Денисов Игорь Владимирович. Становление и развитие рынка акций в России : Дис. ... канд. экон. наук : 08.00.10 : Москва, 1998 143 c. РГБ ОД, 61:98-8/1171-1

**Содержание к диссертации**

Введение

Глава 1. Рынок акций в России и прогнозирование его развития 13

1. Специфика развития российского рынка акций 13

2. Прогнозирование ожидаемой доходности как оценка развития рынка акций 46

Глава 2. Особенности инвестиционного анализа на рынке акций российских эмитентов 68

1. Инвестиционный климат развивающихся и российского рынков акций 68

2. Методика инвестиционного анализа при осуществлении операций с акциями 92

3. Факторные модели рынка акций российских эмитентов 114

Заключение 130

Библиография

**Введение к работе**

Актуальность темы исследования обусловлена тем, что успешное развитие рыночной экономики невозможно без альтернативных источников финансирования, что означает необходимость существования развитого фондового рынка наряду с бюджетным перераспределением, кредитом и собственными средствами.

Значение исследуемой проблемы усиливается тем, что роль отечественного рынка корпоративных ценных бумаг - и в первую очередь рынка акций - в финансовой системе страны повышается с каждым годом. Наряду с кредитно-денежной системой он становится одним из немногих наиболее динамично развивающихся секторов российской экономики. Развитие рынка корпоративных ценных бумаг как важной составляющей ресурсной базы отечественной экономики во многом предопределяется ее эффективностью.

Становление рынка ценных бумаг, начавшись с нулевой отметки, за последние три-четыре года прошло несколько этапов. Первые нормативные акты, в том числе Постановление Правительства РСФСР от 2S декабря 1991 г. №78 "Об утверждении положения о выпуске и обращении ценных бумаг и фондовых биржах в РСФСР", заложили только основы функционирования рынка ценных бумаг, а последние постановления ФКЦБ за 1998 год и Федеральный закон "О рынке ценных бумаг" уже свидетельствуют об осознании государственными органами, эмитентами и инвесторами своих мест и ролей на фондовом рынке.

Исследование проблемы инвестиционного анализа рынка акций обусловливается тем, что Российская Федерация остро нуждается в инвестиционных ресурсах для проведения структурной перестройки и развития промышленности. В современной экономике существует ограниченное число

способов привлечения капитала. Во-первых, это собственные средства, то есть капитализируемая прибыль, во-вторых, кредитные ресурсы и в-третьих, эмиссия облигаций и акций. Учитывая специфику развития нашей страны, автор выделяет и такой самостоятельный источник инвестиционных ресурсов как бюджетное финансирование.

Капитализируемая прибыль, по мнению автора, не может играть главной роли в современных условиях, поскольку у большинства предприятий собственные ресурсы могут отсутствовать по ряду объективных и субъективных причин. Автор в диссертационном исследовании анализирует некоторые из них. Использование государственных финансов при всей важности их роли в трансформируемой экономике, как правило, должно выполнять другие функции.

Важным аспектом исследования автор считает анализ реально существующих в современных условиях двух вариантов увеличения своих капиталов негосударственными коммерческими предприятиями. Это кредитные ресурсы, сущность которых заключается в относительно краткосрочном кредитовании для пополнения оборотных средств и такие внешние источники, обеспечивающие долгосрочные заимствования, как облигации и акции. Опыт современной России показывает, что кредитным учреждениям гораздо более выгодно ссужать государство, чем коммерческие организации и особенно промышленность. В условиях всеобщей нестабильности, а иногда - и непредсказуемости действий политического руководства страны наиболее приемлемо краткосрочное кредитование. Лучше всего данному условию соответствуют государственные краткосрочные долговые бумаги со сроками погашения в три, максимум в шесть месяцев. Эти бумаги обеспечивают хорошую доходность и относительно других участников финансового рынка -более высокую надежность. Однако кредитование промышленности банками

чаще всего бывает связано с последующим банкротством или существенным ухудшением их положения.

Считается, что единственным вариантом привлечения дополнительных долгосрочных ресурсов является фондовый рынок. Однако на деле в России рынок корпоративных ценных бумаг как механизм перераспределения инвестиционных ресурсов еще не сложился и, следовательно, не может выполнять функции фондового рынка в том смысле, в каком это понятие используется в странах с рыночной экономикой. Все эти проблемы еще не получили комплексного освещения в отечественной экономической литературе. Диссертационное исследование российского рынка акций рассматривается с позиций инвестора, что обусловливается тем, что именно инвесторы являются сегодня наиболее важной необходимой составляющей рынка. Создание благоприятных условий для инвестиций может быть достойной задачей для российских властей.

Большая часть такого рода исследований совершенно объективно осуществлена на базе развитых рынков. Портфельные теории также созданы западными учеными (Г. Маркович, Дж. Тобин, У. Шарп и др.) Сам факт того, что значительная часть лауреатов Нобелевской премии в области экономики посвятила свои труды исследованиям проблем фондового рынка, свидетельствует о ее важности.

Изучение российского рынка началось только после 1991 года. При этом необходимо отметить, что основная часть российских исследователей сравнивает еще только формирующийся в Российской Федерации рынок с развитыми рынками, имеющими устоявшиеся традиции и длительный исторический путь становления. Практикующие финансисты, в основном, также ориентируется на развитые рынки. По мнению автора, логичнее и корректнее было бы на данном этапе развития российского рынка акций учитывать опыт развивающихся рынков. Именно здесь накоплен значительный массив знаний.

который может помочь избежать многих ошибок. Вместе с тем нельзя не предостеречь и от попыток проводить прямые аналогии, так как российский рынок имеет глубокие отличия не только от развитых, но и от развивающихся рынков.

Использование инвесторами классических портфельных теорий, основанных на прогнозах ожидаемой доходности, в условиях российского рынка затруднительно, поскольку оно связано с необходимостью привлечения больших объемов достоверной статистической информации о сделках, их объемах, положении и перспективах эмитентов, состоянии дел у профессиональных участников рынка, организаторов торгов и т.д. Однако сегодня мало кто может поручиться за достоверность статистики в России и тем более - на фондовом рынке. Поэтому методы портфельного инвестирования, предполагающие использование относительно трудоемкого математико-статистического аппарата анализа, который сам по себе не способен улучшить или даже просто отбраковать "плохую" информацию, мало применимы в нашей практике. Инвестор с легкостью может столкнуться с парадигмой, обозначаемой как GIGO - недостоверная информация на входе, соответственно - неадекватные рекомендации на выходе системы. Использование обрывочных данных, устаревшей или неподтвержденной статистики может привести к неверному формированию портфеля ценных бумаг и ухудшению позиций инвестора.

С другой стороны, российский рынок акций и фондовый рынок в целом в современных условиях не являются системой тонкой настройки, требующей использования громоздких методов анализа и развитых инструментов инвестирования. Выявление закономерностей, характеризующих современный российский рынок, позволяет сформулировать рекомендации по осуществлению инвестиций в российскую экономику. Эти рекомендации, в свою очередь, могут помочь властям в формировании приемлемого

инвестиционного климата, эмитентам - повысить привлекательность своих компаний.

В то же время автор полагает, что период становления российского рынка акций не станет его постоянным состоянием и не будет продолжительным при условии, что существующие темпы развития рынка будут сохранены. Это позволило бы уже в ближайшем будущем полноценно включить российский рынок корпоративных ценных бумаг в финансовую систему страны и обеспечить российские предприятия надежным источником инвестиционных ресурсов.

Приведенные обстоятельства требуют детального изучения современного состояния рынка акций, путей и перспектив его развития. Отметим, что формирование новых рынков не может быть самоцелью. Возможность мобилизации свободных средств, обеспечение превращения сбережений в инвестиции являются главными задачами вновь создаваемой системы. На данном этапе еще рано говорить о реализации этих планов, поскольку инвестиции, связанные с приватизацией государственной собственности, минуют как биржевой, так и внебиржевой фондовые рынки, а новые эмиссии акций осуществляются чрезвычайно редко, еще реже это делается путем их публичного размещения.

Такие системы, как фондовый рынок, в том числе рынок акций, нельзя создать в короткие сроки, для этого должны сложиться определенные социально-экономические отношения в обществе. Еще более сомнительными выглядят директивные попытки формирования систем с искусственными стимулами к развитию. Поэтому исследование методов инвестирования на российском рынке акций, формирование методики анализа инвестиционного климата и принципов построения факторной модели прогнозирования доходности приобретает особую теоретическую и практическую значимость.

Цель исследования состоит в том, чтобы научно обоснованно показать динамику развития рынка акций российских приватизированных предприятий -эмитентов со времени создания и до достижения уровня, соответствующего целям его создания; его качественные характеристики в сравнении с развитыми и развивающимися рынками других стран; обобщить теоретические и практические разработки по инвестиционному анализу рынка акций с позиции инвестора.

Исходя из этого, в диссертации ставились следующие задачи:

раскрыть экономическую сущность рынка акций приватизированных предприятий в период трансформации российской экономики, создания и развития рынка корпоративных ценных бумаг, показать специфические характеристики российского рынка;

проанализировать опыт развитых и развивающихся фондовых рынков, причины создания и механизмы функционирования рынков акций, раскрыть необходимость интеграции национальных рынков;

показать значительные потенциальные возможности развития рынка акций в России как ресурсной базы коммерческих предприятий, раскрыть причины, сдерживающие его безусловный рост, сформулировать основные выводы и рекомендации, направленные на осуществление инвестиций в российские акции.

Инвестиционный анализ имеет многоступенчатый характер и включает в себя несколько этапов. Первоначально анализируется макроэкономическая ситуация и рассматривается инвестиционный климат в стране в целом, затем выбирается перспективная с точки зрения инвестиций отрасль и в последнюю очередь акции конкретного эмитента.

По завершении зыбора вида конкретных активов с помощью методики формирования эффективного портфеля, опирающейся на знание величин ожидаемой доходности, определяются пропорции вложений в различные

инструменты. При этом в качестве задачи исследования выделяется механизм определения ожидаемой доходности акции на основе факторной модели российского рынка.

Объектом исследования является процесс становления и развития рынка акций российских эмитентов, включающий в себя экономические отношения, связанные с движением ценных бумаг.

Предметом исследования являются рыночные отношения, возникающие в процессе осуществления инвестиций при проведении операций с ценными бумагами, их взаимосвязь с инвестиционным климатом, другими основополагающими факторами, оказывающими влияние на рынок акций.

Теоретической и методологической основой исследования служат признанные в мировой практике закономерности, характеризующие рынок акций, фундаментальные труды основоположников теории формирования портфеля ценных бумаг, работы ведущих ученых и практиков различных стран, разрабатывающих проблемы осуществления портфельных инвестиций. Исследование базируется на основе материалов, которые автор собирал в процессе практической и научной деятельности в течение 1994-1998 г.г.

Эмпирическая основа исследования построена на статистической информации и нормативных актах Российской Федерации, США, ФРГ, стран ЮВА, международных финансовых организаций. В качестве источников статистических данных использованы материалы Федеральной комиссии по ценным бумагам и фондовому рынку Российской Федерации, Центрального Банка РФ, Министерства финансов, некоммерческого партнерства "Российская торговая система", Базы данных развивающихся рынков Международной финансовой корпорации, Всемирного Банка, документы UNCTAD, SEC (Комиссии США по ценным бумагам), Бюро государственного долга Казначейства США, информация, полученная от финансовых компаний.

Значительные массивы данных получены со страниц названных источников во всемирной компьютерной сети Интернет.

Степень исследования проблемы. Развитие рынка акций в Российской Федерации, вопросы, связанные с его становлением, необходимо формулировать практически заново, поскольку те скромные этапы, которые были пройдены в конце XIX - начале XX веков, на сегодняшний день представляют в основном историческую ценность. Ориентиром может служить теоретическая и практическая база развитых в этом отношении стран. Конечно, она не может рассматриваться как обязательный свод последовательных постулатов, которые необходимо исполнять в точности с их формулировками. На современном этапе функционирования российского рынка акций необходимо использовать также и опыт развивающихся рынков, которые за последние двадцать лет накопили значительное количество рекомендаций и обобщений.

Разрабатывая тему исследования, автор опирался на труды классиков мировой экономической мысли. Сущность фондового рынка раскрывается в фундаментальном труде начала XX века Р. Гильфердинга "Финансовый капитал", дальнейшее развитие исследования рынка корпоративных ценных бумаг получили в работах Дж. Кейнса и, в частности, в его известной книге "Общая теория занятости, процента и денег". Определяющее место в формировании теории портфельного анализа имеют работы Нобелевского лауреата в области экономики Г. Марковича (статья Portfolio Selection и книга Portfolio Selection: Efficient Diversification of Investment). Вопросы определения доходности, снижения рисков операций на фондовом рынке раскрыты в работах таких зарубежных экономистов, как М. Миллер, Ф. Модильяни (статья The cost of capital, corporate finance and the theory of investment), В. Розенберг, Дж. Тобин ("On the efficiency of the financial system", У. Шарп ("Инвестиции"), Дж. Штиглиц

и др.; финансистов-практиков М. Мобиуса ("Руководство для инвестора по развивающимся рынкам"), Дж. Сороса ("Алхимия финансов") и др.

Исследование становления и развития рынка акций тесно связано с проблемами реформирования российской экономики, ее структурной перестройки, привлечения инвестиций, создания механизмов наиболее эффективного перераспределения имеющихся и привлекаемых ресурсов, преобразования сбережений в инвестиции, получившими наиболее полное освещение в трудах российских экономистов Л.И. Абалкина, А.Г. Аганбегяна, П.Г. Бунича, А.Г. Куликова, Б.Е. Пенькова, Н.Я. Петракова, AT. Спицына, В.М. Усоскина, М.М. Ямпольского.

Проблемы формирования рынка ценных бумаг, становления и развития рынка акций получили наиболее полное освещение в научных работах российских ученых М.КХ Алексеева ("Рынок ценных бумаг"), А.Н. Буренина ("Рынки производных финансовых инструментов"), В.В. Голосова, Е.Ф. Жукова ("Ценные бумаги и фондовые рынки"), Я.М. Миркина ("Ценные бумаги и фондовый рынок"), В,Т. Мусатова, Б.Б. Рубцова ("Зарубежные фондовые рынки"), А.А. Фельдмана.

Непосредственная научная база исследуемой темы с учетом непродолжительности срока формирования рынка ценных бумаг еще невелика. Авторы появившихся в последнее время диссертационных исследований Л.С. Кролли, О.И. Мартынова, Е.Н. Мисаченко, Б.М. Ческидов и др. сосредоточили свои усилия на изучении проблем развития банковских операций с ценными бумагами, становления рынка государственных и муниципальных бумаг, отдельных вопросов статистической обработки, что не исчерпывает разработку теоретических и практических положений, связанных с выявлением специфики российского рынка акций, анализом иностранных инвестиций и формированием портфеля ценных бумаг.

Научная новизна исследования заключается в следующем:

- Автором выявлены глубокие родовые отличия российского рынка акций  
как от развитых, так и от развивающихся фондовых рынков, а также причины  
доминирования иностранных инвесторов на российском рынке корпоративных  
ценных бумаг. Фондовый рынок для иностранных инвесторов является  
единственной возможностью приобретения российских ценных бумаг,  
поскольку для них существовали ограничения на участие в процессе  
приватизации. Их заинтересованность объясняется высокой стоимостью  
единицы активов акционерных обществ, приходящихся на одну акцию,  
значительно превосходящей ее текущую курсовую стоимость.

- Обоснована необходимость интеграции национальных фондовых  
рынков в развитые рынки и поступления средств иностранных портфельных  
инвесторов. Это неминуемо должно привести к росту курсовой стоимости  
российских акций от уровня цен чековой приватизации до величины стоимости  
единицы активов, приходящихся на одну акцию с учетом риска инвестиций в  
конкретной стране.

В работе дана классификация факторов, характеризующих ожидания иностранных инвесторов по отношению к инвестиционному климату в России. Наиболее важными из них являются минимальные гарантии права частной собственности, политической стабильности и макроэкономические прогнозы. Отрицательная оценка инвестиционного климата иностранными инвесторами приводит к оттоку их средств с рынка акций и снижению цен до уровня периода чековой приватизации. Положительная - вызывает рост курсов акций и указывает на перспективность осуществления вложений в российские акции.

Разработаны оригинальные принципы формирования факторной модели, определяющей ожидаемую доходность акций на российском рынке. Доходность прогнозируется на основании положения о целостности внутреннего денежного рынка и корреляции с развивающимися рынками. Первый подход предполагает

расчет доходности акций в зависимости от доходностей на других финансовых рынках в Российской Федерации и изменениях ведущих национальных фондовых индексов. Второй - устанавливает зависимость от уровней доходности других развивающихся рынков, имеющих кредитные рейтинги, близкие к российским. Предлагаемые модели могут быть использованы самостоятельно и в сфере применения портфельных теорий.

- Автором доказано, что сегодня рынок акций не выполняет функции перераспределения капитала в наиболее эффективные отрасли экономки России и не служит целям аккумулирования капитала. На данном этапе развития еще не сформировался полноценный отечественный рынок ценных бумаг. Аргументирована также взаимосвязь роста курсовой стоимости акций российских эмитентов и объемов иностранных инвестиций.

Практическая значимость исследования состоит в том, что сравнительные исследования инвестиционного процесса на развивающихся и развитых зарубежных фондовых рынках, отличительных черт рынка акций в Российской Федерации преломлены в конкретные рекомендации по осуществлению инвестиционного анализа.

Действия инвесторов на развивающихся рынках затруднены невозможностью использования традиционных методов анализа и слабой защищенностью от произвола эмитентов и государственных органов. В то же время высокая доходность этих рынков, компенсирующая их издержки, вызывает постоянный интерес к ним.

Обобщенные рекомендации, включающие в себя методику анализа инвестиционного климата и принципы формирования факторной модели ожидаемой доходности акций, могут использоваться как самостоятельно, так и в рамках портфельных теорий. Основные положения диссертации применимы в практике осуществления вложений в российские ценные бумаги. Разработанная методика может быть использована как индивидуальными, так и

институционачьными инвесторами, а также аналитиками фондового рынка. Использование методов, положенных в основу системы анализа, имеет практическую ценность для эмитентов российских бумаг при расширении их деятельности. Общее видение взаимосвязей, характеризующих российский рынок акций, может быть полезным в практической деятельности государственных органов по развитию как рынка в целом, так и отдельных его сегментов.

## Специфика развития российского рынка акций

Российский рынок акций имеет глубокие родовые отличия от фондовых рынков других стран. Он возник не эволюционным путем, а создавался сверху, в русле всеобщих реформ, проводимых политическим руководством Российской Федерации, как следствие стремительно проведенной приватизации. Несмотря на то, что в процессе его формирования и развития российского рынка его создатели опирались и опираются на теоретические и практические достижения развитых стран, вновь созданная система объективно имеет значительные особенности.

Акции приватизированных предприятий в России в отличие от тех, которые обращаются на фондовых рынках других стран, не стали средством аккумулирования капитала, поскольку выполняли иную функцию - они служили способом бесплатной передачи объектов государственной собственности в частную. К началу реформ в России уже существовала развитая промышленность, созданная в годы СССР и находящаяся в государственной собственности. При проведении приватизации этой промышленности государство опиралось на опыт европейских стран. В качестве примеров приватизационных кампаний национальных масштабов можно привести экономическую политику правительств Германии и Франции, проводивших после второй мировой войны разгосударствление крупных концернов и избавлявшихся от значительной части государственной собственности. В конце 80-х, начале 90-х различные варианты приватизации национальной промышленности были воплощены в жизнь в странах восточной Европы. В то же время необходимо отметить, что фондовые рынки государств континентальной Европы никогда не были главной ресурсной базой экономических субъектов этих стран. Для европейских стран также характерно то, что контрольные пакеты акционерных обществ сосредоточены в одних руках и не имеют широкого хождения на рынке. Финансирование этих корпораций в основном идет за счет других источников, а отнюдь не за счет мобилизации ресурсов посредством фондового рынка. Сегодня существуют предпосылки того, что именно такая структура акционерного капитала формируется и в России. Кроме того, свою долю в развитие названных противоречии вносит отсутствие единой государственной политики в этом вопросе.

Видимо, по этим или другим причинам по завершении крупномасштабной приватизации Федеральной комиссией по рынку ценных бумаг (ФКЦБ) - органом, ответственным за формирование и регулирование рынка корпоративных бумаг, - была избрана модель фондового рынка США как наиболее развитая. Фондовые рынки стран с англо-саксонскими традициями экономики и права, исторически наиболее развитые, появились вследствие почти столетней эволюции экономических отношений, связанных с преобразованием накоплений (сбережений) в инвестиции. Развитые рынки достаточно хорошо изучены, свидетельством чего может служить то, что значительная часть Нобелевских лауреатов в области экономики в конце 80-х, 90-х г.г. XX века посвятили свои труды изучению фондовых рынков. Большая часть теорий портфельных инвестиций строится на изучении именно этих рынков. Но в этих странах никогда не проводилось крупномасштабной приватизации государственной собственности. Кроме того, внутренние товарные рынки США и Великобритании ко времени формирования фондовых рынков, в основном, уже были открыты для внешней торговли.

Для России, которая традиционно находится в поле романо-германской традиции права, применение американской модели организации рынка выглядит спорно, поскольку очевидно, что могут возникнуть разного рода противоречия между сложившимися основами одной традиции и привнесенными элементами абсолютно другого направления. Анализ этих противоречий не входит в задачи нашего исследования, но в качестве примера можно привести наличие в российском законодательстве таких сходных правовых институтов, как закрытое акционерное общество и общество с ограниченной ответственностью, трастовый договор, договор поручения и т.д.

Фондовый рынок России по классификации международных финансовых организаций отнесен к развивающимся рынкам, то есть он поставлен в один ряд с рынками, государства которых по методикам ООН относятся к развивающимся. Но здесь очевидно существует еще одно противоречие: Для развивающихся стран было характерно наличие слабой или отсутствие промышленности и отсутствие финансового рынка. Взрывное развитие фондовых рынков, например, в странах Юго-Восточной Азии происходит параллельно с таким же стремительным ростом промышленности. Рынки этих стран так же, как и в развитых странах, служат целям аккумулирования и перераспределения капитала. Россия исторически не имела развитых рынков капитала, но ко времени формирования фондового рынка в стране уже существовала развитая промышленность. Эта промышленность требовала структурной перестройки, улучшения менеджмента, обновления основных фондов и т.п., то есть к началу реформ инвестиции были необходимы, в основном, для реструктуризации деятельности уже существовавших предприятий.

## Прогнозирование ожидаемой доходности как оценка развития рынка акций

Биржевой фондовый рынок в отличие от денежного рынка представляет собой рынок фиктивного\_ кашщцга УНа рынке акций денежный капитал превращается в производительный капитал. Денежные средства поступают в оплату приобретенных ценных бумаг и уже не возвращаются обратно. На фондовый рынок периодически возвращается только производный процент.

Как указывал Р. Гильфердинг еще в начале XX века, специфической деятельностью биржевого рынка, что отличает его от других рынков, является спекуляция. "Спекуляция сводится к использованию изменения цены. ... Для спекулянта, в противоположность производительному капиталисту, безразлично, упадут или повысятся цены. ... Последние же зависят от величины прибыли - величины, которая может повыситься или упасть при неизменных, понижающихся или повышающихся ценах. В самом деле, решающее значение для прибыли имеет не абсолютный уровень цены производимых товаров, а лишь отношение издержек производства к продажной цене. Но и для спекулянта не существенно также и то, повышается или понижается прибыль; ему важен сам факт изменений, и важно предугадать их направление."1

Возможность получить прибыль при падении цен достигается за счет осуществления так называемых "коротких" продаж или продаж "без покрытия". В этом случае существует возможность продажи по более низкой цене бумаг, которых нет в наличии. Впоследствии при дальнейшем снижении цен бумаги приобретаются по более низкой цене и поставляются контрагенту по первой сделке. Разница между покупкой по низкому курсу и продажей по высокому и составляет прибыль биржевого игрока. Мы сознательно пользуемся терминами, пришедшими из американской практики, поскольку именно они составляют сегодня основу лексики специалистов фондового рынка. Та терминология, которая существовала в России до 1917 года, по вполне понятным причинам прочно забыта, изобретение новых выражений привело бы к усложнению глоссария исследования.

Место фондового рынка в национальной экономике обусловливается правилами его организации и той ролью, которую он играет в финансовой системе страны. В самой спекуляции, как и в любом другом виде легальной экономической деятельности, нет ничего плохого или хорошего, но многое зависит от организации фондового рынка и финансовой системы государства.

По этому поводу в знаменитой "Общей теории занятости, процента и денег" Дж. М. Кейнса, в главе 12, говорится: "Однако, по мере того, как совершенствуется организация рынков инвестиций, опасность преобладания спекуляции возрастает. На одном из величайших мировых рынков инвестиций, а именно нью-йоркском, влияние спекуляции (в вышеуказанном смысле) огромно. ... Спекулянты не приносят вреда, если они остаются пузырями на поверхности ровного потока предпринимательства. Однако положение становится серьезным, когда предпринимательство превращается в пузырь в водовороте спекуляции. Когда расширение производственного капитала в стране становится побочным продуктом деятельности игорного дома, трудно ожидать хороших результатов.

## Инвестиционный климат развивающихся и российского рынков акций

Понятие emerging markets появилось относительно недавно, но уже получило широкое распространение. Его смысловой перевод обозначает сравнительно недавно появившиеся рынки, обладающие повышенным уровнем риска. Вошедший в российскую практику перевод "развивающиеся рынки", на наш взгляд, является не самым удачным, но поскольку этот вариант перевода американского термина употребляется наиболее часто, то в дальнейшем и мы будем использовать его, имея в виду первоначальный смысл.

Впервые этот термин был введен специалистами Международной финансовой корпорации (МФК, ШС), входящей в систему Всемирного банка. Дальнейшая разработка производилась признанными авторитетами в этой области, экспертами группы фондов Templeton Emerging Market. По состоянию на начало 90-х годов XX века список "развивающихся рынков" включал 123 страны (в том числе - Россию). В качестве признаков, объединяющих "развивающиеся рынки" , выделяются следующие:

1. Неразвитые рынки капитала. Суммарная капитализация фондовых рынков составляет малую часть валового национального продукта.

2. Низкий или средний уровень среднего дохода на душу населения.

3. Слабое развитие промышленности.

Активное участие в создании и развитии вновь образуемых фондовых рынков принимает Всемирный Банк. Эта деятельность осуществляется, в основном, через Международную Финансовую Корпорацию. МФК была инициатором создания базы данных развивающихся рынков (EMDB), которая с 1975 года включает записи о большом количестве "развивающихся" фондовых рынков и является инструментом стимулирования иностранных инвесторов к работе на этих рынках.

В интервью журналу "Рынок ценных бумаг" (№ 13, 1997 год) Марк Мобиус, Президент Группы Фондов Темплтон, отметил, что особенностями российского фондового рынка являются низкая ликвидность и недостаток информации.

В.В. Рубцов в работе "Зарубежные фондовые рынки"1 предлагает следующие общие черты развивающихся рынков:

- низкая ликвидность (по сравнению с развитыми рынками);

- непрозрачность рынка, то есть низкий информационный уровень (особенно недостаток информации об эмитентах);

- значительные ценовые колебания и, соответственно, высокий уровень ценовых рисков;

- недостаточно развитая законодательная база.

Торговля основывается на ограниченном числе акций. На долю 10 крупнейших эмитентов приходится от 50% и выше всей капитализации и оборота (15% в США, 17% в Японии и 24% в Великобритании).

Россия получила статус развивающегося рынка в 1996 году, когда МФК включила ее в свою серию инвестиционных индексов. Это немедленно повысило привлекательность отечественного рынка в глазах иностранных инвесторов, поскольку индексы МФК являются одним из главных инструментов, которыми пользуются западные институциональные инвесторы при осуществлении инвестиций на развивающихся рынках.