прирост курсовой стоимости) на рынке акций Пакистана и их динамику;

1 Errunza V., К Hogan Jr., Kini P. Conditional Hetroscadasticity Global Stock Return Distributions// The Financial Review. 1994. # 29 . pp. 293-317., Fama.. Eugene F.Stock Retums.Expected Returns and Real Activity// Journal of Finance. 1990. # 45(4). pp. 1089-1108., Uppal J.Y. The Internationalization of the Pakistani Stock Market. An Empirical Investigation// Pakistan Development Review. 1993. #32(4). pp.505-618.

на основе различных эконометрических моделей провести анализ эффективности рынка капиталов Пакистана;

определить влияние сезонных и специфических для Пакистана факторов (Рамадан, политическая конфронтация с Индией) на поведение рынка акций;

установить степень взаимосвязи динамики рынка акций Пакистана с другими развитыми и формирующимися рынками;

выработать рекомендации по повышению эффективности функционирования пакистанского рынка акций.

Объект и предмет исследования. Объектом исследования в работе выступает фондовый рынок Пакистана как система отношений и институтов, связанных с выпуском и обращением долевых и долговых инструментов финансирования. Предметом исследования служат национальные и международные взаимосвязи факторов динамики пакистанского фондового рынка.

Методология **и**методика исследования. Методологическую и теоретическую основу диссертации составляют фундаментальные положения современной теории финансовых рынков и управления портфелем ценных бумаг. В работе был применен системный подход, базирующийся на сочетании макро- и микроэкономического анализа. Последний позволил выделить функциональные и структурные связи экономических субъектов. Решение конкретных проблем достигалось методом регрессионного анализа с использованием современных эконометрических моделей.

**Информационная база исследования.**В работе использовались данные Международного валютного фонда, Международной финансовой корпорации, центрального банка и министерства финансов Пакистана, документы регулятивных органов. Сведения о динамике цен акций ведущих пакистанских компаний взяты из базы данных Фондовой биржи Карачи. В диссертации также используется информация, полученная диссертантом в результате личного опроса членов фондовых бирж и менеджеров пакистанских компаний.

**Научная новизна работы.**В результате проведенного исследования автором были получены следующие научные результаты:

проанализирована структура рынка капиталов Пакистана и определено место в ней фондового рынка, который, как и в большинстве развивающихся стран, занимает подчиненное место по сравнению с рынком банковского кредита;

раскрыта роль эмиссии ценных бумаг в финансировании пакистанских компаний;

доказано, что, несмотря на национальные особенности, структура рынка капиталов Пакистана типична для развивающейся страны;

выявлены взаимосвязи между различными участниками рынка капиталов Пакистана и показана доминирующая роль банков;

сформулирована авторская позиция по вопросу об особенностях функционирования исламской финансовой системы;

раскрыта структура инвесторов на фондовом рынке Пакистана и сделан вывод о концентрации собственности в руках ограниченного круга акционеров - представителей нескольких десятков олигархических семей, а также государства;

сформулированы основные проблемы развития рынка акций Пакистана и предложены пути их решения;

протестирована гипотеза об эффективности рынка ценных бумаг применительно к Пакистану и сделан вывод о том, что рынок акций Пакистана не эффективен;

выявлено наличие фактора сезонности на рынке акций Пакистана, определено воздействие политических факторов на динамику рынка акций;

показана степень взаимосвязи динамики пакистанского рынка с рынками развитых и развивающихся стран и сделан вывод о слабой положительной корреляции с большинством развитых и развивающихся рынков;

раскрыты причины высокой волатильности фондового рынка Пакистана, основными из которых являются фрагментация рынка и плохая информированность его участников, приводящая к возникновению спекулятивных «пузырей» на рынке акций.

**Практическая значимость**темы исследования обусловлена возможностью использования методов и подходов анализа динамики доходов

на рынке акций Пакистана, предложенных в диссертации, для разработки стратегий инвестирования профессиональными управляющими, в том числе и на других рынках, например, российском.

Выводы и положения диссертации могут быть использованы в учебном процессе в экономических вузах в преподавании ряда курсов по специальности "Финансы и кредит".

**Апробация и внедрение результатов исследования.**Научные результаты исследования нашли отражение в двух статьях общим объемом 0,6 п.л.:

1. Is Pakistani Capital Market On Road To Efficiency? //Business Recorder, 28 July, 2000, p. 2.
2. Исламизация на рынке капитала (на примере Пакистана) //Вестник Финансовой Академии, 2001. №1(17), С. 91-95.

**Объем и структура работы.**Диссертация изложена на 142 странице машинописного текста, состоит из введения, четырех глав и заключения. Работа содержит также список литературы и 11 приложений. Общий объем 165 стр.

## Проблемы сбережений и инвестиций в Пакистане

Процессы формирования денежных ресурсов, потенциально доступных для финансирования капиталообразующих инвестиций и накопления основного капитала в естественной форме, опосредованы системой сложных распределительных и перераспределительных связей. Основным финансовым источником инвестиций являются валовые (национальные) сбережения, представляющие собой часть располагаемого дохода, которая не была израсходована на конечное потребление товаров и услуг. Рассмотрим процессы сбережения и инвестирования на примере экономики Пакистана.

Пакистанскую экономику характеризуют следуЕОЩИЄ особенности:

серьезное снижение темпов экономического роста в 90-е годы;

низкий уровень промышленного развития;

слабый экспортный сектор и, как результат, неуравновешенный

торговый баланс;

слабая социальная защищенность населения;

рост бедности;

кризис законодательно-правовой инфраструктуры;

полная потеря доверия со стороны иностранных инвесторов. Вплоть до 2010 г. пакистанскую экономику ждут 10 трудных лет. К

этому времени пакистанское население достигнет 170 млн. человек, из них 80 млн. будут жить за чертой бедности . В результате реализации в Пакистане в 90-е годы программы структурных преобразований уровень нищеты возрос с 20 до 34%". Внутренние сбережения в Пакистане все еще слишком малы, особенно в сравнении с некоторыми быстро развивающимися странами. Например, валовые внутренние сбережения составили в Пакистане в 1997 г. (по отношению к ВВП) 14,1% по сравнению с 38,7 % в Индонезии, 38,1 % в Малайзии и 40,5% в Китае. К 1999 г. доля национальных сбережений в ВВП снизилась до 12%.1

Недостаток сбережений отражается на инвестициях, что, в конечном итоге, приводит к более низким темпам роста. Среднегодовой темп роста пакистанской экономики в 1990-х гг. составлял 3%, снизившись вдвое по сравнению с 1980-ми гг. (6%).2 В 1998/1999 ф.г. темп роста ВВП составил 3,1%, по сравнению с запланированными 6% и фактическим ростом в 4,3 % в 1997/1998 ф.г. В 2000 г. темп роста ВВП составил 4,8%.

Существует целый ряд негативных факторов, мешающих накоплению

сбережений в Пакистане. Пакистанские финансовые институты, включая коммерческие банки, инвестиционные банки и национальные сберегательные учреждения, не сумели создать культуру сбережений, соответствующую инвестиционным потребностям страны. Перед финансовой системой стоят проблемы урегулирования долга, которые еще больше усилились в результате скандалов, связанных с невыполнением фуппой финансовых компаний денежных обязательств перед вкладчиками, а также проблема оттока капитала из страны. По некоторым оценкам, утечка капитала в западные страны составила от 50 до 100 миллиардов долларов3. Гигантский отток капитала существенно снизил стоимость пакистанской валюты, а также ухудшил инвестиционную среду. В 1998/1999 г. отток в 3702 миллиона долларов был связан в первую очередь с переводом средств со счетов нерезидентов в иностранной валюте .

Существующие социальные обычаи и традиции пакистанского общества очень сильно влияют на то, как расходуются деньги. Большинство пакистанских семей вынуждены осуществлять расходы, продиктованные в основном социальными и историческими традициями, которые в действительности мешают мобилизации ресурсов. Например, свадебные и похоронные затраты семьи обычно намного превышают ее возможности.

Замедление экономического роста в Пакистане связано с несколькими факторами. Только 1,5 млн. человек из 140 млн. населения Пакистана платят налоги. Налоговые поступления равны 300 миллиардов рупий, из которых 150 миллиардов расходуются на ежегодные долговые выплаты, а остальное в большей части идет на вооруженные силы.

## Зарождение фондового рынка Пакистана

История фондового рынка на территориях, составляющих Пакистан, берет отсчет с 1933 г., когда в Лахоре были учреждены Фондовая биржа и Пенджабская Ассоциация биржевых брокеров. После получения независимости фондовая биржа прекратила свою деятельность, т.к. большая часть участников переместилась в Индию. Фондовая биржа Карачи (ФБК) начала свою деятельность 18 сентября 1947 г. Поначалу здесь было зарегистрировано только 5 компаний с оплаченным капиталом в 37 млн. рупий.

В первые годы развитие рынка акций было медленным из-за недостатка интереса к акционерному делу. Однако постепенно росло число зарегистрированных (листинговых) компаний. Фондовая биржа набрала силу з I960 г., а к 1970 году число зарегистрированных компаний увеличилось до 29 L Это произошло благодаря политики стимулирования индустриализации в форме налоговых каникул, проводимой действующим в то время правительством. Рост был тем более существенным, что в то времяі финансирование происходило почти исключительно за счет получения займов, а не путем выпуска новых акций.

Положительное влияние на развитие рынка акций Пакистана оказали Национальный инвестиционный траст и Инвестиционная корпорация Пакистана.

1970-е годы начались с отделения бывшего Восточного Пакистана. Индо-Пакистанская война 1971 г. нанесла тяжелый урон экономике страны. На территории Бангладеш возникла новая биржа в г. Дакка и акции 60 компаний, образованных в бывшем Восточном Пакистане, с оплаченным капиталом в 630 млн. рупий были исключены из листинга Фондовой биржи Карачи.

Политика национализации, пришедшаяся в основном на 70-е годы, неблагоприятно отразилась на развитии рынка акций. 1 января 1972 г. основные промышленные сектора перешли под контроль правительства, а 18 листинговых компаний были национализированы. По оценкам, к 1974 г. практически 70% экономики страны находилось под контролем государства, а оставшиеся 30%, оказались полностью зависимы от национализированного финансового сектора. По сути, рынок акций в 70-е годы находился в депрессии.

В 80-х годах, когда прошел страх национализации, рынок несколько активизировался. Люди, зарабатывавшие деньги торговлей наркотиками, также искали способы отмыть их через инвестирование на фондовом рынке. В период между 1980 и 1989 гг. количество зарегистрированных компаний возросло с 314 до 438, одновременно рыночная капитализация выросла в восемь раз - с 636 млрд. рупий до 5270 млрд. рупий.

В бюджете на 1985/1986 г. были предусмотрены следующие особенные меры для улучшения инвестиционного климата:

дивидендный доход был освобожден от налогообложения. Если компания зарегистрирована на фондовой бирже, она получала определенные привилегии при налогообложении. Такие компании платят налоги в размере 15%, тогда как компании, не имеющие листинга, облагаются по ставке в 40%.1 Как и на большинстве формирующихся рынков, в Пакистане доходы от прироста капитала не облагаются налогом.

для сокращения оборота в теневом секторе были выпущены специальные облигации WAPDA2;

выпущены валютные сертификаты на предъявителя;

выпущены специальные правительственные облигации;

поощрялось частное участие в финансовом секторе через банки и лизинговые компании.

## Гипотеза эффективного рынка

Теория случайных блужданий утверждает, что изменение цен на акции и другие ценные бумаги происходит случайным образом. Фама (1970) представил теорию эффективного рынка в качестве модели честной игры. Кроме объяснения теории эффективного рынка с позиций модели честной игры, в своей статье Фама, в зависимости от используемой информации, разделил общую гипотезу эффективности рынка (ЕМН) и ее эмпирическое осуществление на три гипотезы: (I) слабая форма ЕМН, (2) умеренная форма ЕМН д (3) сильная форма ЕМН.

Цель ЕМН - определить, является ли волатильность цен результатом изменения фундаментальных или каких-либо иных факторов. Исследователи обнаружили, что существуют такие категории акций, по которым, при использовании особых стратегий, возможно получение доходов выше средних без дополнительного систематического риска (Дреман)1.

За последнее десятилетие в гипотезу эффективного рынка ЕМН были внесены значительные уточнения. Она стала широко применяться не только при анализе рынков развитых, но и развивающихся стран (Данкер (1991)2, Фитцпатрик (1995)3 и Сандерс (1994)4). 3.1.1. Слабая форма ЕМН

Гипотеза предполагает, что текущие цены полностью отражают всю информацию фондового рынка, включая исторические данные: динамику цен, ставки доходности, объемы продаж и другую общерыночную информацию, такую как сделки с неполными лотами, продажи крупных пакетов акций и сделки, совершаемые биржевыми специалистами или другими группами. Слабая форма эффективности означает, что ни один инвестор, опираясь на исторические цены, не может постоянно получать избыточные доходы. В ходе нашего исследования проверялось наличие слабой формы ЕМН путем применения коэффициента автокорреляции (Autocorrelation coefficient - АСС) и частного коэффициента автокорреляции (Partial auto-correlation coefficient - РАСС).