Быков Никита Борисович. Международное долгосрочное инвестирование на фондовом рынке : Дис. ... канд. экон. наук : 08.00.10 : Москва, 2002 200 c. РГБ ОД, 61:02-8/2052-1

**Содержание к диссертации**

Введение

Глава 1. Теоретические аспекты международного долгосрочного инвестирования на фондовом рынке 10

1.1. Сущность международного долгосрочного инвестирования на фондовом рынке 10

1.2. Причины международного долгосрочного инвестирования на фондовом рынке 23

1.3. Международное долгосрочное инвестирование на фондовом рынке: анализ доходности и риска 43

Глава 2. Анализ эффективности международного долгосрочного инвестирования на зарубежных фондовых рынках 60

2.1. Исследование долгосрочных циклов и трендов на фондовом рынке в XX веке 60

2.2. Условия эффективности международного долгосрочного инвестирования на фондовом рынке в XX веке 80

2.3. Факторы, влияющие на эффективность международного долгосрочного инвестирования на фондовом рынке в начале XXI века 97

Глава 3.Современное состояние мирового и отечественного фондовых рынков. Участие России в международном долгосрочном инвестировании на фондовом рынке 119

3.1. Современное состояние мирового и отечественного фондовых рынков 119

3.2. Участие России в международном долгосрочном инвестировании на фондовом рынке 142

Заключение 166

Библиографический список использованной литературы 174

Приложения 186

**Введение к работе**

**Актуальность исследования.**Накопление сбережений частными лицами и системами государственного и негосударственного пенсионного обеспечения, а также необходимость их долгосрочного использования способствуют долгосрочному инвестированию на фондовом рынке. Однако анализ статистических данных показывает, что в долгосрочном периоде достижение приемлемого соотношения риска и доходности инвестиций возможно только на определенных национальных фондовых рынках, поэтому перед инвесторами стоит актуальная проблема выбора фондовых рынков для международного долгосрочного инвестирования.

Международное долгосрочное инвестирование на фондовом рынке дает возможность дополнительной диверсификации долгосрочных инвестиций и более гибкого управления риском и доходностью, что актуально для инвесторов, осуществляющих долгосрочные инвестиции одновременно на нескольких фондовых рынках. Особая актуальность исследования заключается в том, что в контексте объективных процессов глобализации и интеграции финансовых рынков проблема международного долгосрочного инвестирования на зарубежных фондовых рынках стоит перед инвесторами из большинства стран мира.

Актуальность диссертационной работы обусловлена не только тем, что в ней впервые поднимается проблема международного долгосрочного инвестирования как целостного объекта исследования, но и тем, что в России должны быть созданы условия для привлечения иностранных долгосрочных инвестиций на фондовый рынок. Она усиливается тем, что в России необходимы научно обоснованные рекомендации по вложению средств отечественных инвесторов, так как интенсивно развивается национальная система негосударственного пенсионного обеспечения и в процессе реформирования находится система государственного пенсионного

обеспечения. Аккумулируемые в этих системах средства должны быть частично инвестированы в долгосрочные активы на фондовом рынке, но так как их количество на российском фондовом рынке крайне ограничено, то целесообразно использовать возможности международного долгосрочного инвестирования на зарубежных фондовых рынках. На фоне дальнейшей либерализации валютного регулирования актуальность этой проблемы в России будет неуклонно расти.

Малая степень изученности в отечественной литературе теории и практики международного долгосрочного инвестирования на фондовом рынке, а также необходимость использования зарубежного опыта в российской практике подчеркивает актуальность диссертационной работы.

**Степень разработанности темы исследования.**До настоящего времени вопросы международного долгосрочного инвестирования на фондовом рынке рассматривались в отечественной литературе в незначительной степени. В современной зарубежной научной литературе теория международного долгосрочного инвестирования на фондовом рынке также недостаточно разработана и отстает от практики.

Несмотря на непрерывное развитие практики международного долгосрочного инвестирования на фондовом рынке в конце XX века, создание подробных статистических баз данных о риске, доходности, долгосрочном развитии фондовых рынков в различных странах и т.д., теоретические исследования практически отсутствуют. Однако существуют отдельные работы, которые отражают практику международного инвестирования. К авторам таких работ можно отнести J.O.Grabbe, B.Solnik, J.W.Wilcox и др.

Классическая теория инвестиционной деятельности на фондовом рынке, включающая вопросы долгосрочного развития фондовых рынков, портфельного инвестирования и диверсификации, представлена в фундаментальных работах таких авторов, как G.J.Alexander, R.A.Brealey,

J.V.Bailey, L.J.Gitman, M.D.Joehnk, H.M.Markowitz, S.C.Mayers, E.F.Farna, W.F.Sharpe и др.

Отдельные практические вопросы международной диверсификации инвестиций на фондовом рынке рассмотрены в работах G.Baierly, P.Chen, R.Commisford, P.D.Kaplan, S.L.Lummer, M.W.Riepe и др.

Долгосрочное развитие фондового рынка в США и других развитых странах исследовано в серии практических работ R.G.Ibbotson, L.B.Siegel и B.Taylor. Работы этих авторов необходимо особенно отметить, так как они являются одними из немногих ученых, исследовавших эффективность долгосрочного инвестирования на фондовых рынках в различных странах мира.

Среди российских ученых по теме диссертации имеются отдельные работы М.Ю.Алексеева, Н.И.Берзона, В.И.Бусова, В.А.Галанова, Я.М.Миркина, Б.Б.Рубцова, В.К.Сенчагова и других авторов, в которых анализируются зарубежные фондовые рынки, отдельные аспекты их долгосрочного развития и привлекательность российского фондового рынка для долгосрочных иностранных инвестиций.

**Цель диссертационной работы**заключается в том, чтобы на основе изучения и обобщения исторического опыта исследовать эффективность международного долгосрочного инвестирования на фондовом рынке, а также место и роль отечественного фондового рынка в этом процессе.

**Задачи исследования.**Цель исследования обусловила постановку и решение следующих задач:

- рассмотреть теоретические аспекты международного долгосрочного инвестирования на фондовом рынке, в том числе уточнить его определение, сформулировать причины международного долгосрочного инвестирования на фондовом рынке и источники его развития;

исследовать долгосрочные циклы и тренды на зарубежных фондовых рынках и сравнить привлекательность для международного долгосрочного инвестирования акций, облигаций и векселей;

определить условия эффективности международного долгосрочного инвестирования на фондовом рынке в течение XX века и выявить факторы, влияющие на его эффективность в начале XXI века;

проанализировать современное состояние зарубежных и российского фондовых рынков с позиции международного долгосрочного инвестирования;

показать специфику участия России в международном долгосрочном инвестировании как с позиции потребителя долгосрочных иностранных инвестиций, так и поставщика долгосрочных инвестиций на зарубежных фондовых рынках.

**Объектом исследования**являются зарубежные и российский фондовые рынки, а также инвестирование на них.

**Предметом исследования**служит совокупность экономических отношений в процессе международного долгосрочного инвестирования на зарубежных фондовых рынках и его применения в России.

**Теоретическая и методологическая основа исследования.**Теоретическую и методологическую основу диссертации составляют работы зарубежных и российских авторов, опубликованные в монографических изданиях, учебниках, ведущих экономических и научно-популярных зарубежных и отечественных журналах, а также информационные ресурсы электронной сети Интернет.

При подготовке диссертации были использованы публикации международных организаций, государственных учреждений, институтов, ассоциаций и исследовательских центров, в том числе таких, как Банк международных расчетов (BIS), Банк России, Европейский центральный банк. Комиссия по ценным бумагам и биржам США, Международная финансовая

корпорация (IFC), Международный валютный фонд, Организация Объединенных Наций (UN), Федеральная комиссия по ценным бумагам РФ, Datastream International, Frank Russell Company, Forbes, Globeflex Capital, Ibbotson Associates, PanAgora Asset Management, Scudder Distributors и др.

Использованы статистические данные компаний Dow Jones & Company и The McGraw-Hill Companies по фондовому рынку США, а также компаний Morgan Stanley Capital International и Global Financial Data по зарубежным фондовым рынкам.

**Научная новизна исследования**заключается в формировании положений теории международного долгосрочного инвестирования на фондовом рынке в виде обоснования составляющих ее экономических категорий, условий и факторов.

Новизна содержится в следующих положениях:

уточнено определение международного долгосрочного инвестирования на фондовом рынке, в котором определены параметры объекта, субъекта, срока, риска, доходности и формы инвестиций;

сформулированы основные причины международного долгосрочного инвестирования на фондовом рынке и обосновано, что наиболее важной из них является рост сбережений в системе пенсионного обеспечения;

определены условия эффективности международного долгосрочного инвестирования на фондовом рынке в XX веке, среди которых наиболее важными являются низкие темпы инфляции, отсутствие длительных спадов на фондовом рынке, стимулирующая государственная экономическая политика и международная диверсификация инвестиций;

выявлены ключевые факторы, влияющие на эффективность международного долгосрочного инвестирования на фондовом рынке в начале XXI века, использовать которые рекомендуется при составлении модели, сигнализирующей о целесообразности осуществления долгосрочных инвестиций на национальных фондовых рынках. Факторы

делятся на внутренние (объем государственного долга, уровень безработицы и др.) и внешние (финансовая глобализация, движение спекулятивного капитала и др.); - показана специфика участия России в международном долгосрочном инвестировании на фондовом рынке, состоящая, с одной стороны, в предоставлении условий для краткосрочных спекулятивных операций и недостаточных условий для долгосрочных инвестиций иностранных инвесторов на российском фондовом рынке и, с другой стороны, в наличии предпосылок участия российских инвесторов в международном долгосрочном инвестировании на зарубежных фондовых рынках.

**Практическая значимость исследования.**Основные положения и выводы диссертации в части особенностей и перспектив развития зарубежных фондовых рынков могут быть использованы российскими инвесторами в процессе анализа зарубежных фондовых рынков с целью разработки инвестиционной стратегии, а также в процессе непосредственной работы на них. Особую ценность эти положения и выводы представляют для индивидуальных инвесторов и институциональных инвесторов, вкладывающих привлеченные средства на максимально длительный срок.

Основные положения и выводы диссертационной работы могут иметь значение для российских государственных органов регулирования фондового рынка, в том числе Министерства финансов, Центрального Банка, ФКЦБ, так как содержат перечень требований, выполнение которых необходимо для привлечения долгосрочных инвестиций на российский фондовый рынок.

Положения диссертации могут использоваться в учебном процессе при освещении вопросов, связанных с инвестициями, международными финансовыми рынками, международными валютно-финансовыми и кредитными отношениями, рынком ценных бумаг в курсах «Рынок ценных бумаг», «Международные корпоративные финансы» и «Операции с ценными бумагами».

Практическую значимость имеют следующие положения диссертации:

использование для анализа долгосрочных трендов фондовых индексов Global Financial Data, которые представляют собой усовершенствованные по сравнению с лежащими в их основе ведущими фондовыми индексами DJIA, S&P500, MSCI World, MSCI EAFE и др.;

обоснование привлекательности акций, облигаций и векселей в качестве объектов международного долгосрочного инвестирования на фондовом рынке на основе изучения продолжительности циклов и трендов на зарубежных фондовых рынках, доходности, волатильности и т.д.;

определение особенностей текущего состояния зарубежных и российского фондовых рынков с позиции международного долгосрочного инвестирования;

установление влияния фондового рынка США на международные фондовые рынки и его использование в качестве ориентира развития международных фондовых рынков в начале XXI века;

изучение перспектив привлечения на российский фондовый рынок долгосрочных иностранных инвестиций на основе анализа зарубежного опыта международного долгосрочного инвестирования;

предложение активно использовать международное долгосрочное инвестирование на зарубежных фондовых рынках в качестве одного из направлений инвестиционной деятельности российских инвесторов на фондовом рынке в долгосрочном периоде.

## Сущность международного долгосрочного инвестирования на фондовом рынке

Изучение сущности международного долгосрочного инвестирования на фондовом рынке (international longerm investing on securities market) целесообразно начать с определения таких терминов и понятий, как инвестиционная деятельность (инвестирование), инвестиционная деятельность на фондовом рынке, международное инвестирование на фондовом рынке, выявления взаимосвязи и соподчиненности этих категорий.

Если следовать логике от общего к частному, то самым общим понятием является инвестиционная деятельность в целом, которая включает инвестиционную деятельность на фондовом рынке, частью которой, в свою очередь, является международное долгосрочное инвестирование на фондовом рынке.

Схематично связь между международным долгосрочным инвестированием на фондовом рынке и инвестиционной деятельностью может быть представлена в следующем виде.

Понятие инвестиционной деятельности или инвестирования глубоко изучено в классической зарубежной и отечественной научной литературе и является универсальным в отношении различных направлений инвестиционной деятельности, например в недвижимость, драгоценные камни и металлы, фондовые активы и другие ценности. Между понятиями инвестиционной деятельности и инвестициями нет «китайской стены», но термин «инвестиционная деятельность» используется в качестве определения значительно реже, чем инвестиции. К.Р.Макконел предлагает следующее определение инвестирования.

Инвестирование - процесс производства и накопления средств производства (все виды инструментов, машин, оборудования, фабрично-заводские, складские, транспортные средства и сбытовую сеть, производимые в производстве товаров и услуг и доставке их к конечному пользователю) [49, Т.1,С37].

Несколько определений инвестиционной деятельности имеется в российском законодательстве.

Инвестиционная деятельность - это вложение инвестиций, или инвестирование, и совокупность практических действий по реализации инвестиций [4].

На наш взгляд, в вышеприведенных определениях отсутствуют основная цель и движущий мотив инвестиционной деятельности - получение дохода или полезного эффекта, поэтому представляется более точным следующее определение.

Инвестиционная деятельность - вложение инвестиций и осуществление практических действий в целях получения прибыли и (или) достижения нового полезного эффекта [14].

Понятие инвестиционной деятельности на фондовом рынке изучено так же глубоко, как и понятие инвестиционной деятельности в целом, однако является предметом исследования инвестиций только в ценные бумаги, обращающиеся на фондовом рынке. В частности, можно привести следующие определения таких экономистов, как Л.Дж.Гитман и У.Ф.Шарп.

Инвестирование - это процесс помещения денег в те или иные финансовые инструменты с расчетом на увеличение их стоимости и (или) получение положительной величины дохода [45, С. 18].

Инвестировать - расстаться с деньгами сегодня, чтобы получить большую их сумму в будущем. Инвестировать средства можно либо в реальные активы, либо в финансовые активы (ценные бумаги) на первичном или вторичном рынке [62, С. 16].

Таким образом, ценные бумаги являются объектом извлечения прибыли (дохода) от инвестирования на фондовом рынке.

## Исследование долгосрочных циклов и трендов на фондовом рынке в XX веке

Предваряя исследование долгосрочного развития национальных фондовых рынков заметим, что эмпирическая база основана на статистической информации о глобальных фондовых индексах GFD из базы данных Global Financial Data, содержащей подробные сведения о доходности национальных фондовых рынков в течение XX века. В самом общем виде статистическая информация представлена в таблицах 1, 2 и 3 приложения 2 к диссертации.

В таблице 1 содержатся сведения о ежедекадной номинальной доходности национальных фондовых рынков в национальных валютах.

В таблице 2 содержатся сведения о номинальной доходности национальных фондовых рынков в долларах США при базисном значении 100 на31.12.1969.

В таблице 3 содержатся сведения о реальной доходности национальных фондовых рынков в национальных валютах при базисном значении 100 на 31.12.1989.

Термин «эффективность» широко используется для характеристики разнообразных операций в работах таких авторов, как, например, Е.В.Семенковой [59, С. 14], Р.Брейли и С.Майерса [42, С.291], Л.Дж.Гитмана и М.Д.Джонка [45, С.838-852]. Значение этого термина различается в зависимости от целей, преследуемых в ходе выполнения операции. Основной целью любой инвестиционной операции является получение реального дохода в соответствии с принимаемыми рисками, поэтому под эффективностью международного долгосрочного инвестирования на фондовом рынке мы понимаем положительную реальную доходность этой операции в соответствии с принимаемым уровнем риска.

Эффективность международного долгосрочного инвестирования на фондовом рынке напрямую зависит от тех тенденций, которые определяют долгосрочное развитие международного и национальных фондовых рынков. Большое значение для международного долгосрочного инвестирования на фондовом рынке имеют долгосрочные циклы и тренды, которые необходимо рассматривать в процессе изучения долгосрочного развития фондового рынка. Циклы и тренды позволяют установить направленность развития фондового рынка и определить продолжительность инвестиционного периода для международного долгосрочного инвестирования.

В ходе исследования долгосрочных циклов и трендов на фондовом рынке в XX веке особенно часто используются такие понятия, как национальный, международный и мировой фондовые рынки, между которыми существуют принципиальные различия. Под национальным рынком понимается система отношений и институтов, складывающаяся в рамках данной страны, в связи с выпуском и обращением ценных бумаг. Под международным рынком подразумевается система отношений и институтов, складывающаяся при межстрановых перемещениях фиктивного капитала. Наиболее широким из них является понятие мирового фондового рынка как совокупности национальных рынков и международного рынка, рассматриваемых во взаимодействии и взаимозависимости. В свою очередь мировой рынок может быть разделен на мировые рынки акций, долговых инструментов и деривативов [24, С. 11-12].

Прежде чем приступить к анализу эмпирических данных, представленных в приложении 2 к диссертации, необходимо отметить отдельные положения теории экономических циклов. По выражению К.Р.Макконела и С.Л.Брю, экономический цикл проникает всюду, он ощущается практически во всех укромных уголках экономики, однако мы должны иметь в виду, что экономический цикл разными путями и в разной степени влияет на отдельных индивидов и на отдельные секторы экономики. Обычно от спада больше всего страдают те отрасли промышленности, которые выпускают средства производства и потребительские товары длительного пользования. И напротив, отрасли промышленности, которые производят товары длительного пользования, в фазе подъема получают максимальные стимулы развития [49, T.I, С. 155].

Аналогичной точки зрения придерживается П.А.Самуэльсон, который отмечает, что первый шаг к пониманию природы экономического цикла состоит в уяснении того факта, что в экономике сектор производства товаров длительного пользования или капитальных благ обнаруживает наибольшие циклические колебания [58, T.I, С.243].

Отрасли промышленности, выпускающие потребительские товары кратковременного пользования, обычно меньше реагируют на экономические циклы. В частности, К.Р.Макконел и С.Л.Брю выделяют строительную промышленность, как одну из наиболее уязвимых для воздействия циклов, а из других источников нам известно о существовании так называемых строительных циклов продолжительностью 18-25 лет [55, С. 108].

class3 **Современное состояние мирового и отечественного фондовых рынков. Участие России в международном долгосрочном инвестировании на фондовом** **рынке** 119

## Современное состояние мирового и отечественного фондовых рынков

В тексте диссертации под современным состоянием фондового рынка понимается период, охватывающий преимущественно 1990-е и 2000-е гг. В целом в течение 1990-х гг., вплоть до 2000 г., на мировом рынке акций продолжался устойчивый рост, несмотря на сильную коррекцию в 1991-1993 и 1997 гг. Кроме того, 1990-е гг. обеспечили владельцам акций во многих странах самую высокую доходность за всю историю существования фондового рынка, при этом впервые за два последних столетия устойчивый рост на рынке акций продлился два десятилетия подряд в 1980-е и 1990-е гг. В то же время падение цен на мировом рынке акций в 2000-2001 гг. является достаточно сильным, а в течение 1980-х и 1990-х гг. - самым сильным и продолжительным.

Международный рынок акций в 1990-е гг.

На рисунке 3.1 представлены международные индексы GFD, рассчитываемые на базе международных индексов MSCI в долларах США и характеризующие рынок акций в мире (World), странах Юго-Восточной Азии и Дальнего Востока (EAFE) и в США (USA). Сопоставление динамики развития этих индексов показывает, что американский национальный индекс USA характеризуется минимальной волатильностью, в то время как региональный индекс EAFE - максимальной. Мировой индекс World имеет усредненные характеристики. Из рисунка 3.1 также следует, что динамика американского фондового индекса практически совпадает с динамикой мирового индекса. Это обусловлено тем, что по состоянию, например, на 1998 г. 46% всего мирового фондового рынка приходилось на США [24, С. 16].

Капитализация рынка акций в США в 2000 г. составила около 13,4 трлн. долларов США при капитализации во всем мире около 26 трлн. долларов США (табл. 3.1). Принимая во внимание влияние фондового рынка США на мировой фондовый рынок, наглядно иллюстрируемое данными о капитализации мирового и американского рынка акций, можно с уверенностью предположить, что рынок акций США определяет развитие мирового рынка акций. Поэтому фондовый рынок в США представляет для диссертации наибольший интерес среди зарубежных национальных фондовых рынков.