

Глава 2 Масштабы, структура, динамика и роль фондовых рынков в экономике различных стран

2.1 Объемы рынков, их структура и динамика

2.1.1 Общая характеристика

Какова величина мирового фондового рынка? Дать какую-то единую универсальную количественную оценку его объема невозможно из-за разной природы отдельных видов ценных бумаг. Так, например, нельзя ни с методологической, ни с учетно-статистической точки зрения объединять данные о долгосрочных ценных бумагах (акции, облигации) и краткосрочных - платежных инструментах (векселя, чеки) или производных - деривативах (опционы, фьючерсы). Тем не менее, можно дать достаточно точную картину отдельных рынков: акций, облигаций и производных ценных бумаг.

В известных пределах суммирование допустимо в отношении отдельных инструментов. Представляется вполне корректным суммирование рынков акций и облигаций (долговых инструментов). Полученная таким образом цифра, с нашей точки зрения, наиболее полно характеризует масштабы мирового фондового рынка.

По расчетам автора, общий **объем мировых фондовых рынков**, определенный таким способом, составлял в конце 1998 г. почти 60 трлн. долл., в конце **1999 г. - около 72 трлн. долл.** (табл. 2.1). Для расчета использовались данные по задолженности по долговым ценным бумагам (debt securities outstanding), за исключением вексельной, и капитализации акций. За 1999 г. величина мирового ВВП составила примерно 30 трлн. долл (см. приложение 1).¹

Для сравнения: величина агрегата M2 - наличные деньги, средства на текущих и срочных счетах банков - составила в 1998 г. примерно 20 трлн. долл.² То есть **львиная доля финансовых активов имеет форму ценных бумаг**. Если

¹ См. также World Development Indicators 1999, World Bank - электронная база данных, доступная через Интернет, www.worldbank.org.

² Наша оценка на основе данных International Financial Statistics.

исходить из марксовой концепции фиктивного капитала, гласящей, что ценные бумаги являются правом на действительный капитал, воплощенный в различных материальных элементах национального богатства, по выражению К. Маркса “титулами собственности, представляющими этот капитал”¹ то можно сказать, что акции и долговые ценные бумаги представляют собой своеобразное отражение большей части национального богатства.

Данный тезис можно проиллюстрировать иным способом. В США в структуре активов населения и бесприбыльных организаций доля осязаемых активов (tangible assets) в общей сумме активов на протяжении нескольких десятилетий держится на уровне примерно одна треть, оставшиеся две трети приходятся на финансовые активы, из которых только 10-15% - депозиты в банках, а остальное - ценные бумаги в той или иной форме (см. приложение 7). Конечно, США, пример особый. Как будет показано ниже, США принадлежит к той категории стран, где рынки ценных бумаг развиты в наибольшей степени. В других государствах пропорции могут быть иными, но все равно доля ценных бумаг очень высока. В Германии в 1997-98 гг. примерно 33-37% финансовых активов населения приходилось на депозиты в банках, 30-31% - на инвестиции в ценные бумаги.²

В 1998 г. 47% всего мирового фондового рынка приходилось на США, 13% - на Японию, а в целом на страны Большой пятерки - примерно 75%. В начале 70-х годов доля одних только США превышала 60%. В 80-е годы доля США уменьшалась в первую очередь в связи с повышением удельного веса Японии, с конца 80-х и до середины 90-х годов - формирующихся рынков. С середины 90-х годов снова происходит повышение доли США.

Доля 7 ведущих развитых стран на мировом фондовом рынке почти в два раза превышает их долю в мировом ВВП (см. приложение 3). Объем фондового рынка России в конце 1997 г. превосходил 200 млрд. долл., что было в четыре с

¹ К. Маркс Капитал. Маркс К., Энгельс Ф. Соч., т.25, ч.2, стр.515.

² Deutsche Bundesbank Financial Accounts 1990-1998. Special Statistical Publication 4, Frankfurt/M, July, 1999, p.47.

Таблица 2.1

Структура мирового рынка долговых ценных бумаг и акций, млрд. долл.,
конец года.

	Долговые бумаги млрд.долл.			Акции млрд.долл.			Всего**			
	1997	1998	1999	1997	1998	1999	млрд.долл.			%
Весь мир	29274	33062	36312	23107	26874	35735	52381	59936	72047	100
США	12970	14598	16696	11309	13451	16773	24279	28049	33469	46
Япония	4754	5198	6664	2217	2496	4455	6971	7694	11119	15
Германия	2124	2514	2511	825	1094	1432	2949	3608	3943	6
Великобритания	1074	1219	1393	1996	2373	2955	3070	3592	4348	6
Франция	1333	1493	1416	674	991	1503	2007	2484	2919	4
Прочие развитые	5367	5944	5411	3856	4574	5759	9223	10518	11170	16
<i>Все развитые</i>	27622	30966	34091	20877	24979	32877	48499	55945	66968	93
Бразилия	343	433	319	255	161	228	598	594	547	0,8
Индия	120	125	133	128	112	185	248	237	318	0,4
Китай	147	212	214	206	237	320	353	449	534	0,6
Корея	178	293	318	42	115	306	220	408	624	0,9
Мексика	87	89	117	157	92	154	244	181	271	0,4
Россия	74	29	28	128	21	41	202	50	69	0,1
Прочие формирующиеся	703	923	1096	1314	1157	1624	2017	2080	2720	3,8
<i>Все формирующиеся</i>	1652	2100	2223	2230	1895	2858	3882	3995	5081	7

*Предварительные данные

**Сумма процентов не равна 100 из-за округлений

Рассчитано по: База данных Банка международных расчетов <http://www.bis.org>; Emerging Stock Markets Factbook 1998. Washington, 1998, p.16,17; FIBV Annual Report 2000. P., 2000, p.92, 141.

лишним разе ниже доли России в мировом ВВП. После 17 августа 1998 г. рынок ценных бумаг России сократился до величины не более 40-60 млрд. (0,1% мирового). Лишь со второй половины 1999 г. он начал расти благодаря росту курсовой стоимости акций.

Столь высокая доля развитых стран в совокупном мировом фондовом рынке приводит к тому, что если рассматривать мировые пропорции, то они полностью определяются пропорциями фондового рынка Большой пятерки при доминирующем влиянии США. В то же время в конкретных странах пропорции могут коренным образом отличаться от средних мировых. Наиболее пестрая картина в группе формирующихся рынков.

Например, как следует из табл. 2.1, соотношение между объемами рынков акций и облигаций в конце 90-х годов равнялось примерно 40-45% к 60-55% в пользу облигаций. Для России это соотношение составляло от 10:90 в 1994 г. до 60:40 в августе 1997 г. и 30:70 в июле 1998 г. К осени 1999 пропорции вернулись к показателям августа 1997 г. (при том, что объем сократился в несколько раз).

В странах Восточной Азии пропорции заметно сдвинуты в пользу долевого бумага, Латинской Америки – долговых.

Следует учитывать, что в конце 90-х годов наблюдался небывалый подъем на рынке акций развитых стран, что приводит к завышению доли акций в совокупном объеме фондового рынка по сравнению со средними значениями за длительный исторический период.

2.1.2 Акции

Масштабы акционерного капитала в той или иной стране характеризуются прежде всего показателями капитализации (совокупная курсовая стоимость всех выпущенных акций компаний, имеющих регулярную котировку), ее долей в ВВП, оборотом торговли, количеством акций, имеющих регулярную котировку (листинг).

Динамика капитализации характеризуется следующими цифрами (см. табл. 2.2). За 20 лет (1980-1999 гг.) капитализация мировых рынков акций выросла в 13 раз, в то время как совокупный ВВП увеличился за тот же период примерно в 2,5 раза. В результате практически повсеместно доля капитализации в ВВП повысилась в 2-4 раза (табл. 2.4)

Рост капитализации может происходить за счет двух факторов: 1)роста курсовой стоимости и 2)увеличения общего количества компаний, прибегающих к выпуску акций, предназначенных для продажи широкому кругу инвесторов. Второй фактор имеет существенное значение только на формирующихся рынках, на развитых рынках количество компаний, по которым рассчитывается капитализация (имеющих листинг на организованном рынке)

представляет собой величину достаточно стабильную: она растет, но весьма умеренными темпами (см. главу 3). Таким образом, рост капитализации за истекший период связан в основном с ростом курсовой стоимости акций.

Таблица 2.2

Капитализация мировых рынков акций, млн. долл.

Страна	1980	1985	1990	1995	1997	1998	1999*
<i>Развитые рынки</i>							
Австралия	59700	60163	107611	245218	295766	328929	427655
Великобритания	205200	328000	848866	1407737	1996225	2372738	2955000
Германия	71700	183765	355073	577365	825233	1093962	1432167
Италия	25300	58502	148766	209522	344665	569732	728240
Канада	118300	147000	241920	366344	567635	547841	789180
Нидерланды	29300	59363	119825	356481	468736	603182	695196
США	1448100	2324646	3059434	6857622	11308779	13451352	16773000
Франция	54600	79000	314384	522053	674368	991484	1502952
Швейцария	37600	90000	160044	433621	575338	689199	693133
Япония	379700	978663	2917679	3667292	2216699	2495757	4455348
<i>Развитые рынки</i>	2631100	4496503	8784770	15842152	20877487	24978849	32877000
<i>Формирующиеся рынки</i>							
Бразилия	9200	42768	16354	147636	255478	160886	227962
Индия	7600	14364	38567	127199	128466	105188	185000
Индонезия	100	117	8081	66585	29105	22078	64045
Китай	-	.		42055	206366	237036	320000
Корея	3800	7381	110594	181955	41881	114593	306128
Малайзия	12400	16229	48611	222729	93608	95561	139908
Мексика	13000	3815	32725	90694	156695	91746	154044
<i>Россия</i>	-	.		15863	128207	20598	41000
Тайвань	6100	10432	100710	187206	287813	260498	376508
ЮАР		55439	137540	280526	232069	150671	192683
<i>Все формирующиеся рынки</i>	96900	145873	613621	1939919	2229508	1895287	2858000
Весь мир	2728000	4667766	9398391	17782071	23106995	26874136	35735000

*Предварительные данные

Источник: Emerging Stock Markets Factbook 1999. Washington, 1999; Emerging Stock Markets Factbook 1998. Washington, 1998, p.16-17. Emerging Stock Markets Factbook 1994. Washington, 1994, p.14-15; FIBV Annual Report 2000.

Доля развитых рынков в совокупной капитализации, составлявшая в 1980 г. примерно 96%, сократилась к 1993 г. до 88% (табл. 2.3). Во второй половине 90-х темпы роста развитых рынков оказались выше, чем развивающихся, и за 1995-1998 гг. произошло относительное ослабление позиций "формирующихся

рынков", в результате чего доля развитых рынков снова повысилась - до 91-93% в 1997-98 гг. (диаграмма 2.1).

Таблица 2.3

Доля отдельных рынков в совокупной капитализации (%)

Цифры округлены до целого

	1980	1985	1990	1993	1995	1996	1997	1998	1999
США	55	53	33	33	39	43	48	49	47
Япония	14	21	31	23	21	16	10	9	12
Великобритания	8	7	9	9	8	8	9	9	8
Германия	3	4	4	4	3	3	4	4	4
Франция	2	2	3	4	3	3	3	4	4
Прочие развитые	14	10	13	15	15	16	17	18	16
Формирующиеся	4	3	7	12	11	11	9	7	9
<i>Россия</i>						0,18	0,54	0,07	0,11

Рассчитано по: Emerging Stock Markets Factbook, FIBV Annual Report за ряд лет.

1997 г. вообще оказался очень тяжелым для возникающих рынков. В прошлом самые динамичные и крупные из них - азиатские рынки - испытали серьезнейший кризис, который не был окончательно преодолен и в 1999 г., хотя рынок уже начал быстро восстанавливаться.¹ За 1997 г. капитализация Кореи, Малайзии и Таиланда сократилась примерно на 2/3.

Львиную долю мировой капитализации - примерно 67% в 1998 г. - обеспечивали всего три страны: США, Япония, Великобритания. А на семерку крупнейших приходится свыше 75% мировой капитализации. Абсолютный лидер по капитализации - США (от 30 до 49% мировой капитализации в 80-90-е годы). В послевоенной истории был короткий период, когда по капитализации на первое место вышла Япония (1988, 1989 гг.). Причины этого заключались в сверхспекулятивном разбухании

¹ За 1999 г. рынок Турции вырос в долларовом выражении на 126%, России – 96%, Кореи – 72%, Индонезии – 67%, Мексики – 58% (Данные МФК. Цит. по: BIS Quarterly Review. Feb. 2000, p.4)

Диаграмма 2.1

Доля ведущих рынков в мировой капитализации, 1998 г.



фиктивного капитала в Японии в 80-е годы и высоком курсе японской иены, оказывавшем влияние на все количественные показатели этой страны при их переводе в доллары США. Фактор валютного курса продолжал играть важную роль вплоть до 1995 г., когда многолетняя тенденция роста иены сменилась на противоположную.

Заметное сокращение капитализации Японии в 1996-1998 гг. в долларовом выражении является в значительной степени следствием не только глубокого кризиса на фондовом и в целом финансовом рынке этой страны, но и снижением, начиная с 1995 г. и вплоть до 1999 г., курса иены по отношению к доллару США.

Факторы динамики рынка акций

Данные о динамике капитализации свидетельствуют о необычайной волатильности (подвижности) фиктивного капитала, воплощенного в акциях. О том же говорят и иные, более распространенные показатели динамики рынка акций - фондовые индексы (см. ниже).

Таблица 2.4

Соотношение капитализации национальных эмитентов и ВВП, %

	1975	1980	1985	1990	1995	1997	1998	1999
Австралия	22	40	37	37	67	75	90	109
Австрия	3	3	7	17	14	18	17	16
Бельгия	15	8	26	33	37	57	98	74
Бразилия		6	20	3	25	32	21	41
Великобритания	37	38	77	87	122	155	170	206
Германия	12	9	29	22	24	39	51	68
Греция	..	..	..	..	14	28	66	159
Дания	11	8	26	30	33	55	57	60
Индия		4	6	12	36	31	26	41
Ирландия	..	..	..	..	40	67	79	75
Испания	32	8	12	23	27	55	69	72
Италия	5	6	14	14	19	30	48	62
Канада	30	45	45	43	66	92	91	124
Китай			..	..	6	23	25	32
Корея	..	6	8	43	40	10	36	76
Малайзия		51	52	114	259	95	135	182
Мексика	..	6	2	16	32	39	22	35
Нидерланды	21	17	47	42	72	130	160	176
Новая Зеландия	..	..	39	20	53	45	45	53
Норвегия	..	..	16	23	30	43	31	44
Россия	..	..	..	..	5	36	7	27
Сингапур					195	113	114	225
США	48	50	57	56	98	133	158	181
Таиланд					95	19	31	45
Турция	..	..	..	..	12	34	17	59
Финляндия	..	..	..	17	35	61	121	272
Франция	10	8	15	26	33	49	69	105
Швейцария	30	42	91	69	129	226	260	262
Швеция	3	10	37	40	75	116	118	157
ЮАР			97	123	195	164	114	152
Япония	28	36	71	99	69	53	66	102
Весь мир	-	23	42	42	62	80	91	118

Источник: OECD Financial Market Trends N69. February 1998, p.18; FIBV Annual Report за ряд лет, расчеты автора.

В основе динамики фиктивного капитала, воплощенного в акциях, лежит динамика капитала реального. Иными словами, движение цен акций в долгосрочной перспективе в целом совпадает с динамикой ВВП и промышленного производства и, соответственно, носит циклический характер. Вместе с тем, фиктивный капитал обладает собственными закономерностями развития, нередко никак не связанными с движением реального капитала. Как еще в прошлом веке отмечал К.Маркс, ценные бумаги являются товарами,

“...цена которых имеет особое движение и особым образом устанавливается. Их рыночная стоимость получает отличное от их номинальной стоимости определение, не связанное с изменением стоимости действительного капитала (хотя и связанное с увеличением этой стоимости)”¹.

Амплитуда колебаний рынка акций заметно выше, чем амплитуда колебаний макроэкономических показателей, а движение фиктивного капитала порой никак не связано с движением капитала реального. Даже на развитых рынках, в благополучных в экономическом отношении странах, вне зависимости от экономической ситуации в стране он может за год как возрасти на 30-60%, так и сжаться на 30-40%.

Цена акции зависит, прежде всего, от ожидаемых в будущем доходов, которые принесет данная акция. Доходы находятся в прямой зависимости от величины чистой прибыли, соответственно и дивидендов и темпов их роста. Если экономика на подъеме, растет ВВП, растут прибыли, при прочих равных условиях растут и цены акций. Второй фактор - уровень требуемой нормы доходности, складывающийся из безрисковой нормы доходности (таковой считается процентная ставка по государственным облигациям) и премии за риск.² При этом основным элементом выступает именно безрисковая норма доходности (цена акции обратно пропорциональна уровню процентной ставки).³ На динамику процентной ставки в период экономического цикла обращал внимание и К. Маркс, который отмечал, что “...низкая ставка процента в большинстве случаев соответствует периодам процветания или сверхприбыли, повышение процента - переходу от процветания к следующей фазе цикла, а

¹ К. Маркс Капитал. Маркс К., Энгельс Ф. Соч., т.25, ч.2, стр.515.

² Широко известная формула, попавшая во все учебники по инвестированию и связывающая три фактора (дивиденды, темпы их роста и уровень требуемой нормы доходности) иногда называется уравнением Гордона по имени американского экономиста Майрона Гордона (Myron J. Gordon), предложившего ее в 1962 г.

³ Проводившиеся рядом американских экономистов расчеты свидетельствуют о том, что величина премии за риск по рынку акций в целом в США представляет относительно стабильную величину в 6% (International Capital Markets: Developments, Prospects and Key Policy Issues. IMF, Washington D.C., September 1999, p.36).

максимум процента, достигающий самых крайних ростовщических размеров, соответствует кризису”¹.

В условиях второй половины 90-х годов в США и ряде других стран мы как раз и наблюдаем ситуацию сочетания низких процентных ставок и высоких прибылей, обусловленных длительным периодом экономического подъема. Но, как известно, экономика развивается циклически, за подъемами следуют спады, сопровождающиеся сжатием и фиктивного капитала.

В США уровень процентных ставок в 1997-1999 гг. был самым низким в XX в. То же самое в Японии, однако при этом в Японии, в отличие от США, в связи с экономическим кризисом величина ожидаемых прибылей находилась также на очень низком уровне, поэтому, если в США наблюдался подъем на рынке акций, то в Японии - сильнейший спад.²

Как показывают многочисленные наблюдения за рынком акций, при совпадении векторов движения промышленного цикла и рынка акций, темпы их динамики сильно отличаются. Темпы как роста, так и падения рынка акций в два-три раза превосходят темпы роста (падения) реального сектора. В результате опережающего роста рынка акций образуются так называемые пузыри (bubbles), связанные с отрывом фиктивного капитала от своей базы, от какой-то точки равновесия. Рано или поздно пузырь лопается, что приводит к потере сотен миллиардов долларов бумажного богатства. Пузыри могут возникать и вне всякой связи с реальным сектором, т.е. вне связи с экономическим ростом. Почему?

Дело в том, что действия инвесторов на фондовом рынке отнюдь не всегда рациональны и они склонны к проявлению стадного инстинкта. Движение цен вверх подогревается взаимными ожиданиями дальнейшего повышения цен. Однонаправленные действия инвесторов как бы вступают в резонанс, усиливая друг друга. Повышательная динамика питает себя сама. Многие инвесторы, даже

¹ К. Маркс Капитал. т.3, ч.1 Маркс К., Энгельс Ф. Соч., т.25, ч.1, стр.395-396.

² В 1999 г. японский рынок вновь начал расти. За год рост в долларовом выражении составил 58%, в иенах 46% (Данные МФК. Цит. по: BIS Quarterly Review. Feb. 2000, p.4).

понимая, что, судя по фундаментальным показателям, подъем исчерпал себя, что рынок перегрет, продолжают покупать в расчете на дальнейший рост, поскольку цены все же по-прежнему идут вверх, надеясь вовремя “спрыгнуть с поезда”.¹

И наоборот, когда все же разбухание фиктивного капитала достигает чрезмерно большой величины, достаточно небольшого толчка, чтобы цены стали стремительно падать. И здесь также вступают в силу факторы скорее психологические, нежели экономические. Стадный инстинкт заставляет инвесторов одновременно двигаться в одном направлении и здесь уже понижительная динамика как бы питает себя сама и цены опускаются ниже уровня равновесия.

Что является уровнем равновесия рынка? Что позволяет ответить на вопрос о том, насколько перегрет рынок акций? Рассмотрим динамику показателя “Капитализация/ВВП”.

Приведенные выше данные за вторую половину 90-х годов, свидетельствуют о значительном повышении доли капитализации в ВВП практически всех развитых стран (за исключением Японии). В США к 1999 г. этот показатель достиг 180%.

Анализ данных за более длительный исторический период свидетельствует о том, что в США в первое послевоенное десятилетие доля капитализации в ВВП находилась на уровне 40-60%, затем к середине 60-х повысилась и превзошла 100%, а затем начала снижаться и в течение 20 последующих лет находилась в диапазоне 50-70% (см. диаграмму 2.2). А среднее значение этого показателя за послевоенный период составило примерно 60%. Его и можно, с нашей точки зрения (с поправкой на увеличение роли акционерного капитала) рассматривать как уровень равновесия.

Очевидно, что за ростом капитализации рынка США в 90-е годы кроются не только объективные факторы, связанные с благоприятными показателями

¹ Так, например, поступали и многие инвесторы печально известной российской компании “МММ”.

экономической динамики (рост производства и прибылей, низкий уровень безработицы и т.п.), но и чисто спекулятивные моменты.

Динамику рынка акций можно оценить также путем сравнения капитализации 1) со стоимостью чистых активов (net worth) или 2) с бухгалтерской стоимостью активов (book value). Первый показатель рассчитывается как разница между активами и задолженностью компаний. Осязаемые активы (tangible assets) определяются по рыночной стоимости (недвижимость) или по восстановительной (оборудование и товарные запасы).

Ниже приводятся результаты расчетов показателя капитализация/чистая стоимость активов по нефинансовым корпорациям США за 1946-1998 гг. (см. диаграмму 2.3). На диаграмме также заметна отмеченная выше тенденция: высокие значения этого показателя достигались в середине 60-х годов, минимальные - в конце 70-х. С начала 80-х наблюдалась положительная динамика и во второй половине 90-х было достигнуто исторически наивысшее соотношение - почти 200% (199% в 1998 г.). Причем обращает на себя внимание полная синхронность движения двух показателей (капитализации и чистой стоимости активов по отношению к ВВП). Графики практически накладываются друг на друга.

За весь послевоенный период среднегодовое значение отношения капитализация/чистая стоимость активов составило 63%. В основе фиктивного капитала, повторим, лежит капитал реальный. Тем не менее, движение фиктивного капитала подчиняется собственным закономерностям и, при совпадении вектора движения реального и фиктивного капитала, динамика этого движения может заметно отличаться.

В достаточно длительный промежуток времени рассмотренные показатели должны колебаться вокруг определенной величины. Как отмечалось выше, это 60% при сравнении с ВВП и 63% при сравнении с чистой стоимостью активов. Это и есть уровень равновесия. Двукратное и трехкратное превышение показателей в 1996-1999 гг. по сравнению со средним за несколько последних

десятилетий не может не ставить под сомнение экономическую обоснованность данной ситуации. На рынке акций совершенно явно виден пресловутый «пузырь».

Причем, если при сравнении показателя доли капитализации в ВВП существует объективная тенденция его повышения, хотя бы из-за усиления процессов концентрации и просто в силу роста числа корпораций, выпускающих акции, то, в случае сравнения с чистой стоимостью активов, последний фактор не действует, поскольку сравнение капитализации идет именно с чистыми активами этих же корпораций.

Показатель “капитализация/бухгалтерская стоимость акций”, составлявший в США начиная с 20-х годов по конец 80-х в среднем примерно 2 (экстремальные значения: 3 накануне Великой депрессии и 0,5 в 1931 г.) в 90-е годы неуклонно рос, достигнув 9 в 1998 г.¹

Существует еще несколько показателей, которые отражают динамику и состояние рынка акций. Это цена/прибыль (price/earning ratio), текущая (дивидендная) доходность акций (dividend yield), общая доходность акций (total return), динамика фондовых индексов (см. табл.2.5, 2.6, приложение 6).

Данные, приводимые в этих таблицах, также позволяют сравнить средние показатели за достаточно длительный период времени с показателями последних лет (второй половины 90-х годов). Среднее значение показателя цена/прибыль² для большинства развитых рынков находится в диапазоне 12-18 (пример Японии нельзя считать характерным). Показатель текущей (дивидендной) доходности¹ в среднем 4-5%. Любопытно, что показатель дивидендной доходности оказывается примерно одинаковым у большинства стран мира, причем его долговременная

¹ International Capital Markets: Developments, Prospects and Key Policy Issues. IMF, Washington D.C., September 1999, p.34. Суть показателя “бухгалтерская стоимость” та же, что и у показателя чистой стоимости активов, но рассчитывается он по-другому (без учета обязательств). Значения показателя “капитализация/бухгалтерская стоимость” за отдельные годы в разных странах приведены в Emerging Stock Markets Factbook. International Finance Corporation, Washington.

Близкий к показателю «капитализация/бухгалтерская стоимость» является разработанный Джеймсом Тобиным коэффициент Кью (Q) – отношение суммы обязательств и акционерного капитала компании к восстановительной стоимости активов. В нашем распоряжении данных по этому коэффициенту не было.

² Отношение цены акции к чистой прибыли в расчете на одну акцию.

средняя величина слабо изменилась за последние 200 лет. Как свидетельствует таблица 2.25, в США дивидендная доходность в прошлом веке была примерно на том же уровне, что и во второй половине нынешнего столетия.

Обычно коэффициент цена/прибыль повышается в период биржевого бума.² Продолжавшийся несколько лет подъем на большинстве развитых рынках привел к повышению коэффициента цена/прибыль до 24-34 и снижению текущей доходности до 1-2%. В США к началу 1998 г. эти показатели достигли экстремальных значений за весь период наблюдений и в целом сохранялись на этом уровне в течение всего 1998 г., а в 1999 г. превзошли их. По другим развитым странам картина, с некоторыми исключениями, в целом та же (табл. 2.5). Это также говорит о чрезмерном разбухании фиктивного капитала, что неизбежно повлечет обвал на рынке акций.

Таким образом приведенные показатели говорят о том, что мировой фондовый рынок стоит на пороге очередного циклического падения, в эпицентре которого окажутся США. Фиктивный капитал слишком сильно оторвался от своей базы - реального капитала.

Динамика фондовых индексов

Наиболее отслеживаемыми показателями рынков акций являются фондовые индексы.³

Какова долгосрочная динамика фондовых индексов? Для сравнительного анализа необходимо привести все фондовые индексы к единой базе и к одной валюте. (табл. 2.6, 2.7).

¹ Отношение дивиденда на акцию к ее цене, в процентах.

² Среди развитых стран в 80-е - 90-е годы показатель цена/прибыль характеризовался самыми высокими значениями в Японии. В конце 80-х годов он доходил здесь до 60, а у некоторых компаний до 200 (!). Сжатие фиктивного капитала, наблюдавшееся в Японии с 1990 г., привело к снижению этого коэффициента, однако за 1993-1994 гг. он снова достиг, а затем и превысил докризисные значения. В 1997 г. произошло его заметное снижение, вызванное падением японского рынка акций. Однако в 1998-1999 гг. он вновь повысился, побив все предыдущие рекорды (более 100 в конце 1998 г.). В России, в период пика, этот показатель достигал в августе - сентябре 1997 г. 12-13, а к сентябрю - октябрю 1998 г. снизился до рекордно низких величин в 1,7 и 2,6 (Emerging Stock Markets Review. October 1998, p.83).

³ О принципах расчета различных индексов см. работу И.В. Добашиной в учебнике «Статистика финансов» под ред. В.И.Салина. М.: Финансы и статистика, 2000; Рубцов Б.Б. Зарубежные фондовые рынки: инструменты, структура, механизм функционирования. М.: Инфра-М, 1996, стр.98-101.

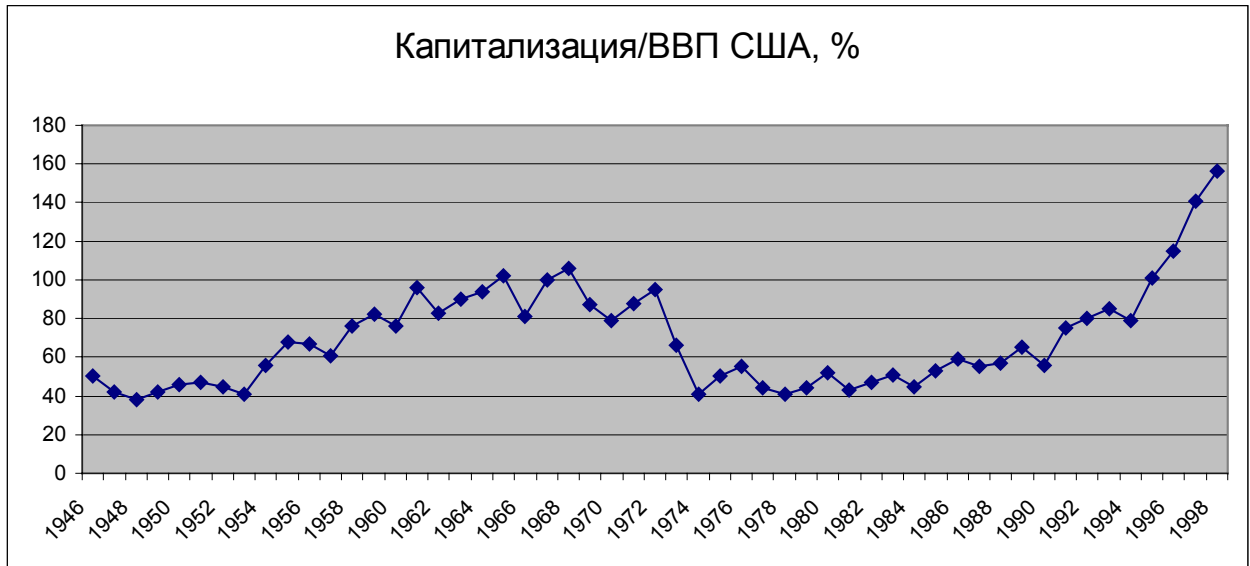
Как свидетельствует таблица 2.6, после кризиса 1929-33 гг. рынок акций смог восстановиться полностью лишь в начале 50-х годов. За 50-е годы мировой индекс увеличился в 3,1 раза, за 60-е - в 1,3 раза, 70-е - в 1,7 раза, 80-е - в 2,9 раза и за 90-е (по 1999 г. включительно) - в 2,7 раза. А в целом за 1929 - 1999 гг. мировой индекс акций увеличился в 68 раз. Однако картина резко меняется, если эти индексы дефлировать, т.е. устранить влияние роста цен (табл. 2.7).

С учетом инфляции рынок акций США за 1929 - 1995 гг. вырос в 3 раза, Англии - в 1,5 раза, Германии - в 6 раз, а Франции и Италии сократился в несколько раз, а в Японии остался на уровне 1929!

Т.е. распространенная благодаря американским учебникам по инвестициям и управлению портфелем ценных бумаг (investment and portfolio management) точка зрения, согласно которой в долгосрочной перспективе акции обеспечивают положительный доход, верна для США, Англии, Австралии, Канады, но это правило отнюдь не универсально. Найдется немало стран, где именно в долгосрочной перспективе реальная стоимость акций сократилась.

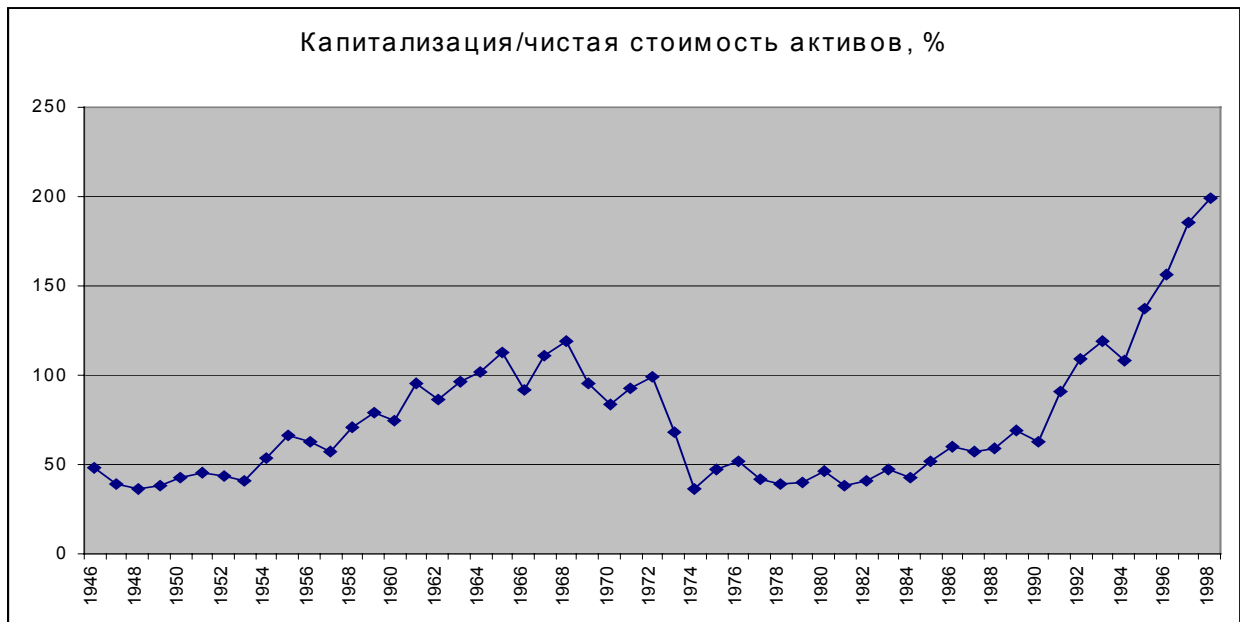
Данный факт представляется нам весьма любопытным и лишний раз свидетельствует о сложности финансового сектора. Если исходить из экономической и правовой сути акции, то она представляет собой “частичку”, “кирпичик” предприятия. Реальная стоимость как самого предприятия, так и его части должна была бы изменяться в среднем теми же темпами, что и вся экономика. В странах, не испытывавших серьезных политических потрясений и последовательно придерживавшихся рыночной ориентации при проведении своей экономической политики (США, Канада, Швейцария, Австралия, Новая Зеландия, Англия) так и происходило. В странах, испытывавших политические потрясения, гиперинфляцию, чрезмерное вмешательство государства в экономику (Япония, Германия, Италия, Франция, Бельгия, Испания) картина иная.

Диаграмма 2.2



Подсчитано по: Flow of Funds Accounts of the United States. Board of Governors of the Federal Reserve System. Washington, D.C., December, 1998, 1999, p.4, 82.

Диаграмма 2.3



Подсчитано по: Flow of Funds Accounts of the United States. Board of Governors of the Federal Reserve System. Washington, D.C., December, 1998, 1999, p.4, 95.

Таблица 2.5
Показатели доходности акций

	Коэффициент цена/прибыль					Текущая доходность, %				
	Начало ряда	Максимум		Средний	Март 2000	Начало ряда	Минимум		Средняя	Март 2000
		Уровень	Год				Уровень	Год		
США	1973	36	1999	16	28	1973	1,1	1999	3,6	1,2
Япония	1973	85	2000	39	81	1973	0,4	1990	1,3	0,6
Германия	1973	27	2000	14	23	1973	1,1	2000	2,7	1,2
Франция	1973	30	1973	13	27	1973	1,6	2000	4,0	1,6
Италия	1973	36	2000	18	36	1986	1,0	1981	2,8	1,3
Великобритания	1970	29	2000	13	28	1980	2,1	2000	4,7	2,1
Канада	1973	43	1999	13	33	1973	1,1	2000	3,3	1,1
Бельгия	1973	29	1973	18	17	1973	1,3	1999	4,0	2,0
Нидерланды	1973	32	2000	12	27	1973	1,7	2000	4,6	1,8
Швейцария	1973	30	1998	13	20	1973	0,9	1998	2,3	1,3

Источник: Bank for International Settlements -70th Annual Report. Basle, 2000, p.107

Даже в странах, демонстрировавших значительный общий рост рынка акций, наблюдались длительные периоды спада, когда лишь дивиденды охраняли инвесторов от потерь. Так, инвесторы в США, купившие акции на пике в 1929 г., должны были бы ждать до 1954 г., чтобы индекс Доу Джонса достиг докризисного максимума (см. диаграмму 2.4а и 2.4б). До 1966 г. индекс Доу-Джонса неуклонно рос, достигнув максимума в 1000 пунктов, затем на долгие 16 лет оставался в диапазоне 800-1000 пунктов (в 1974 г. индекс падал до 570 пунктов). В 1999 г. индекс Доу-Джонса преодолел своеобразный психологический рубеж в 10000 пунктов, а затем и 11000 пунктов.

Большая часть европейских рынков достигла вершины в 1962 г., а затем находилась в депрессии вплоть до начала 80-х годов. В США в период между 1962 и 1982 гг. номинальные цены акций снизились на 20%. В реальном же выражении они снизились на 75%. Иными словами, в реальном выражении падение рынка в 70-е годы оказалось почти таким же глубоким, как в период Великой Депрессии.

Цифра 75% вообще является магической. Как свидетельствуют результаты приводимого выше исследования Брайана Тэйлора, практически во всех странах после двух - трехкратного реального роста рынка наступает период спада (рынок медведей), при котором падение опять же в реальном выражении достигает примерно 75%. Так было в США в период между 1916 и 1922 гг., 1929 и 1932 гг. 1969 и 1982 гг., такая же ситуация наблюдалась и на многих других рынках.

Инфляция наносит сильный удар по рынку акций. Именно в период гиперинфляции в Германии и Японии после мировых войн происходило наиболее сильное реальное сокращение стоимости акций - на 95% и более. И затем требовались десятилетия для того, чтобы рынок мог восстановиться, даже несмотря на интенсивный рост.

Таблица 2.6
Динамика фондовых индексов
в долл. США, 31/12/1969 = 100

	Весь мир	США	Европа	Лат. Америка	Развивающиеся страны Азии	Англия	Германия	Франция	Япония
1929	21	23	37	-	-	49	10	72	166
1932	7	7	17	-	-	21	5	37	100
1950	23	22	18	58	-	29	5	19	4
1951	26	26	22	69	-	29	10	28	6
1952	27	29	23	70	-	31	9	31	14
1953	28	27	26	70	-	37	11	41	14
1954	38	39	37	62	-	48	18	66	13
1955	44	49	41	71	-	50	22	69	17
1956	44	51	39	81	-	45	21	69	22
1957	40	43	38	78	-	44	22	75	19
1958	52	60	47	69	-	59	37	63	27
1959	67	65	72	71	-	85	67	103	35
1960	70	63	84	81	-	81	90	106	57
1961	80	78	90	66	-	79	86	126	61
1962	71	68	78	70	-	77	65	133	57
1963	79	82	81	70	-	85	73	112	51
1964	83	92	79	66	-	77	75	104	51
1965	83	100	73	69	-	82	64	95	59
1966	73	87	62	61	-	73	53	87	60
1967	89	104	78	63	87	83	74	87	53
1968	102	113	93	70	103	114	85	87	73
1969	100	100	100	100	100	100	100	100	100
1970	94	100	87	133	99	92	73	101	83
1971	109	111	107	188	114	140	84	100	138
1972	131	128	120	110	232	145	96	123	279
1973	108	107	106	122	244	98	88	128	244
1974	78	75	78	134	161	44	99	103	203
1975	101	98	107	121	208	90	126	131	228
1976	111	116	95	150	235	73	131	99	272
1977	109	103	111	176	276	116	159	100	323
1978	123	104	131	219	311	127	191	164	491
1979	131	117	142	308	375	144	177	198	436
1980	158	147	153	413	482	197	148	188	541
1981	146	134	129	291	484	169	127	122	559
1982	155	153	129	120	375	174	136	109	528
1983	184	179	151	169	409	193	162	139	673
1984	186	182	147	242	408	194	149	147	742
1985	256	229	254	290	480	279	337	259	1031
1986	357	263	357	324	609	348	448	487	1839
1987	403	268	362	246	862	460	349	415	2680
1988	494	302	408	398	1462	474	394	514	3889
1989	567	384	512	736	2266	543	534	690	4317
1990	462	359	479	731	1478	562	484	631	2843
1991	535	453	526	1668	1644	613	490	674	2860
1992	497	474	488	1756	1690	599	458	677	2177
1993	599	507	616	2727	2761	709	603	828	2530
1994	619	499	620	2902	2689	670	605	740	3138
1995	734	671	733	2682	2367	790	699	806	3080
1996	820	804	861	3121	2891	973	792	964	2663
1997	937	1054	1056	3373	2747	1121	959	1035	1864
1998	1150	1336	1337	2153	2465	1258	1188	1433	1956
1999	1421	1597	1526	3430	3896	1477	1434	1865	2949

Примечания: США - S&P 500, пересчитанный нами с базой (100) за 1969 г.; Латинская Америка и Азия - основные страны; все индексы, за исключением США, начиная с 1969 г. - индексы Morgan Stanley Capital International, за более ранние годы - расчеты Б. Тэйлора. Источник: World Stock Market Indices. Global Financial Data. <http://www.globalfindata.com>

Таблица 2.7

Фондовые индексы с поправкой на инфляцию
31/12/1989 = 100

	1929	1939	1949	1959	1969	1979	1989	1995
США	44,5	31,8	25,3	72,7	87,1	50,2	100	143,4
Япония	40,9	61,4	1,9	11,4	18	21,2	100	46,7
Великобритания	80	52,3	40,4	80,2	81,6	37,3	100	117,9
Германия	17	19	10	63	74,4	36,5	100	105
Франция	116,8	50,2	25,4	84,4	66,4	37,7	100	83,9
Италия	274,8	319,5	81,7	293,2	205,9	32,8	100	63,2
Канада	60,8	47,3	39,2	68,6	97,5	83,5	100	102,8
Австралия	56,7	91,5	81,3	95,1	156,1	67,3	100	111,8
Швейцария	56,6	54,3	55,5	118	118,3	69,8	100	142,4
ЮАР	39,5	57	68,4	38	103,6	64,8	100	153,1
Корея					15	26,9	100	66,5
Индия	45,4	83,7	34,2	36,7	22,5	16,3	100	103,2
Мексика	159,9	110,5	38,8	33,4	23	43,2	100	218,5
Бразилия				16	46,8	36,3	100	106,1

Источник: World Stock Market Indices. Global Financial Data. <http://www.globalfindata.com>

Взаимодействие рынка акций и реального сектора экономики

Как подъем рынка акций и его падение влияют на реальный сектор?

К.Маркс отмечал, что “Поскольку обесценение или повышение стоимости этих бумаг не зависит от движения стоимости действительного капитала, который они представляют, богатство нации после такого обесценения или повышения стоимости остается таким же, каким оно было до него ...нация не стала беднее ни на грош от того, что лопнули эти мыльные пузыри номинального денежного капитала”¹

Представляется, что эта оценка носит несколько упрощенный характер и по сути отрицает обратную связь между реальным и финансовым сектором. Как отмечалось выше, динамика рынка акций в целом совпадает с динамикой экономики в целом, т.е. реального сектора. Первичным является как раз динамика реального сектора. Вместе с тем ситуация на фондовом рынке может оказывать обратное влияние на реальный сектор. Подъем на фондовом

¹ К. Маркс. Капитал т.3, ч.2, Маркс К., Энгельс Ф. Соч., т.25, ч.2, стр. 517.

рынке создает дополнительные возможности для привлечения инвестиционного капитала компаниями путем дополнительного выпуска акций. Кроме того, возможности привлечения банковского кредита также, как правило, зависят от курсовой стоимости акций компании. Т.е. при прочих равных условиях рост рынка акций способствует росту производства.

Падение на фондовом рынке через механизм обратных связей может оказать влияние на реальный сектор точно так же, как подъем способствовал росту производства. Падение цен акций уменьшает возможности для компаний привлекать средства путем нового выпуска акций (данная зависимость очень ярко проявилась в Японии: в конце 80-х, в период максимального подъема японского рынка акций японские корпорации как никогда активно осуществляли новые эмиссии и, наоборот, в 90-е годы объем новых эмиссий уменьшился до ничтожных значений).

Уменьшение богатства, воплощенного в акциях, пусть оно и является чисто бумажным, означает резкое сокращение покупательной способности населения, поскольку в отдельных странах (США, Великобритания в первую очередь) большая часть активов населения, как мы уже отмечали, сосредоточена в акциях (напрямую или через институты коллективного инвестирования, см. также табл. 2.9). Сокращение сбережений заставляет население пересматривать и планы текущего потребления. Иными словами, просматривается прямая связь как на стадии подъема, так и спада.

Способен ли крах на фондовом рынке привести к кризису в реальном секторе? Распространена точка зрения, что Великая депрессия в США началась именно с краха на Нью-Йоркской фондовой бирже в октябре 1929 г. Многие исследователи и в прошлом, и теперь склонны считать, что биржевой кризис 1929 г. явился толчком к началу экономического кризиса. Так ли это?

Обвал на Нью-Йоркской фондовой бирже в октябре 1987 г. в краткосрочном плане был еще больше, чем в 1929 г., однако никаких серьезных последствий для американской экономики не имел. Это никак не отразилось на занятости и на темпах роста, если не считать массовых увольнений персонала в брокерско-дилерских фирмах. Крах 1929 г. явился началом затяжного дальнейшего падения рынка акций, в то время как обвал 1987 г. носил кратковременный характер: рынок восстановился за считанные месяцы.

Обвал 1929 г. на фондовом рынке имел под собой материальную основу - кризис перепроизводства. Признаки наступающего кризиса перепроизводства стали появляться значительно раньше осени 1929 г. Так что крах на Нью-Йоркской фондовой бирже в октябре 1929 г. просто ускорил начало экономического кризиса, при этом он углубил его последствия. Именно крах на фондовом рынке в первую очередь привел к массовым банкротствам американских банков. Ликвидация финансовых активов в результате биржевого краха означает, как мы уже отмечали, резкое уменьшение инвестиционного спроса со стороны частных лиц, что также воздействует на состояние экономики.

В 1987 г. объективных причин экономического кризиса не было. Так что падение на фондовой бирже означало, что лопнул очередной пузырь фиктивного капитала.

Конечно, для конкретного инвестора падение рынка может означать потерю значительной части сбережений, особенно если его средства были потрачены на покупку акций на пике подъема, а продать их требуется в момент спада. Потери этого инвестора еще больше возрастают, если акции покупались в кредит, поскольку, как известно, эффект рычага, столь привлекательный при покупке с использованием заемных средств в условиях роста курсовой стоимости, действует в обратном направлении при понижении курсовой стоимости. Одной из причин стремительного обвала рынка США в 1929 г. как раз и явилось чрезмерное использование заемных средств инвесторами в период,

предшествовавший кризису. Тогда кризис привел к массовым банкротствам брокерских фирм и банков, предоставлявших кредиты на покупку акций.

Потери инвесторов на рынке акций могут подтолкнуть их “перетряхнуть” свои портфели в пользу ценных бумаг, не подверженных таким резким курсовым колебаниям, в первую очередь государственных долговых обязательств, что также косвенно может оттянуть ресурсы из производства.

Почему фондовый кризис 1987 г. (как, впрочем, и другие послевоенные кризисы) практически никак не отразился на экономике? Это связано с несколькими обстоятельствами.

Первая причина заключается, очевидно, в стабилизации капитализма после Второй мировой войны. В современных условиях повторение экономического кризиса 1929 г., с нашей точки зрения, просто невозможно в силу целого ряда обстоятельств, связанных с глубокими структурными изменениями в экономике развитых стран. Иными словами, материальных предпосылок для столь глубокого кризиса просто нет.¹

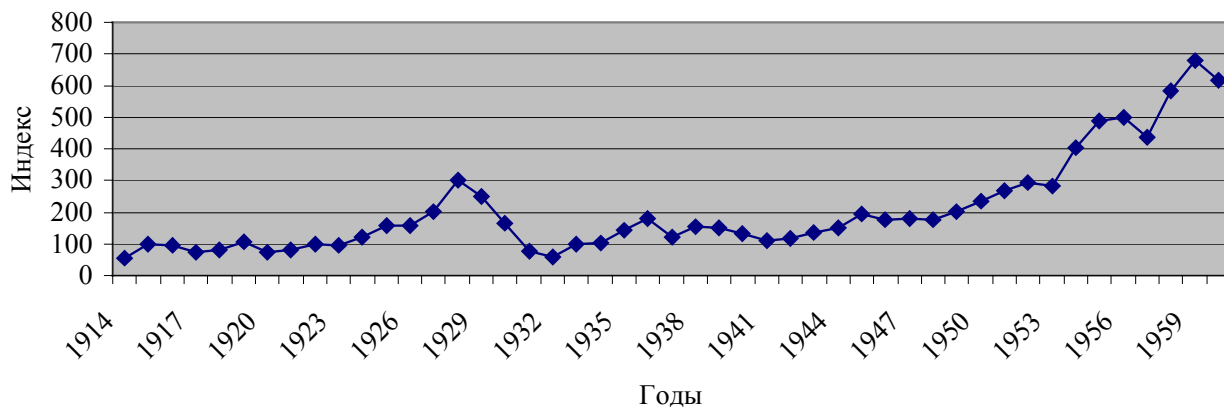
Кроме того, существуют и некоторые специфические факторы. Еще в 30-е годы в США были приняты правила, ограничившие использование заемных средств для покупки акций (и других ценных бумаг). Речь идет прежде всего о “правиле Кью” Федеральной резервной системы (Regulation Q). В последние десятилетия минимальная величина маржевого покрытия в США, т.е. доля собственных средств при покупке акций, не может быть меньше 50%, а, соответственно, заемных средств не может быть больше 50%. Напомним, что в годы, предшествовавшие кризису 1929 г., доля заемных средств порой доходила до 90%.²

В результате уменьшается так называемый эффект рычага или левверидж,

¹ Впрочем, есть и иные точки зрения. Так, американский экономист Рави Батра предсказывает наступление в 2000-2001 г. в США новой Великой Депрессии. См. Экономический анализ - В ожидании шока //Эксперт, 1999 - N35 (198).

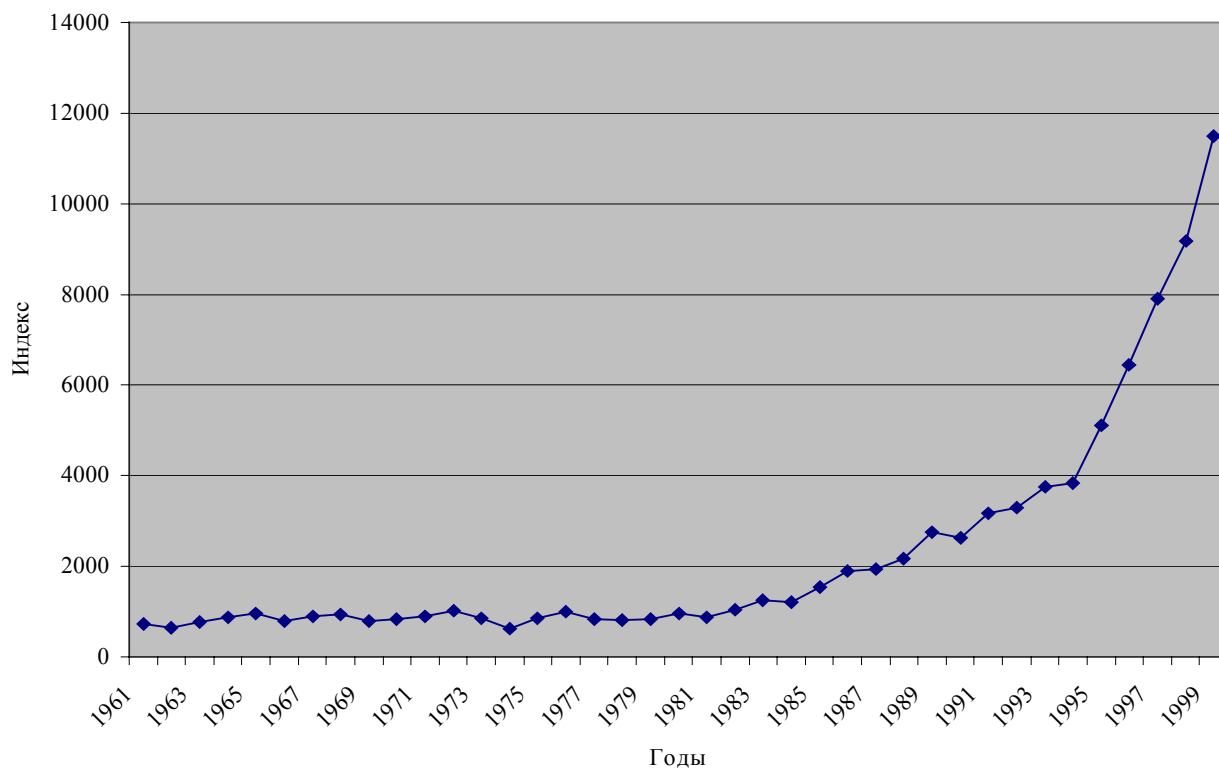
² Данное правило распространяется только на акции и облигации США, список которых устанавливается ФРС, и на регулируемые финансовые институты. Что касается зарубежных ценных бумаг, а также нерегулируемых финансовых учреждений (например, хедж-фондов, о них см. гл.3) то для них этих ограничений нет и левверидж может достигать до 20 и больше.

Диаграмма 2.4 а
Динамика индекса Доу-Джонса (1914-1960)



Примечание: значение индекса на конец года

Диаграмма 2.4 б
Динамика индекса Доу-Джонса (1961-1999)



который позволяет как увеличить норму прибыли при росте рынка, так и в той же пропорции увеличивает потери. Рычаг при марже (доле собственных средств) в 50% составляет 2, при 10% - 9.

Значительная доля акций (в США 50%, в других странах до 80% - см. ниже) находится в настоящее время у институциональных инвесторов (в 30-е годы большая часть - у индивидуальных), для которых падение рынка не является столь катастрофичным, как для индивидуальных инвесторов благодаря более диверсифицированным портфелям ценных бумаг. Да и сам рынок стал прозрачным и регулируемым. История развития акционерного капитала в XVIII-XIX вв. знает немало примеров “строительства финансовых пирамид”, создаваемых путем прямого обмана инвесторов. Немало таких случаев было и в 20-е годы XX в. В настоящее время в развитых странах возможности создания “пирамид” путем привлечения большого числа инвесторов просто не существуют (во всяком случае на организованном рынке ценных бумаг). Это также снижает негативные последствия фондового кризиса.

Степень развитости акционерного капитала

Показатель доли капитализации в ВВП часто используют для сравнительной характеристики степени развитости акционерного капитала в экономике той или иной страны. Данные приводившейся выше таблицы 2.4 свидетельствуют о том, что акционерный капитал больше развит в странах, унаследовавших английские нормы права (США, Канада, Австралия, ЮАР, Сингапур) или в странах, испытавших после Второй мировой войны сильное влияние США (Япония, Тайвань).

В ведущих странах континентальной Европы доля курсовой стоимости акций в ВВП в два-три раза ниже, чем в США, Англии и Канаде. Это связано с тем, что выпуск акций играет здесь меньшую роль в обеспечении промышленных предприятий финансовыми ресурсами (см. также раздел 2.2). В Европе значительно большую роль в обеспечении промышленных предприятий

долгосрочным капиталом традиционно играют банки, предоставляющие последним долгосрочные ссуды.

Показатель капитализация/ВВП не является мерилем степени развитости экономики. Например, этот показатель в Великобритании значительно выше, чем в ФРГ или Франции, однако, экономика ФРГ и Франции более эффективна, чем экономика Великобритании (о чем свидетельствуют наиболее важные показатели - ВВП на душу населения, производительность труда). Показатель капитализация/ВВП в первую очередь говорит о национальных особенностях привлечения капитала предприятиями.

Тем не менее, даже в Германии многие экономисты считают, что менее развитый рынок акций в Германии по сравнению с англосаксонскими странами является недостатком ее финансовой системы. Иными словами, развитый рынок акций рассматривается как фактор, повышающий конкурентоспособность экономики (см. также ниже о концепции “стоимости акционерного капитала” *shareholder value*). Не случайно в 90-е годы даже на правительственном уровне в Германии принимаются шаги по стимулированию развития рынка акций в этой стране.

А в финансовой системе Франции в 80-90е годы очень быстро происходят изменения, позволяющие говорить о том, что она постепенно отходит от континентальной модели, опирающейся преимущественно на банки, и переходит к англосаксонской модели с опорой на рынок ценных бумаг (в англоязычной литературе эти модели определяются как *bank-based* и *market-based systems*), см. ниже.

Структура собственности на акционерный капитал

Как правило, чем шире база владельцев акций, тем выше степень развития акционерной собственности. Из крупных развитых рынков наиболее демократичная структура собственности на акции сохраняется в США. Здесь примерно половина всего акционерного капитала принадлежит непосредственно физическим лицам (см. табл. 2.8). И хотя их доля постепенно сокращается за

счет институциональных инвесторов (см. параграф 3.2) все равно база остается достаточно широкой и по относительной (не говоря об абсолютной) доле акционеров - физических лиц США не знает себе равных.

Относительно высокая демократизация акционерного капитала в США отражается и в высокой (по сравнению с другими странами) доле акций в структуре ликвидных активов населения (см. табл. 2.9). На акции корпораций и акции взаимных фондов (инвестиционных компаний), вкладывающих средства в акции и облигации, приходится примерно 56% ликвидных активов населения, что вдвое больше, чем находится на счетах в банках.

Широкая акционерная база характерна и для Великобритании. В этой стране примерно 10 млн. человек являются акционерами, что в три раза больше, чем в 1983 г. При этом, однако, их доля заметно сократилась: с 37,5% в 1975 г. до 21% в 1996 г. Из оставшихся 79% большая часть приходится на институциональных инвесторов, 9% акций принадлежат иностранным владельцам.

В Германии и Японии основными владельцами акций выступают юридические лица - нефинансовые компании и банки. Для этих стран в наибольшей мере характерно перекрестное владение акциями.

Таблица 2.8

Структура собственности в современных корпорациях, %, конец 1996 г.

	США	Япония	Германия	Франция	Великобритания	Швеция	Австралия
Финансовые учреждения	46	42	30	30	68	30	37
Банки	6	15	10	7	1	1	3
Страховые компании и пенсионные фонды	28	12	12	9	50	14	25
Инвестиционные фонды	12	..	8	11	8	15	..
Прочие финансовые учреждения	1	15*	-	3	9	-	9
Нефинансовые учреждения	-	27	42	19	1	11	11
Государственные органы	-	1	4	2	1	8	-
Население	49	20	15	23	21	19	20
Иностранные инвесторы	5	11	9	25	9	32	32
Всего	100	100	100	100	100	100	100

*Включая пенсионные и инвестиционные фонды.

Источник: Financial Market Trends N69. February 1998, p.16.

Таблица 2.9
США: структура ликвидных активов населения *

	1970	1980	1992	1998
Всего, млрд. долл.	1453	3115	8164	14971
Из них, %				
депозиты в банках	37,4	48,6	35,4	24,3
акции корпораций	47,0	35,7	31,1	42,3
облигации федерального правительства	6,9	7,7	11,0	4,6
акции взаимных фондов	3,1	1,7	8,0	16,7
муниципальные облигации	3,2	3,3	7,3	3,2
взаимные фонды денежного рынка	-	2,1	5,7	5,0
облигации корпораций	2,3	1,0	1,6	3,9

*Ликвидные активы – более узкое понятие, чем финансовые активы; не включают, в частности, накопления в страховых компаниях и пенсионных фондах.

Подсчитано по: Market 2000. An Examination of Current Equity Market Development. SEC, Washington, 1994, exhibit 2; Flow of Funds Accounts of the United States 1991-1998. Board of Governors of the Federal Reserve System. Washington, D.C., 1999, p. 53.

Но если для Германии подобное положение было характерно еще до Второй мировой войны, то в Японии современная структура собственности сложилась относительно недавно - в 60-70-е годы. После Второй мировой войны, когда при непосредственном участии американской администрации было проведено раздробление довоенных японских дзайбацу, большая часть акций (более 70%) оказалась в руках мелких собственников - физических лиц. Но постепенно мелкие пакеты были проданы ими и оказались в собственности корпораций.¹

Различия в структуре собственности на акционерный капитал отражаются и на системе контроля над компаниями (модели корпоративного контроля). Модели корпоративной собственности и контроля, существующие в той или иной стране, определяются в специальной литературе как инсайдерская и аутсайдерская (insider, outsider)²

¹ См. Рубцов Б.Б. Зарубежные фондовые рынки: инструменты, структура, механизм функционирования. М., 1996, стр.177-179.

² См., например Financial Market Trends N69. February 1998, p.15-18

Таблица 2.10

Доля населения, имеющего акции, в общей численности населения (середина 90-х годов)

Германия	5,4%
Япония	9,0%
Франция	10,1%
Великобритания	17,5%
США	21,1%
Швеция	35,3%

Источник: Материалы Немецкого института акций (Deutsches Aktieninstitut)

Таблица 2.11

Структура финансовых активов населения ФРГ

Активы	1990	1998
Всего млрд. марок	3198	5683
Из них %		
Средства в банках и др. кредитных учреждениях	48	36
Акции	6	9
Облигации	14	13
Инструменты институтов коллективного инвестирования	4	9
Прочие (в т.ч. вложения в страховые компании)	28	33

Источник: Deutsche Bundesbank Financial Accounts 1990-1998. Frankfurt/M, July 1999, p.46,47

Инсайдерскую¹ модель можно найти во многих странах ОЭСР (Япония, Германия, Нидерланды, Швейцария, Швеция), как впрочем, и в большинстве стран мира. Для этой системы характерны крупные пакеты акций, широкое распространение взаимного (перекрестного) владения акциями.

Одна из характерных особенностей инсайдерских групп заключается в том, что они относительно невелики, а их члены хорошо знают друг друга. Инсайдеры имеют возможность четко контролировать деятельность корпоративного менеджмента. В таких системах инсайдеры всегда могут

¹ В данном случае термин “инсайдер” применяется в ином значении, нежели в законодательстве по ценным бумагам (см. главу 5).

проводить политику в своих собственных интересах, без оглядки на интересы мелких акционеров.

В ряде европейских стран, в первую очередь в Германии, а также в Японии, основное влияние среди инсайдеров играют банки.

В Корее и некоторых других азиатских странах, где существуют промышленные конгломераты (чаеболы), лидирующую роль в корпоративном управлении играют семьи основателей и государство. Банки в целом играют подчиненную роль. Для Кореи характерна очень тесная связь между промышленными конгломератами, банками и правительством.

В странах с высокой концентрацией собственности изначально сильные позиции менеджмента усиливаются и за счет других факторов. Например, в некоторых странах законодательство предусматривает, что банки, хранящие акции от имени инвесторов, обязаны голосовать в пользу управляющих, если у них нет письменных инструкций голосовать иначе¹. Законы, существующая практика, да и просто высокая концентрация собственности делает враждебное поглощение невозможным.

Аутсайдерская система, или основанная на регулировании фондовым рынком (market-based system) существует прежде всего в США, Великобритании и других англосаксонских странах и характеризуется тем, что собственность акционерных компаний принадлежит широкой группе индивидуальных и институциональных собственников.

В аутсайдерской системе имеются специфические механизмы защиты интересов мелких акционеров. Во-первых, здесь лучше поставлена система раскрытия информации. Во-вторых, при более атомизированной структуре собственности ликвидность рынка выше. Инвесторам легче продать свои акции, если они считают, что ущемляются их интересы. Продажа акций приводит к падению цены, что может отразиться на менеджменте, поскольку стоимость заимствования на рынке капиталов, в частности банковское кредитование,

¹ Financial Market Trends N69. February 1998, p.19.

зачастую привязано к стоимости акций, деятельность управляющих также оценивается по этому показателю и, наконец, падение цены делает компанию привлекательным объектом для враждебного поглощения, которое сопровождается заменой менеджмента.

Споры о том, какая модель более эффективна, идут многие годы. Сторонники инсайдерской системы говорят о том, что она позволяет более успешно проводить долгосрочную политику без оглядки на сиюминутные интересы (высокие дивиденды), собственники имеют больший контроль над управляющими и т.п.¹

Однако в последнее время в целом и инвесторы, и аналитики все больше отдают предпочтение аутсайдерской системе. Многие исследователи пришли к заключению, что инсайдерские системы, успешно работающие на ранних этапах промышленного развития, плохо адаптируются к потребностям современного этапа НТП. Они оказываются менее гибкими и хуже реагируют на рыночные сигналы. Что касается обвинений в ориентировании на краткосрочные цели, компании США и Великобритании демонстрируют комплексный учет и краткосрочных, и долгосрочных целей.

В 1998 г. ОЭСР приняла эталонные принципы корпоративного управления (OECD Principles of Corporate Governance), которые в целом основаны на англо-американской модели.

Повсеместно распространяется концепция “стоимости акционерного капитала - САК” (shareholder value) или, проще, курсовой стоимости акции как основного мерила оценки эффективности управляющих. Эта концепция, появившаяся в англоязычных странах в 1980-е годы, в настоящее время все шире распространяется в континентальных европейских странах.

¹ Мишель Альбер, используя, правда, более глобальные характеристики, нежели только структура собственности, говорит о двух моделях капитализма – рейнской и неоамериканской, отдавая предпочтение первой. См. Альбер М. Капитализм против капитализма. Пер. с фр. М.: «Экономическая школа», Санкт-Петербургский Университет экономики и финансов, Высшая школа экономики. Санкт-Петербург, 1998.

Правительства во многих странах ОЭСР предпринимают шаги по развитию “акционерной культуры” (equity culture). Примером является Германия - страна с традиционной опорой на банковский сектор, в которой в 1994-1998 гг. было принято несколько законов, призванных, в частности, повысить роль акционерного капитала.

В европейских континентальных странах в 90-е годы проводились массовые приватизации путем продажи акций. Опять же, чтобы сделать их привлекательными и привлечь иностранных инвесторов, эти страны вынуждены внедрять ценности акционерной культуры.¹

Право на голосование

Важнейшим средством контроля и воздействия на управляющих со стороны инвесторов является реализация их прав на голосование.

В континентальных европейских странах с инсайдерскими моделями довольно распространена практика ограничения прав мелких акционеров. Сюда относятся и дополнительные голоса для определенных категорий акционеров, выпуск неголосующих акций. В некоторых странах, как отмечалось выше, законодательство обязывает банки или иных хранителей акций голосовать за менеджеров. Кроме того, предъявительские акции, распространенные в Европе, затрудняют для инвестора реализацию его прав на голосование. Другие ограничения включают запрет на заочное голосование путем отсылки бюллетеней на голосование (проху voting) или требование личного присутствия на собрании.

В аутсайдерских моделях (англо-американских) права на голосование защищены лучше. В 90-е годы в странах с инсайдерскими моделями осуществляются шаги по расширению прав акционеров на голосование. В

¹ Единой точки зрения по вопросу об измерении САК не существует (чаще всего используется метод дисконтирования будущего потока платежей). Тем не менее сама концепция САК означает, что менеджмент обеспечивает акционерам доход в виде дивидендов и прироста курсовой стоимости, адекватный затратам их капитала. Просто получение чистой прибыли недостаточно. Доход, не покрывающий стоимости капитала (cost of capital), означает уменьшение капитала для инвесторов. Компании, не платящие достаточных дивидендов или демонстрирующие низкий коэффициент цена/бухгалтерская стоимость, считаются плохо выполняющими обязанности перед акционерами.

частности, именно для этого в Германии с 1999 г. осуществляется переход от предъявительских акций к именованным (см. также главу 6).

Слияния и поглощения

Враждебные поглощения происходят главным образом в США, Великобритании, Австралии и немного во Франции. В аутсайдерских системах при падении цены акции компании возникает возможность скупки ее акций у акционеров корпоративным пиратом (corporate raider), который может попытаться либо сменить менеджмент, либо провести реструктуризацию, продав компанию по частям. Даже в англоязычных странах многие компании используют разнообразные разрешенные законом и подзаконными актами положения, препятствующие проведению враждебных поглощений (“отравленные пилюли”, “гринмэйл” и т.п.).

Большая часть поглощений, происходящих в прочих странах, относится к разряду “дружественных”, поскольку структура акционерной собственности и действующее законодательство затрудняют враждебные поглощения. Однако и институциональные инвесторы, и фондовые биржи начинают выражать обеспокоенность тем, что как и ограничения прав на голосование, так и механизмы, предотвращающие возможность поглощения, препятствуют развитию рынка.¹

Тем не менее, в последние годы слияния и поглощения происходят во всех странах ОЭСР очень активно. При этом в 90-е годы слияния в меньшей степени связаны с реструктуризацией, нежели с действительным желанием достигнуть экономии на масштабах производства. Современные поглощения в меньшей степени опираются на заемные средства и в большей - на обмен акциями или на использование финансовых средств, полученных в процессе нормальной деятельности.

¹ Financial Market Trends N69. February 1998, p.32.

Проблема структуры собственности имеет еще один очень интересный аспект, связанный с вопросами реального контроля в современных корпорациях. И хотя эти вопросы непосредственно не входят в задачи настоящего исследования, о них нельзя не упомянуть.

Выход в свет в 1932 г. книги американских экономистов Адольфа Берли и Гардинера Минза “Современная корпорация и частная собственность”¹ положил начало новому направлению в экономических исследованиях. Основная идея книги заключалась в утверждении, что с 20-30-х годов в крупных компаниях происходит отделение собственности от контроля. Управляющие (менеджеры), не являясь собственниками, реально контролируют крупные корпорации; произошла “революция управляющих”.

Данная книга породила множество исследований. Одно из наиболее известных принадлежит, вероятно, Д.К. Гэлбрейту – “Новое индустриальное общество”.² Основные выводы автора в целом совпадают с выводами Берли и Минза.

В 90-е годы проблеме собственности и контроля вновь стали уделять повышенное внимание в рамках более общих вопросов, связанных с корпоративным управлением (corporate governance). Американские экономисты La Porta R., Lopes de Silanes F., Shleifer A., Vishny R. в ряде работ подвели своеобразный итог многочисленным исследованиям последних лет в этой области.³

Исследовав структуру собственности 540 крупнейших акционерных компаний 27 наиболее развитых стран мира (по 20 компаний из каждой) и опираясь на достаточно жесткий критерий контроля как обладания не менее чем 20% голосующих акций компании (напрямую или через другие компании), авторы пришли к выводу, что в 36% из них собственность распылена (widely-

¹ Berle A., Means G. The Modern Corporation and Private Property. N.Y., 1932.

² Galbraith J.K. The New Industrial State. Boston, 1967. Обзор литературы по данному вопросу дан, например в работе: La Porta R., Lopes de Silanes F., Shleifer A. Corporate Ownership around the World. NBER Working Paper 6625. Cambridge, Mas., June 1998.

³ См., например, цит. выше работу, а также Shleifer A., Vishny R. A Survey of Corporate Governance // Journal of Finance, 1997, Vol. 52.

held), т.е. доминирующий собственник отсутствует, в 30% контроль принадлежит семье, в 18% контроль принадлежит государству и в остальных случаях контроль принадлежит корпоративным собственникам.

В то же время правда и то, что все 20 крупнейших компаний в Англии, 18 из 20 в Японии и 16 из 20 в США являются widely-held, в то время как таковых компаний просто не оказалось в Бельгии, Греции, Португалии, Австрии, Аргентине и Израиле.¹

При понижении планки критерия контроля до 10% “рассеянный” контроль наблюдался у 24% компаний, семейный в 35% случаев, государственный – в 20%. При этом в Англии 90% компаний являются widely-held, в США 80%, в Японии 50%.

Для средних по размеру фирм доля компаний, контролируемых семьями, составляет 45% (при критерии контроля в 20%), но в Англии и США опять же преобладает “рассеянная собственность”.

В большинстве случаев семьи принимают участие в управлении компанией.

Хотя во многих странах разрешен выпуск обыкновенных акций разных классов (ограничивающих право голоса или, наоборот, многоголосых) как показывает проведенный анализ, этот способ усиления контроля используется редко. Главная причина того, что контролирующие группы имеют больший контроль, чем доля в капитале, заключается в пирамидальной структуре собственности (системе холдингов).

Банковский контроль относительно редкое явление за исключением Германии, Бельгии и Японии. В то же время в Германии в самих банках наблюдается перекрестная система собственности без выраженного центра контроля.

¹ La Porta R., Lopes de Silanes F., Shleifer A. Corporate Ownership around the World. NBER Working Paper 6625. Cambridge, Mas., June 1998, p.19.

Выводы Берли и Минза справедливы для небольшой группы промышленно-развитых стран с обычным правом (common law), в первую очередь США и Великобритании, причем только для крупнейших корпораций. В остальных же промышленно-развитых странах, а тем более в развивающихся, ситуация совершенно иная.

Диверсифицированная, размытая структура собственности имеет место в крупнейших компаниях англо-саксонских стран, где традиционно наиболее эффективно защищаются права акционеров (в первую очередь речь идет о мелких акционерах – minority shareholders). В остальных странах, особенно в тех, где плохо защищены права акционеров, анализ свидетельствует о наличии крупных собственников, образующих центры контроля. Иногда это государство, но чаще семьи, как правило, основателей компании. Очень часто степень контроля над компанией у этих собственников выше, чем доля принадлежащего им капитала благодаря использованию различных схем (многоголосые акции, пирамидальные структуры собственности и т.п.) При наличии крупного собственника, имеющего одновременно контроль над компанией, его интересы расходятся с интересами мелких акционеров.

В странах, где лучше защищены права акционеров, где законодательство препятствует экспроприации мелких акционеров, инвесторы готовы платить больше за акции и, соответственно, владельцы крупных пакетов больше склонны продавать свои акции, что, в свою очередь, приводит к уменьшению концентрации собственности. Как следствие, в этих странах рынки акций более объемные, а стоимость компаний выше. И наоборот, в странах, где права акционеров защищены хуже, рынки акций меньше и капитализация компаний ниже. Так, по капитализации компании Франции, Италии или Германии заметно меньше, чем аналогичные компании США или Великобритании. Благодаря этому британские компании оказались в выгодном положении на рынке слияний и поглощений в ЕС, получив возможность покупать крупные

континентальные фирмы.¹ Германская модель банковского контроля также встречается довольно редко (помимо Германии, также в Японии).

В России обобщающая статистика собственности на акционерные компании на общегосударственном уровне отсутствует. Тем не менее, есть результаты отдельных обследований, которые позволяют нарисовать объективную картину.² Вопрос о структуре собственности в России в связи с правами акционеров стал предметом обстоятельного изучения в 1999 г. При участии ОЭСР, Агентства США по международному развитию, Всемирного банка 31 мая - 2 июня в Москве была проведена конференция по вопросам корпоративного управления в России. В октябре состоялась конференция “Защита прав акционеров в российском бизнесе”, организованная журналом “Эксперт”, Финансовой Академией и ИМЭМО РАН.

Таблица 2.12

Доля отдельных групп собственников в акционерных капиталах, %

Страна	Менеджеры		Персонал		Государство		Внешние отеч. Инвесторы		Внешние иностр. инвесторы		Физ. лица, не явл. персоналом	
	1995	1997	1995	1997	1995	1997	1995	1997	1995	1997	1995	1997
Россия	25,4	36,3	26,0	23,3	23,5	14,7	23,4	21,5	1,6	3,8	0,1	0,4
Украина	14,6	46,2	23,6	15,3	42,6	15,4	18,9	17,7	0,3	0,9	0,2	4,5
Казахстан	23,1	29,4	10,7	8,2	34,8	16,1	23,6	30,2	4,4	6,8	3,4	9,3

Источник: Цит. по: Миркин Я.М. Материалы к научно-практической конференции “Защита прав акционеров в российском бизнесе”, организованной журналом “Эксперт”, Финансовой академией при Правительстве РФ, ИМЭМО РАН. Октябрь, 1999, стр.21, 30.

На последней отмечалось, что “в России сформировалась структура акционерного капитала, в которой очень значительную и растущую долю занимают контрольные или крупные пакеты акций. Оптовая структура акционерного капитала делает невозможным создание массового ликвидного

¹ Для примера можно назвать наделавшее много шума в Германии в ноябре-декабре 1999 г. предложение о покупке германского концерна Маннесман английской компанией Водафон (правда, так и не состоявшееся).

² См., например, Радыгин А. Собственность и контроль в российской промышленности. М.: Материалы Конференции “Корпоративное управление в России” (Москва, 31 мая - 2 июня 1999 г.), организованной ОЭСР, Агентством США по международному развитию, Всемирным банком. Радыгин А.Д., Энтов Р.М. Институциональные проблемы развития корпоративного сектора: собственность, контроль, рынок ценных бумаг. М.: Институт экономики переходного периода, 1999. Djankov S. Ownership Structure and Enterprise Restructuring in Six Newly Independent States. Washington: World Bank. Policy Research Working Paper 2047, 1999. Большое количество работ по структуре собственности в странах с формирующимися рынками было подготовлено в 1995-1999 гг. во Всемирном Банке (см. публикации на сайте <http://www.worldbank.org>).

рынка акций”¹. Вдобавок существующая практика такова, что российские акционерные общества остаются очень непрозрачными организациями, что также ограничивает права мелких акционеров. Иными словами, в России сложилась инсайдерская модель корпоративного контроля.²

В этой ситуации больше негативного, чем позитивного. Подобная система препятствует притоку сбережений населения на рынок акций. В условиях, когда после августовского кризиса 1998 г. возможности привлечения иностранных инвестиций отсутствуют или очень ограничены, как нельзя более актуальными становятся вопросы мобилизации внутренних ресурсов. Однако, чтобы население вкладывало средства в акции российских предприятий, надо прежде всего обеспечить их прозрачность и гарантии акционерам.³

2.1.3 Долговые инструменты

Как отмечалось в начале раздела 2.1, соотношение между акциями и долговыми бумагами составляло во второй половине 90-х годов по всему миру пропорцию 2:3. При этом, как уже отмечалось, ситуация второй половины 90-х годов является в своем роде исключительной, характеризующейся небывалым ростом капитализации рынка акций. В “нормальных” условиях пропорции будут иными - еще больше в пользу долговых инструментов. То же самое можно сказать и о торговых оборотах. Для сравнения: в 1998-1999 гг. оборот торговли акциями в США составлял примерно 40-50 млрд. долл. в день, в то время как оборот торговли только государственными долговыми обязательствами – 180-200 млрд. долл. Иными словами, по своим масштабам рынок долговых инструментов (главным образом облигаций) заметно превосходит рынок акций.

¹ Миркин Я.М. Материалы к научно практической конференции “Защита прав акционеров в российском бизнесе”, организованной журналом “Эксперт”, Финансовой академией при Правительстве РФ, ИМЭМО РАН. Октябрь, 1999, стр.30.

² См. также Корпоративное управление в переходных экономиках: инсайдерский контроль и роль банков. Под ред. Аоки М., Кима М. Пер. с англ. Спб.: Лениздат, 1997.

³ О том, какие шаги должны быть предприняты для достижения этих целей, см. материалы к указанной выше научно-практической конференции.

Отчего же внимание как исследователей, так и журналистов, освещающих финансовые вопросы, приковано в первую очередь к рынку акций? Ответ, вероятно, заключается в том, что сам по себе этот рынок достаточно стабилен, здесь почти не бывает драматических изменений стоимости долговых инструментов (по крайней мере на развитых рынках). Колебания стоимости фиктивного капитала, воплощенного в облигациях, зависят от текущих изменений процентных ставок, которые, как уже отмечалось, относительно стабильны. В любом случае годовые колебания цен облигаций могут составлять на развитых рынках 5-15%, но не 50-70% как на рынке акций (мы говорим о рынке в целом, а не о конкретных бумагах). Случаи дефолта эмитента на развитых рынках относительно редки. Средний показатель волатильности облигаций американских эмитентов (стандартная девиация) в два-три раза ниже, чем для акций.

Таблица 2.13

Задолженность по ценным бумагам, млрд. долл., конец года

	1990	1995	1998	1999
Все эмитенты	17987	27719	33062	36312
В процентах от ВВП	79,9	96,3	113,0	120,1
Частные эмитенты	7543	10989	14264	16967
В процентах от ВВП	33,5	38,2	48,7	56,1

Рассчитано по: BIS Statistical Annex: Numeric Spreadsheets - Historical Time Series; World Bank Database (www.bis.org).

Конечно, иная ситуация на “формирующихся” рынках, самый яркий пример демонстрирует Россия. Финансовый кризис в России, кульминацией которого стало объявление о трехмесячном моратории на выплату долгов по государственным ценным бумагам, сопровождался полным крахом рынка государственных облигаций. Курсовая стоимость российских облигаций снизилась в несколько раз. Однако доля “формирующихся рынков”, в том числе России, в совокупном объеме рынка облигаций еще меньше, чем их доля на

рынке акций (в 1998 г. доля всех формирующихся рынков примерно 6%, России - 0,12%) - см. табл. 2.14. Так что в масштабах мирового фондового рынка, события, происходящие здесь, как бы ни были они драматическими для жителей этих стран, оказывают ограниченное воздействие на финансовую систему развитых стран, а именно они количественно доминируют на мировом рынке (подробнее о механизмах этого воздействия см. главу 5). Другое дело, что крах на одном из формирующихся рынков способен вызвать крах и на других рынках этой же группы.

Как свидетельствуют проведенные нами расчеты (см. таблицу 2.13), задолженность по долговым бумагам, как и капитализация акций, растет также более высокими темпами, чем ВВП. За 1990-1999 гг. соотношение между общей мировой задолженностью по ценным бумагам и ВВП выросло с 80% до 120%. Рост происходил не только за счет заметного повышения эмиссионной активности государства, но и частного сектора. Соотношение между частной задолженностью и мировым ВВП повысилось за тот же период с 34 до 56%.

В приложении 7 приведены данные по общей задолженности по долговым ценным бумагам. Большую часть (88%) долговых ценных бумаг составляют инструменты, размещенные на внутреннем рынке. Оставшиеся 12% - ценные бумаги, размещенные на зарубежных рынках (евробумаги и т.наз. зарубежные облигации, подробнее см. главу 5). Из крупных стран лишь в Мексике большая часть задолженности по ценным бумагам приходилась на инструменты, размещенные на внешних рынках.

Если рассматривать структуру задолженности по группам стран (развитые и формирующиеся), то у последней можно отметить заметно большую ориентацию на внешние источники финансирования, что, впрочем, естественно: чем беднее страна, тем меньше у нее возможностей использовать внутренние источники накопления.

76% всей задолженности приходится на пять ведущих промышленно-развитых стран: США, Японию, Германию, Францию, Великобританию. Т.е.

картина примерно такая же, как и в случае с рынком акций: пять первых мест в списке крупнейших занимают пять ведущих стран ОЭСР.

Сравнение задолженности по ценным бумагам с ВВП (табл. 2.15) свидетельствует о том, что относительный уровень задолженности по развитым странам находится в диапазоне от 87% (Великобритания) до 171% (США). Для формирующихся рынков соответствующий показатель значительно ниже, что связано с тем обстоятельством, что общей особенностью стран с формирующимися рынками является опора преимущественно на банковский кредит, а не на рынок ценных бумаг (подробнее см. раздел 2.2).

Таблица 2.14

Доля отдельных стран в совокупной мировой задолженности по ценным бумагам, %

	1998	1999
Весь мир	100	100
США	44	46
Япония	16	18
Германия	8	7
Франция	5	4
Великобритания	4	4
Прочие развитые	17	15
Формирующиеся рынки	6	6
в т.ч. Россия	0,12	0,11

Таблица 2.15

Отношение задолженности по ценным бумагам к ВВП, %

Страна	1997	1998	1999
Великобритания	84	87	99
Германия	101	116	118
Италия	137	143	130
США	167	171	186
Франция	95	104	97
Япония	113	137	157
Аргентина	34	43	49
Бразилия	44	56	57
Китай	16	22	21
Корея	40	91	79
Мексика	22	22	27
Россия	18	9	17

Турция	29	26	32
--------	----	----	----

95% задолженности приходится на облигации (долгосрочные, среднесрочные и краткосрочные), небольшая часть - на депозитные сертификаты и коммерческие бумаги, доля которых, однако, не превышает в целом 5% (лишь в США она выше - 9%).

Соотношение между частными и государственными долговыми бумагами примерно одинаковое в обеих группах: 40:60, однако за этими цифрами могут скрываться заметные отличия в конкретных странах. Так, в Германии и Швейцарии и отчасти в Великобритании в структуре задолженности заметно преобладает частный сектор, та же ситуация характерна для Кореи, Малайзии и Таиланда.

В странах с “переходной” экономикой в целом преобладание государственного сектора в структуре задолженности еще больше, чем в среднем по группе “формирующихся рынков” (см. также раздел 2.2).

2.1.4 Векселя и коммерческие бумаги

Одной из особенностей недавней российской истории развития финансового рынка являлся бурный рост вексельного обращения. Причины этого явления в России разнообразны, но его анализ не входит в наши задачи. Насколько велики вексельные рынки в других странах?

Вексель традиционно является инструментом коммерческого кредита. Причем как инструмент коммерческого кредита повсеместно используется почти исключительно переводной вексель (bill of exchange, lettre de change, wechsel).

Значение векселя как инструмента финансирования на развитых рынках в современных условиях очень невелико. Вексель - инструмент ранних стадий развития капитализма, в основном XIX в.¹ Объемы вексельных рынков там, где они еще сохранились, крайне невелики и в большинстве случаев сокращаются.

¹ Чрезвычайно активно вексель использовался в XIX в. См., например, К. Маркс Капитал, т. 3 .

В монографии английского исследователя Д.Уилсона¹, специалиста по сравнительному анализу финансовых систем различных стран, приводятся сведения о денежных рынках дюжины стран, включая семь крупнейших - США, Японии, Великобритании, ФРГ, Франции, Италии, Канады, а также Австралии, ЮАР, Индии, Сингапура. Из крупных стран заметную роль рынок переводных векселей (в форме банковских акцептов) сохраняет лишь в Великобритании и, но уже в меньшей степени, в странах Содружества (Канада, Австралия, Индия). В США рынок переводных векселей (в форме банковских акцептов) в последние десятилетия из года в год сокращается. В остальных странах он либо полностью прекратил существование (Италия), либо, по свидетельству автора, играет ничтожную роль.

Единственная форма переводного векселя, достаточно широко используемая в Великобритании, США и в Канаде - т.наз. банковские акцепты. Банковский акцепт - это переводной вексель или тратта (bill of exchange, draft), выписанный на банк и акцептованный им. После того как банк акцептовал тратту, она может быть продана на рынке. Основная сфера применения банковских акцептов - внешняя торговля.

Таблица 2.16

Задолженность по коммерческим бумагам и банковским акцептам в США, конец года, млрд.долл.

	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999
Коммерческие бумаги	529	546	555	595	678	779	959	1161	1394
Банковские акцепты	38	34	26	23	23	24	21	12	нд

Источник: Federal Reserve Bulletin; Flow of Funds Accounts of the United States 1991-1998. Board of Governors of the Federal Reserve System. Washington, D.C., 1999, p. 78.

Акцептное финансирование может осуществляться при поставке товаров внутри США, однако его значение невелико (10% от общей задолженности по банковским акцептам в начале 90-х) и постоянно падает. Общий объем

¹ Wilson J.S.G. Money Markets. The International Perspective. L., 1993.

банковских акцептов (по задолженности) составлял в 1984-1991 гг. от 50 до 80 млрд.долл., а к 1998 г. снизился до 12 млрд.долл. (табл. 2.16).

Акцептованные банками векселя могут быть переучтены федеральными резервными банками по учетной ставке ФРС. Для этого они должны обладать рядом свойств, отраженных в Федеральном резервном акте 1913 г. и других нормативных документах. Отвечающие всем требованиям векселя называются подлежащими учету *eligible for discount*. Основное требование - акцепты должны быть обеспечены реальной поставкой товара. Обычно федеральный резервный банк не переучитывал векселя, срок погашения которых превышал 90 дней.

В первые 18 лет банки ФРС активно поддерживали зародившийся рынок. За 1916-1931 гг. они держали в своем портфеле в среднем 1/3 всех акцептов, а порой эта цифра доходила до 50%.

При поддержке ФРС рынок банковских акцептов показал очень высокие темпы роста. В период 1925-1931 гг. с помощью акцептного кредитования финансировалась треть всей внешней торговли США, а в 1931 г. (пик) половина.

Поддержка ФРС резко сократилась в 1932 г., а в 1934-1946 гг. ее вообще не было. Соответственно произошло драматическое сокращение рынка банковских акцептов. В 1943 г. на них приходилось всего 3% финансирования внешней торговли.¹

Рынок вновь начал расти после Второй мировой войны. ФРС снова вышла на рынок в 1955 г., когда Комитет по операциям на открытом рынке ФРС уполномочил ФРБ Нью-Йорка заключать соглашения репо с акцептами в целях проведения денежно-кредитной политики. ФРС начала поддерживать рынок, но уже не в таких масштабах, как в 20-е годы. Однако постепенно эта деятельность стала сворачиваться. В 1977 г. ФРС прекратила покупку и продажу акцептов, а в 1984 г. прекратила и операции репо с ними.

Начиная с середины 80-х годов, объем этого рынка постоянно сокращается, что связано с переходом к финансированию с помощью выпуска

¹ Instruments of the Money Market. Federal Reserve Bank of Richmond. Richmond, 1993, p.132-134.

коммерческих бумаг, еврокоммерческих бумаг и банковских займов. За период 1983 -1991 гг. доля внешней торговли США, профинансированная с помощью банковских акцептов, сократилась с 25% до 10%.

В Великобритании переводные векселя учитываются дисконтными домами и могут переучитываться Банком Англии. В послевоенные годы значение переводного векселя постоянно падало и были годы, когда их доля в активах дисконтных домов составляла всего 4%. В 70-80-е годы их значение возросло и доля в активах дисконтных домов доходит до 40%.

Коммерческие бумаги

Одновременно с уменьшением рынка переводных векселей растет рынок коммерческих бумаг (commercial paper) - инструментов, напоминающих простые финансовые векселя.

Самый крупный рынок КБ - американский. Он имеет давнюю историю. В начале XIX в. отдельные американские компании начали продавать свои векселя на открытом рынке вместо получения банковских ссуд.

На протяжении первых ста лет эмитентами в основном выступали нефинансовые предприятия: текстильные компании, железные дороги, предприятия пищевой промышленности. Большая часть бумаг размещалась за небольшое вознаграждение через дилеров. Основными покупателями выступали банки.

Уже в конце XIX в. рынок КБ в США был весьма развит. В 1922 г. здесь насчитывалось примерно 2200 эмитентов КБ. В 20-е годы наблюдалось постоянное свертывание рынка, а Великая депрессия сопровождалась его фактическим закрытием. Тем не менее, в 30-е годы рынок КБ приобрел черту, которую он сохранил в дальнейшем: он стал элементом рынка потребительского кредита.

Быстрое развитие рынка КБ возобновилось в 50-е годы в связи с растущими потребностями финансовых компаний по финансированию покупок

в кредит товаров длительного пользования. В 60-е годы дополнительным стимулирующим фактором стала политика правительства США по сдерживанию банковского кредита.

Но особенно быстрый рост приходится на 80-е годы и связан с быстрым развитием взаимных фондов денежного рынка (money market mutual funds) и интенсификацией процесса секьюритизации и устранения банковских посредников (disintermediation).

Еще в начале 80-х годов рынок КБ существовал практически только в США, Канаде и Австралии. В следующее десятилетие рынки КБ появились во многих странах. В конце 1986 г. доля США составляла 90%, к 1992 г. она снизилась до 60% (к 1995 г. вновь повысилась до 75%). В Европе рынок КБ стал развиваться с 80-х годов.¹

Причины роста: налоговые льготы, понижение рейтинга коммерческих банков в 80-е годы в сравнении с рейтингом крупнейших небанковских компаний. Рост был очень неравномерным. В Японии первые КБ начали выпускать только в 1987 г. За короткий срок Япония превратилась во второй крупнейший национальный рынок КБ после США, однако после 1990 г. его развитие затормозилось.

Появление французского и шведского рынков в середине 80-х годов тесно связано с процессом дерегулирования финансовой системы в этих странах. В Испании, где рынок поначалу развивался вне системы государственного регулирования, огромные объемы эмиссии пришлось на 1989 и 1990 гг. в связи с введением ограничений на банковские кредиты. В Германии КБ некоторое время являлись единственным инструментом денежного рынка, помимо межбанковских кредитов, и пережили период бурного роста с момента зарождения в 1991 г., однако ко второй половине 90-х рынок сжался.

¹ Подробнее об эволюции и структуре рынков коммерческих бумаг см.: Рубцов Б.Б. Рынок векселей и коммерческих бумаг за рубежом. - "Банковские услуги", 1998, №№1-3.

В Австралии рост начался после 1983 г., когда был отменен гербовый сбор (stamp duty) на простые векселя и другие обращающиеся инструменты денежного рынка.

Таблица 2.17

Ведущие национальные рынки коммерческих бумаг

Страна	Время открытия рынка	Задолженность, млрд. долл.			
		1986 г.	1990 г.	1995 г.	1998 г.
США	XIX в.	326,1	557,8	677,7	1161
Япония	Конец 1987	-	126,5	101,9	161
Франция	Конец 1985	4,3	28,9	29,5	42
Швеция	1983	3,6	18,7	20,2	20
Австралия	Середина 1970-х	4,2	9,5	16,4	
Канада	1950-е годы	12,9	24,3	16,2	61
Испания	1982	7,3	22,1	10,0	11
Англия	1986	0,8	5,8	9,9	17
Норвегия	Конец 1984	1,1	3,0	6,1	
Бельгия	1990	-	0,0	4,2	
Германия	1991	-	-	4,0	20
Нидерланды	1986	0,1	1,9	2,2	
Финляндия	Середина 1986 г.	0,4	5,8	1,4	
Всего		360,8	804,3	899,70	1530*

*Оценка с учетом стран, по которым нам не удалось получить данные за 1998 г.

Источник: S.Valdez. An Introduction to Global Financial Markets. L.,1997, p.106;

Alworth J.S., Borio C.E.V. Commercial Paper Markets: a Survey. BIS Economic Papers No. 37, April 1993. Bank for International Settlements, Basle, 1993,p.12; Цифры за 1998 получены на Интернет-сайтах соответствующих центральных банков, пересчитано в доллары США по курсу на конец года.

Рынок евроКБ начал развиваться фактически лишь в середине 80-х годов, но к началу 90-х его объем достигал примерно 10% совокупного объема национальных рынков КБ. Примерно та же пропорция сохранилась и во второй половине 90-х годов (объем рынка евроКБ составлял 100-150 млрд. долл.).

2.1.5 Производные финансовые инструменты

Рынок производных ценных бумаг или производных финансовых инструментов (рынок деривативов) - наиболее динамичный сегмент фондового рынка. К числу производных ценных бумаг относят опционы и фьючерсы на товары, ценные бумаги, валюту, процентные ставки и фондовые индексы, свопы на процентные ставки и валюту и форвардные контракты. Деривативы известны еще с XVII в. Твердые и условные сделки (сделки с премией или опционы) с

товарами и ценными бумагами практиковались на Амстердамской бирже еще в первые десятилетия ее существования. С середины XIX в. фьючерсные контракты на сельскохозяйственные товары становятся важнейшим инструментом в торговле зерном на североамериканском рынке. Однако лишь с начала 70-х годов нашего века с появлением специализированных бирж финансовых деривативов в США (см. главу 4) начинается период бурного развития этого сегмента фондового рынка. Доля товарных деривативов составляет ныне менее одного процента. В 70-е годы рост происходил в основном за счет биржевого рынка, причем только США. В 80-е и особенно в 90-е годы наибольший прирост приходился на внебиржевой рынок.

По статистике Банка международных расчетов в 1998 - 1999 гг. номинальная стоимость базисных активов биржевых деривативов составила 13-14 трлн.долл.- в 19 раз больше, чем в 1987 г. Номинальная стоимость базисных активов внебиржевых контрактов равнялась 80-81 трлн. долл. – примерно в 60 раз выше 1987 г. Для сравнения: в 1998 г. мировой объем ВВП составлял примерно 30 трлн. долл. Номинальная стоимость базисных активов валютных деривативов составляла в конце 1998 г. 18 трлн., процентных - 50 трлн. (в июне 1999 г., соответственно 15 и 54 трлн.).¹

Оборот торговли фьючерсами и опционами на биржах в начале 90-х годов составлял 100-200 трлн.долл., в 1998 г. достиг почти 390 трлн. долл., и в 1999 г. снизился до 350 трлн. (см. табл. 2.20).

Биржевой рынок деривативов к середине 90-х годов достиг таких размеров, что дальнейший рост столь же высокими темпами был уже невозможен. В 1995 и 1996 гг. наблюдалось даже сокращение оборота. Однако в 1997 г. рост снова возобновился. По стоимости на деривативных биржах на первом месте с большим опережением находятся инструменты, основанные на процентных ставках (подробнее о деривативных биржах см. главу 4).

¹ Сноска BIS 65th Annual Report. Basle, 1995, p.201; BIS 68th Annual Report. Basle, 1998, p.155; BIS 69th Annual Report. Basle, 1999, p.132,133; BIS Quarterly Review. Feb. 2000, p.31.

Примерно третья часть совокупного биржевого и внебиржевого рынка деривативов приходится на контракты типа “своп”. Из них на процентные свопы приходится более 90%. Половина всех свопов совершается банками за свой счет, вторая половина - конечными пользователями и банками по поручению клиентов (на комиссионных началах).

Таблица 2.18
Рынки основных деривативов

Инструмент	Номинальная стоимость контрактов, млрд. долл., конец года			
	1993	1995	1998	1999
Биржевые инструменты (без опционов на акции)	7771	9189	13549	13522
Процентные фьючерсы	4959	5863	7702	8285
Процентные опционы	2362	2742	4603	3756
Валютные фьючерсы	35	38	38	37
Валютные опционы	76	44	19	22
Фьючерсы на индексы	110	172	321	334
Опционы на индексы	230	329	867	1459
Внебиржевые инструменты	20000**	40637*	80317	88201
Процентные инструменты	13000**	26645*	50015	60091
Валютные инструменты	5000**	13095*	18011	14344

*март

**оценка

Источник: Bank for International Settlements - 69th Annual Report. Basle, 1999, p.132; BIS Quarterly Review. June 2000, Statistical Annex, p.81, 86; Central Bank Survey of Foreign Exchange and Derivatives Market Activity 1995. BIS, Basel, 1995, p.27; Central Bank Survey of Foreign Exchange and Derivatives Market Activity 1998. BIS, Basel, 1998, p21.

Таблица 2.19
Номинальная стоимость контрактов типа “своп” (млрд. долл.)

	1987	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998*	1999*
Процентные свопы	683	2312	3065	3851	6177	8816	12811	19171	22115	29363	38372
Валютные свопы **	183	578	807	860	900	915	1197	1560	1585	1947	2350

*июнь

** Скорректировано для устранения двойного счета, поскольку каждый валютный своп совершается с двумя валютами.

Источник: International Capital Markets: Developments, Prospects and Key Policy Issues. IMF, Washington D.C., September 1998, p.98; Bank for International Settlements - 68th Annual Report. Basle, 1998, p.155. BIS Quarterly Review. March, 1999, p.32; BIS Quarterly Review. Feb., 1999, p.31.

Примерно половина как оборота, так и номинальной стоимости базовых активов биржевых деривативов приходится на США, что, впрочем, примерно соответствует доле США на рынке акций и облигаций. В 90-е годы неамериканские рынки росли опережающими темпами по сравнению с США, что связано просто с более поздним их открытием, однако в настоящее время они уже достигли достаточно высокого уровня развития и, очевидно, пропорции конца 90-х в ближайшие годы сохранятся.

Таблица 2.20

Оборот торговли биржевыми деривативами, трлн.долл.

	Оборот								Номинальная стоимость базовых активов
	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	1999 дек.
Всего	182	228	341	334	322	357	388	350	13,1
Северная Америка	102	113	176	161	154	183	200	175	6,9
Европа	43	61	84	88	100	115	135	122	4,0
Азиатско-тихоокеанский регион	37	53	78	81	64	56	51	51	2,4
Прочие	0,1	0,4	2,9	4,2	3,4	2,9	2,3	1,9	0,2

Источник: Bank for International Settlements - 68th Annual Report. Basle, 1998, p.156; Bank for International Settlements - 69th Annual Report. Basle, 1999, p.133; BIS Quarterly Review. Feb. 2000, p.84.

2.2 Роль фондовых рынков в экономике различных стран мира

Основная макроэкономическая функция рынка ценных бумаг связана с перераспределением денежных накоплений: передачей денежных накоплений от экономических субъектов, у которых возникают временно свободные денежные средства, к экономическим субъектам, испытывающим потребности в них. Эту функцию рынок ценных бумаг выполняет вместе с кредитной системой.

Как известно, статистика национальных счетов выделяет четыре основные

Таблица 2.21

Объемы биржевых деривативных рынков (номинальная стоимость контрактов, млрд.долл., конец года)

	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999
Процентные фьючерсы	370	488	895	1201	1455	2157	2913	4959	5778	5863	5931	7491	7702	7897
На краткосрочные инструменты	274	339	722	1003	1271	1907	2664	4633	5422	5475	5533	7063		
На долгосрочные инструменты	96	149	174	198	183	250	249	326	355	388	399	427		
Процентные опционы	147	123	279	388	600	1073	1385	2363	2624	2742	3278	3640	4603	3755
Валютные фьючерсы	10	15	12	16	17	18	27	35	40	38	50	52	38	37
Валютные опционы	39	60	48	50	57	63	71	76	56	44	47	33	19	22
Фьючерсы на индексы	15	18	27	41	69	76	80	110	128	172	196	217	321	333
Опционы на индексы	38	28	43	71	94	133	159	230	238	329	378	777	867	1457
Всего	618	730	1305	1767	2291	3520	4635	7771	8863	9189	9880	12207	14256	13501
Северная Америка	518	578	952	1156	1269	2152	2695	4359	4820	4850	4837	6327	7300	6932
Европа	13	13	178	251	462	711	1114	1778	1832	2242	2829	3587	4400	3952
АТР	87	139	175	360	561	657	824	1606	2172	1990	2154	2235	1800	2382
Прочие	0	0	0	0,1	0,2	0,5	2	29	40	107	60	59	43	235

Источник: International Capital Markets: Developments, Prospects and Key Policy Issues. IMF, Washington D.C., September 1998, p.99. BIS Quarterly Review. March, 1999, p.32; Bank for International Settlements - 69th Annual Report. Basle, 1999, p.133; BIS Quarterly Review. Feb. 2000, p.84.

категории экономических субъектов: 1) население¹, 2) предприятия, 3) государство и 4) внешний сектор. В рамках каждой категории могут образовываться временно свободные денежные средства, однако постоянное превышение накоплений над расходами имеет место только в секторе “население”, который выступает нетто-кредитором, или во внешнем секторе, если страна выступает нетто-заемщиком. Предприятия и государство, соответственно, являются нетто-заемщиками (государство является нетто-кредитором в тех редких случаях, когда у него имеется постоянный бюджетный профицит).

Иными словами, экономическая роль рынка ценных бумаг в первую очередь определяется местом в финансировании хозяйства (предприятий) и государства. Причем главным в этом процессе с макроэкономической точки зрения является финансирование инвестиций.

2.2.1 Долгосрочное финансирование хозяйства

Какова конкретная роль фондового рынка в процессе перераспределения накоплений в различных странах, какова динамика этой роли? Как меняется соотношение между банковским кредитом и рынком ценных бумаг в долгосрочной перспективе?

Подходы к ответу на эти вопросы могут быть разными. Можно рассматривать, например, структуру привлеченных финансовых ресурсов предприятий или государства (на базе финансовых потоков – flows, либо обязательств - liabilities). Возможны и иные пути.

Попробуем оценить роль эмиссии акций в финансировании инвестиций. Для этого рассмотрим соотношение между новыми эмиссиями акций и валовыми инвестициями в экономике, имея в виду некоторую условность полученного показателя. Дело в том, что хотя эмиссия акций в основном связана именно с

¹ При этом следует отметить разницу подходов к категории “население” в статистике разных стран. Так, в Великобритании, Франции, США Австралии в эту группу включаются и все неинкорпорированные (неакционерные) предприятия, в то время как в Германии все семейные предприятия и товарищества входят в группу “предприятия”.

долгосрочными потребностями финансирования предприятий, т.е. инвестиций, есть и исключения: эмиссии при приватизации государственных компаний или эмиссии, проводимые в связи с поглощением другой компании при помощи обмена акциями.

Данные таблицы 2.22 свидетельствуют о том, что в англосаксонских странах, странах, входящих в Содружество (Commonwealth), доля эмиссии акций в валовых инвестициях в середине - второй половине 90-х годов составляла 10-25% (до 50% в ЮАР). В континентальных европейских странах этот показатель в среднем не превышал 5%, в Японии - менее 2%. Невысокие показатели и у четырех развивающихся стран, по которым имеются данные.

Учитывая, что эмиссию акций осуществляют в основном предприятия частного сектора, корректнее было бы сравнить эмиссию акций с частными же инвестициями. В этом случае приведенные выше цифры несколько увеличатся - по развитым странам в среднем на 1/10-1/5. Тем не менее, как мы все же видим, выпуск акций не является главным способом финансирования инвестиций.

Главным источником финансирования инвестиций в развитых странах выступают внутренние накопления - амортизация и нераспределенная прибыль. В США в 90-е годы внутренние источники покрывали от 75 до 85% инвестиционных потребностей частного сектора, в ФРГ - от 69 до 88% (рассчитано по данным статистики финансовых потоков США и ФРГ).

Теперь постараемся оценить с тех же позиций значение эмиссии долговых ценных бумаг.

Здесь также следует иметь в виду условность получаемых результатов в силу следующих обстоятельств.

1) Если выпуск акций (с приведенными выше оговорками) можно непосредственно сравнивать с инвестициями, поскольку их эмиссия в основном связана именно с долгосрочными потребностями финансирования предприятий, то в случае с облигациями подобное сравнение не вполне корректно, поскольку в развитых странах значительная часть выпуска облигаций (в среднем примерно

Таблица.2.22

Соотношение между эмиссиями акций и инвестициями

Страна	Валовые инвестиции млрд. долл.*			Новые эмиссии млрд. долл.*			Доля в инвестициях, %		
	1995	1996	1997	1995	1996	1997	1995	1996	1997
США	1028	1102	1173	97	214	232	9,4	19,4	19,8
Япония	1385	1362	1188	7	19	10	0,5	1,4	0,8
Великобритания	164	172	199	20	31	22	12,4	17,8	11,2
Германия	401	493	423	23	18	9	5,7	3,6	2,1
Франция	282	269	238	14	14	20	4,9	5,0	8,5
Швейцария	63	59	49	2	1	2	3,0	1,6	3,7
Канада	98	103	115	9	11	20	9,1	10,3	17,1
Нидерланды	78	78	73	11	14	19	14,3	17,6	25,9
ЮАР	22	22	22	5	7	11	24,0	30,4	48,1
Австралия	72	79	83	10	12	19	14,4	15,0	22,6
Италия	170	207	191	10	4	6	5,7	2	3,1
Корея	156	178	155	9	6	3	6,0	3,6	2,1
Мексика	нд	58	79	1,1	0,7	1,7		1,3	2,1
Индонезия	69	74	68	4,1	6	6,3	5,9	7,8	9,3
Филиппины	16	20	20	2,1	1,6	0,8	13,2	7,8	4,2

*Округленные данные

Источник: FIBV Annual Report 1996. Paris, 1997, p.91; FIBV Annual Report 1997. Paris, 1998, p.103; FIBV Annual Report 1998. Paris, 1999, p.115.

2/3) приходится на государство, а причины эмиссии облигаций государством, как правило, связаны отнюдь не с инвестициями, а с покрытием текущих бюджетных расходов. Хотя в ряде стран доля государства в валовых инвестициях в послевоенный период порой доходила до одной трети, в целом эта доля за 70-90-е годы заметно снизилась (за 1991-1998 гг. в США она снизилась с 22 до 14%, в ФРГ с 13 до 8%¹). Большая часть инвестиций приходится на частный сектор. Поэтому более корректно сравнение эмиссии облигаций в частном секторе с валовыми инвестициями (чтобы обеспечить сопоставимость с табл. 2.22).

¹ Подсчитано по данным национальной статистики национальных счетов Flow of Funds Accounts of the United States. Board of Governors of the Federal Reserve System. Washington, D.C., 1991-1998; 1963 - 1972, December, 1999, p.4; Deutsche Bundesbank Financial Accounts 1990-1998. Special Statistical Publication 4, Frankfurt/M, July, 1999, p.62, 76.

2) Второй важный момент: следует также иметь в виду, что значительная часть эмиссий облигаций может быть связана с рефинансированием старой задолженности. Поэтому надо рассматривать нетто-эмиссию.

3) Эмиссия облигаций в частном секторе в некоторых странах может быть связана с финансированием государства. Так, значительная доля эмиссий облигаций в частном секторе Германии приходится на специальные банковские облигации - так называемые пфандбрифы (Pfandbriefe), 2/3 которых эмитируются для финансирования кредитов правительствам земель и местных органов власти. А потребности государства, повторим, как правило, носят отнюдь не инвестиционный характер.

4) Эмиссия облигаций в частном секторе может быть связана с финансированием операций по слияниям и поглощениям, а не инвестициями в основной капитал. Особенно широко подобная практика характерна для США.

Результаты проведенных нами расчетов за 1997 г. сведены в таблицу 2.23. Соотношение между нетто-эмиссией облигаций в частном секторе и валовыми инвестициями в 1997 г. колеблется от отрицательных величин во Франции, Италии и Японии до 65% в США. Отрицательные значения свидетельствуют о том, что в данном году погашения старых займов превышали новые выпуски. Очень высокая цифра по США связана, вероятно, с эмиссиями для проведения поглощений. Несмотря на условность полученных результатов, в целом можно заключить, что выпуск облигаций повсеместно играет намного большую роль в инвестиционном процессе, чем выпуск акций.

Аналогичные выводы содержатся в обзоре Международной финансовой корпорации, посвященном вопросам частных инвестиций в развивающихся странах. По этим данным, в 1991-95 гг. за счет эмиссии облигаций в 4 крупнейших промышленно-развитых странах было профинансировано 51% всех частных инвестиций, а за счет выпуска акций - 5%. В то же время на формирующихся рынках за счет эмиссии облигаций было профинансировано 6%

частных инвестиций, акций - 7% ¹. В целом для всех стран (развитые и формирующиеся рынки), как отмечается в приведенном обзоре МФК, характерна тенденция увеличения доли ценных бумаг по сравнению с банковским кредитом в финансировании инвестиций. Однако коренным отличием развитых рынков от формирующихся остается значительно большая опора последних на банковский кредит ².

В Германии механизм эмиссии облигаций имеет особую специфику. Почти все долгосрочные заемные ресурсы, привлекаемые германскими предприятиями, поступают к ним в форме долгосрочных банковских кредитов. При этом, однако, источником этих долгосрочных ресурсов для банков выступают средства, мобилизованные с помощью эмиссии облигаций (помимо банковских вкладов). Прямой выпуск облигаций нефинансовыми компаниями характерен для США, Франции, Японии.

Таблица 2.23

Соотношение между эмиссией облигаций и инвестициями, 1997 г., млрд.долл.

Страна	Валовые инвестиции млрд. долл.*	Новые эмиссии, нетто, млрд. долл.*	Новые эмиссии в частном секторе, нетто	
			Млрд. долл.	% от инвестиций
США	1173	1037	763	65,0
Япония	1188	203	-3	-0,25
Великобритания	199	111	104	52,3
Германия	423	193	153	36,2
Франция	238	42	-7	-2,9
Швейцария	49	19	17	34,7
Канада	115	26	25	21,7
Нидерланды	73	35	30	41,1
Австралия	83	10	22	26,5
Италия	191	13	-4	-2,1
Россия	85	33	3	3,6
Корея	155	26	15	9,7
Мексика	79	23	6	7,6

*Округленные данные

¹ Glen J.D., Sumlinski M.A. Trends in Private Investment in Developing Countries. Statistics for 1970-1996. IFC Discussion Paper N.34, p.9. <http://www.ifc.org>.

² Glen J.D., Sumlinski M.A. Trends in Private Investment in Developing Countries. Statistics for 1970-1996. IFC Discussion Paper N.34, p.9. <http://www.ifc.org>.

Рассчитано по: FIBV Annual Report 1998. Paris, 1999, p.115; BIS Quarterly Review. International Banking and Financial Market Development. Statistical Annex. Aug., 1999, p.76,77

В России выпуск акций играл (с 1992 по конец 1998 г.) практически нулевую роль в инвестиционном процессе, поскольку эмиссий, сопровождающихся привлечением капитала предприятиями, в России почти не было. Большая часть эмиссий после ваучерной приватизации 1992-1994 гг. была связана с переоценкой основных фондов предприятий. Эмиссии, сопровождавшиеся привлечением нового капитала, можно пересчитать по пальцам (выпуск акций пресловутыми “пирамидами” не в счет). Это выпуск в США АДР 3 уровня компанией “Би-Лайн”, а также так называемых “ограниченных” АДР по Правилу 144а рядом компаний, в т.ч. Газпромом и МГТС.

Эмиссия облигаций на внутреннем рынке осуществлялась до августа 1998 г. фактически (в экономически значимых объемах) только государственными органами всех уровней власти (федерального, субфедерального, муниципального), частные эмитенты успешно размещали свои облигации лишь на международном рынке, объем привлеченного таким образом капитала был очень мал, причем весь пришелся на 1997 г. и начало 1998 г. (см. приложение 11), а после дефолта 17 августа 1998 г. приток практически полностью прекратился на неопределенное время. При этом большая часть частных эмиссий пришлась на финансовые учреждения (банки), которые в основном использовали привлеченные ресурсы для финансовых спекуляций на рынке государственного долга, а не для кредитования реального сектора.

Что касается эмиссий облигаций правительством Российской Федерации, то большая часть направлялась на покрытие текущего бюджетного дефицита и напрямую не связана с инвестициями. С инвестициями связаны еврооблигационные займы, размещенные субъектами Российской Федерации. Суммарно частные и субфедеральные еврооблигационные займы, размещенные в 1997 - самом удачном для российской экономики году, составили примерно 4

млрд. долл. Даже если все эти средства пошли на инвестиции (что, к сожалению, не так), это все равно только 8% валовых инвестиций.¹

Т.е. рынок ценных бумаг в России в целом пока играл роль только в покрытии бюджетного дефицита и перераспределении собственности в процессе приватизации, а не финансировании хозяйства. Как будет развиваться рынок после финансового кризиса августа 1998 г. вообще сложно сказать, хотя есть надежда, что именно после краха системы государственного заимствования, оттягивавшего денежные средства из экономики, рынок ценных бумаг в России все же начнет выполнять свою основную макроэкономическую роль - финансирования инвестиций. Как положительный пример можно привести первые крупные эмиссии корпоративных облигаций на российском рынке крупнейшими компаниями, например Газпромом.

2.2.2 Краткосрочное финансирование хозяйства

Традиционно краткосрочные потребности в денежных ресурсах удовлетворяются в основном за счет банковских ссуд. Подобное положение сохраняется и в настоящее время, хотя и здесь наблюдаются процессы секьюритизации.

Исторически в основе банковского кредита лежал коммерческий кредит, а инструментом коммерческого кредита, как известно, выступала старейшая ценная бумага - вексель.

В настоящее время роль векселя в большинстве развитых стран, как отмечалось в разделе 2.1.4, заметно снизилась. Рынок классических переводных векселей занимает ничтожное место в системе рынков ценных бумаг. Как таковой вексель продолжает широко использоваться, в частности в факторинговых и форфейтинговых операциях, однако рынок векселей в большинстве стран отсутствует. В экономической литературе, посвященной

¹ Оценка автора на базе статистики Международного валютного фонда.

финансовым рынкам, о рынках векселей зачастую сложно найти даже упоминание.

О расчетной роли и говорить не приходится. Ничего подобного российской практике расшивки неплатежей на развитых рынках нет. Практически повсеместно классический переводной вексель в той или иной степени вытеснен из внутреннего оборота и сохраняет свое значение только во внешней торговле.

Вместе с тем, как уже отмечалось, начиная с 70-80-х годов быстрыми темпами растет рынок инструментов, напоминающих простые финансовые векселя - так называемых коммерческих бумаг (commercial paper).

Выпуск коммерческих бумаг для предприятия - непосредственная альтернатива банковскому кредиту, поскольку удовлетворяет краткосрочные потребности в денежных средствах. Ускоренный рост этого рынка во всех странах - одно из свидетельств повышения роли фондового рынка и одно из проявлений процессов устранения посредников (disintermediation) и секьюритизации, происходящих со второй половины XX в.

Результаты специального исследования рынков коммерческих бумаг, проводившееся экспертами Банка международных расчетов в начале 90-х годов, свидетельствует о весьма высокой роли коммерческих бумаг в финансировании хозяйства в ряде стран, в первую очередь в США.

За последнее десятилетие КБ стали успешно заменять банковский кредит. Особенно это заметно в США, Испании и Канаде, где в начале 90-х годов соотношение между задолженностью по КБ и банковскими кредитами нефинансовым компаниям составляло, соответственно 17,1%, 12,3% и 11,5%, увеличившись за 80-е годы на 5-7 процентных пунктов.¹

2.2.3 Банковский кредит и эмиссия долговых инструментов

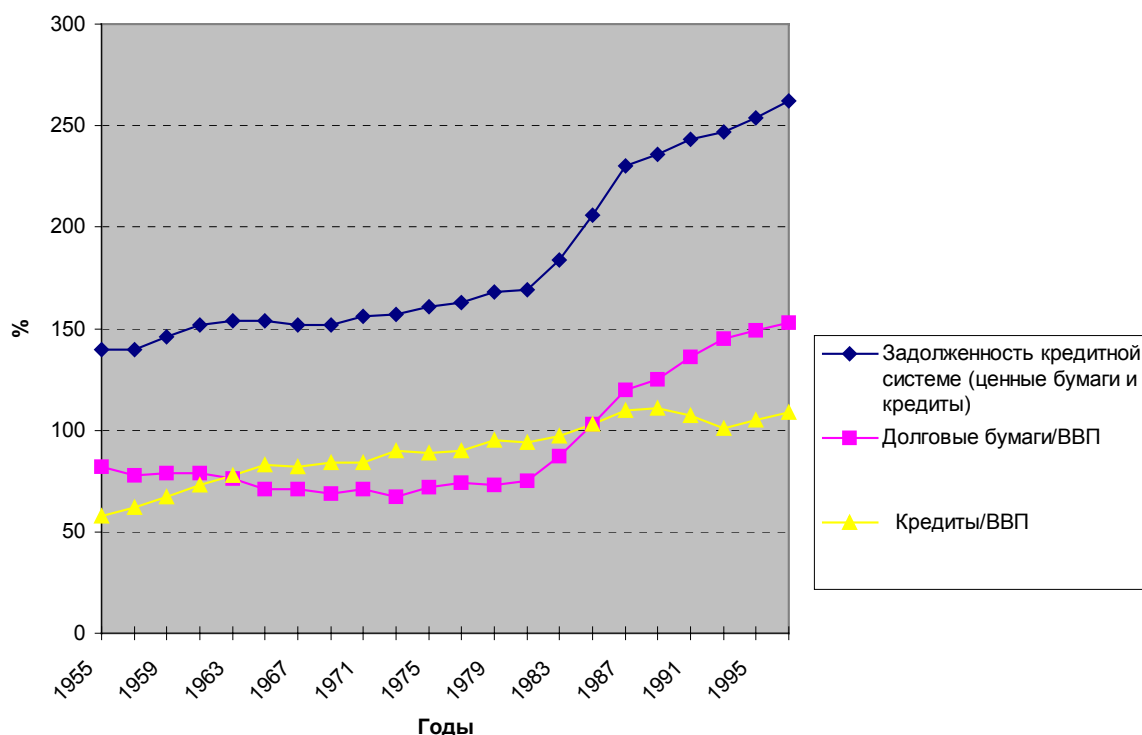
Каково соотношение между банковским кредитом и выпуском облигаций в финансировании экономики и какова динамика этого соотношения? О

¹ Alworth J.S., Borio C.E.V. Commercial Paper Market: a Survey. Bank for International Settlements, Basle, 1993.

долгосрочных тенденциях динамики кредитования через рынок ценных бумаг и банковские учреждения на примере США свидетельствуют следующие проведенные нами расчеты по данным статистики финансовых потоков за 1955-1997 гг. (см. диаграмму 2.5).

Диаграмма 2.5

Соотношение между задолженностью кредитной системе и ВВП



Приведенная диаграмма наглядно свидетельствует об опережающем развитии финансового сектора по сравнению с реальным сектором (ВВП) после Второй мировой войны. Если в 1955 г. общая задолженность кредитной системе превышала ВВП на 40%, то в 1997 г. - на 160%. Причем данная тенденция стала особенно сильно проявляться с середины 80-х годов и связана в первую очередь с рынком ценных бумаг. С середины 80-х годов объем задолженности по долговым инструментам устойчиво превышает величину годового ВВП, в то время как в предыдущие десятилетия он был заметно ниже.

Величина задолженности кредитным учреждениям относительно ВВП также увеличилась, хотя темпы ее роста были ниже, чем темпы роста задолженности по долговым инструментам.

В результате, если на протяжении нескольких десятилетий задолженность кредитным учреждениям либо равнялась, либо немного превышала задолженность по ценным бумагам, то с середины 80-х она заметно уступает последней.

В структуре кредитной задолженности (т.е. без капитализации акций) 23,4 трлн. долл. в 1998 г. на долю ценных бумаг приходилось 59%, на долю ссуд кредитных учреждений - 41%. Для сравнения: в 1970 г. соотношение составляло 46% и 54%¹.

В значительной степени подобная картина объясняется ростом задолженности государства, которая в США полностью воплощена в ценных бумагах. Но не только. Как показывают данные о структуре задолженности нефинансовых корпораций США, налицо также повышение роли ценных бумаг. В структуре кредитной задолженности нефинансовых предприятий США (ссуды и ценные бумаги - 5428 млрд. долл. в 1998 г.) доля ценных бумаг составляла 40%, кредитов – 60%. В 1970 г. те же элементы составляли 32% и 68%.²

Примерно такие же цифры дает анализ привлеченных кредитных ресурсов (flows). В 1998 г. доля ресурсов, привлеченных нефинансовыми предприятиями США на кредитном рынке за счет выпуска ценных бумаг, составляла 47%, кредитов – 53%, в 1970 г, соответственно, 42% и 58%.³

Это означает, что долг все больше приобретает секьюритизированную форму - ценных бумаг. Это одна из иллюстраций процесса секьюритизации - замещения банковского кредита выпуском ценных бумаг, о которой упоминается в последние годы в большинстве исследований о финансовых рынках.

¹ Flow of Funds Accounts of the United States. Board of Governors of the Federal Reserve System. Washington, D.C., 1991-1998; 1963 - 1972, December, 1999, p.52.

² Ibid., p. 55.

³ Ibid., p.9.

Ярко выраженные формы секьюритизации имеет во Франции. По расчетам экономиста из Франкфуртского университета Р. Шмидта, доля банковского кредита в пассивах нефинансовых компаний Франции сократилась примерно с 55% в 1981 г. до 30% в 1996 г. Одновременно доля секьюритизированных пассивов нефинансовых компаний в общем объеме финансовых обязательств увеличилась с 45 до 70%.¹

В Германии секьюритизация менее заметна в силу традиционной тесной связи банков и промышленных предприятий. За 90-е годы доля банков в финансировании предприятий (нефинансовых) осталась неизменной - на уровне примерно 20% (от 50 до 80% - внутренние источники). На долю ценных бумаг приходилось от 2 до 20% привлеченных финансовых ресурсов – на базе потоков).²

В структуре задолженности нефинансовых предприятий Германии (пассивы за вычетом стоимости выпущенных акций) в 1997-98 гг. на долю ценных бумаг приходилось примерно менее 10%, банковских кредитов – 60-65%.³ Причем эта доля остается неизменной с начала 80-х годов. Аналогичные выводы содержатся и в приводившемся выше исследовании Р.Шмидта.

В Великобритании в 80-90-е годы ускоренной секьюритизации не происходило, что, однако, связано с тем обстоятельством, что здесь традиционно очень существенная часть потребностей предприятий удовлетворяется за счет рынка ценных бумаг. Так доля банковских кредитов в общем объеме финансовых обязательств нефинансовых компаний оставалась на уровне 15-20%, но при этом доля секьюритизированного долга увеличилась с 56 до 73%.⁴

¹ Schmidt R. H., Hackethal A., Tyrell M. Disintermediation and the Role of Banks in Europe: An International Comparison. Universität Frankfurt am Main. Working Paper Series: Finance & Accounting. No. 10 January, 1998, p.19, 23.

² Следует иметь в виду, что прямое сопоставление данных по Германии и США невозможно в силу того, что принципы составления статистики финансовых потоков в этих странах, как, впрочем, везде, отличаются.

³ Подсчитано по: Deutsche Bundesbank Financial Accounts 1990-1998. Special Statistical Publication 4, Frankfurt/M, July, 1999, p.54.

⁴ Schmidt R. H., Hackethal A., Tyrell M. Disintermediation and the Role of Banks in Europe: An International Comparison. Universität Frankfurt am Main. Working Paper Series: Finance & Accounting. No. 10 January, 1998, p.19, 23.

В Японии в 1998 г. доля ценных бумаг в структуре кредитной задолженности нефинансовых предприятий составила 19%, кредитов – 81%.¹ Аналогичные цифры по Испании – 4% и 96%.²

2.2.4 Финансирование государства

В условиях современной экономики рынок ценных бумаг повсеместно (за редкими исключениями) выступает главным источником покрытия бюджетного дефицита. Практически вся задолженность государства в большинстве развитых стран (государственный долг) воплощена в ценных бумагах. В США более 99% задолженности федерального правительства приходится на государственные ценные бумаги. То же самое в Англии. Из крупных стран несколько особняком стоит Германия, где доля прямых банковских займов в структуре задолженности государства составляет около 1/3 (за счет кредитования государства банками путем выпуска специальных облигаций *Öffentliche Pfandbriefe* (в прошлом известные как *Kommunalobligationen*)).

Несколько иная ситуация обычно имеет место на формирующихся рынках, где значительная, а иногда и большая часть государственного долга приходится на кредиты международных организаций и банков. Однако и в этой группе значение финансирования бюджета за счет выпуска ценных бумаг достаточно велико в странах Латинской Америки, Восточной Европы. В то же время в странах Восточной и Юго-Восточной Азии государство традиционно проводило очень осторожную политику в отношении бюджетного дефицита и, соответственно, не является крупным эмитентом.

Государственный долг превратился в неотъемлемую черту современной экономики. Его масштабы достигают огромных величин, как абсолютных, так и относительных (см. таблицу 2.24). В ведущих промышленных странах относительный размер государственного долга неуклонно увеличивался в 80-е и достиг максимума к середине 90-х (единственное исключение - Великобритания, где в 80-е годы правительству М. Тэтчер удалось снизить уровень

¹ Flow of Funds Accounts for the year 1998. Bank of Japan, Tokyo, 1999. <http://www.boj.or.jp>

² Financial Accounts of the Spanish Economy 1989-1998. Bank of Spain, 1999.

задолженности). Лишь со второй половины 90-х годов уровень задолженности стал снижаться или стабилизировался во всех странах, за исключением Японии, где финансовый кризис привел к необходимости увеличения государственных расходов, в частности для помощи попавшим в беду финансовым учреждениям. Все это сопровождалось значительным расширением масштабов эмиссии государственных долговых обязательств.¹

Таблица 2.24

Государственный долг/ВВП, %*

	1981-1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000**
США	52	65	67	66	67	67	70	67	63	57
Япония	68	70	75	82	90	94	99	114	126	136
ФРГ	41	44	48	50	58	60	61	61	61	59
Франция	31	39	45	48	53	55	56	59	59	58
Великобритания	50	36	43	48	51	54	50	47	45	41
Италия	83	109	119	125	124	124	120	116	115	111
Канада	65	88	97	99	100	101	97	95	112	100

*Валовой совокупный государственный долг (всех уровней власти)

**Оценка

Источник: World Economic Outlook September 1998 IMF, Washington, 1998, p.42; World Economic Outlook October 2000, IMF, Washington, 2000, p.12.

Рынок государственных ценных бумаг активно используется в целях макроэкономического регулирования (операции центрального банка на открытом рынке). Причем в развитых странах в последние 2-3 десятилетия операции центрального банка на открытом рынке превратились в основной инструмент денежно-кредитного регулирования, в то время как ранее предпочтение отдавалось учетной политике и изменениям резервных требований к банкам.

На формирующихся рынках операции на открытом рынке играют подчиненную роль в системе мер денежно-кредитного регулирования, что связано, с нашей точки зрения, с недостаточно высоким уровнем развития

¹ Общий объем помощи банкам Японии за счет средств государственного бюджета составляет примерно 60 трлн. иен (500 млрд. долл. или 12% ВВП) International Capital Markets: Developments, Prospects and Key Policy Issues. IMF, Washington D.C., September 1999, Annex 2, p.38.

финансово-кредитной системы, в том числе фондового рынка, и наличием разнообразных барьеров в движении финансовых ресурсов, которые препятствуют передаче импульсов экономике при покупке или продаже центральным банком государственных облигаций.

2.2.5 Страхование ценовых рисков и фондовый рынок

В отличие от классических ценных бумаг, предназначенных для привлечения долгосрочного капитала, такие инструменты фондового рынка, как форвардные контракты, свопы, биржевые опционы и финансовые фьючерсы появились как средство хеджирования, т.е. страхования от ценовых рисков. Их появление в начале 70-х годов в США, а затем с начала 80-х и в других странах, имело революционный характер для финансовых рынков.¹

Как отмечает лауреат Нобелевской премии² по экономике 1997 г. Р. Мертон (R. Merton), появление деривативов способствовало резкому снижению транзакционных издержек (transaction costs) и в этом и заключается причина феноменального роста этого рынка. По его словам, реализация финансовых стратегий для финансовых институтов с использованием деривативов в 10-20 раз дешевле, чем при использовании базисных активов (underlying securities).³

Среди различных инструментов управления рисками на финансовых рынках деривативы прочно заняли первое место. Теория управления рисками с помощью опционов и фьючерсов превратилась в важнейший раздел финансовой науки. Среди зарубежных научных исследований, посвященных финансовым проблемам, на производные приходится значительная часть опубликованных за последнее 20-летие работ.

Известно, что финансовые инструменты несут в себе целый ряд рисков. Например, заем с плавающей процентной ставкой в иенах, предоставленный

¹ В.Т.Мусатов предложил интересное название этим ценным бумагам - "фиктивный капитал второго или третьего порядка".(см. В.Т.Мусатов. США: биржа и экономика. М.: Наука, 1985).

² Совместно с М.Шоулзем (M.Scholes).

³ Merton R. Financial Innovation and the Management and Regulation of Financial Institutions. NBER Working Paper 5096. Cambridge, Mas., April, 1995, p.6.

американским банком японскому банку, содержит три основных вида рисков для американской стороны: валютный риск (один тип рыночного риска); процентный риск - риск изменения процентной ставки (второй тип рыночного риска); риск того, что японский банк не сможет исполнить свои обязательства по займу (кредитный риск).¹

Рынки производных финансовых инструментов позволяют каждому контрагенту, независимо от другой стороны в сделке, перегруппировать или устранить риски. Например, чтобы устранить валютный риск, американский банк может заключить соглашение типа своп, которое позволяет обменять платежи в иенах на доллары по заранее фиксированному курсу. Для устранения процентного риска американский банк может заключить процентный своп, по которому платежи по плавающей ставке (например ЛИБОР) заменяются платежами по фиксированной процентной ставке. А для устранения кредитного риска американский банк может заключить контракт на рынке деривативов, который переносит риск дефолта на контрагента в сделке.

В действительности одновременное осуществление всех трех операций могло бы превратить эту иеновую ссуду с плавающей процентной ставкой в безрисковую ссуду в долларах и с фиксированной процентной ставкой. Перенос риска наиболее явно проявляется в операциях типа своп, но эту же роль играют и другие деривативы (фьючерсы, форварды, опционы) и даже первичные ценные бумаги с элементами производных (конвертируемые облигации, варранты).²

В последние годы появляются новые инструменты управления риском. Например, в 1995 г., появились фьючерсные контракты, основанные на индексах

¹ Существуют также и другие риски: риск ликвидности, операционные, риски изменения законодательства, риски урегулирования расчетов. Они менее очевидные, чем рыночный и кредитный риск, но не менее важные (о видах рисков на рынке ценных бумаг см. Миркин Я.М. Ценные бумаги и фондовый рынок. - М.: Перспектива, 1995, стр.29-39).

² О механизмах хеджирования см. Буренин А.И. Рынки производных финансовых инструментов. - М.: Инфра-М, 1996; Колб Р.У. Финансовые деривативы. - М.: ИИД "Филинь", 1997; Маршалл Д.Ф., Бансал В.К. Финансовая инженерия. Пер. с англ. - М.: ИНФРА-М, 1998; Михайлов Д.М. Современные долговые и производные финансовые инструменты мирового рынка ссудных капиталов. - М.: Финансовая академия при Правительстве РФ, 1998; Салыч Г.Г. Опционные, фьючерсные и форвардные контракты: сверхприбыльные инвестиции в период инфляции. - М.: Инвестиционные стратегии, 1994; Фельдман А.Б. Основы рынка производных ценных бумаг. - М.: Инфра-М, 1996; Финансовые фьючерсы. - М.: МГУ, Ассоциация "Гуманитарное знание", 1993.

страховых случаев (based on indices covering property and casualty insurance), позволяющие страховым компаниям перераспределять риски в страховании имущества и жизни между различными регионами. В сфере недвижимости внедрены новые инструменты, позволяющие инвесторам торговать различными видами рисков, свойственными этому виду бизнеса. Чикагская торговая палата и Чикагская товарная биржа планируют в ближайшем будущем начать торговлю фьючерсными контрактами на недвижимость. И, наконец, разрабатываются фьючерсные контракты, базовым активом которых должны стать макроэкономические показатели, например ВВП или инфляция.

Среди новых продуктов, предназначенных для дробления рисков, наиболее быстро развивающимися являются кредитные деривативы credit derivatives. Только за один 1997 г. номинальная стоимость кредитных деривативов, держателями которых выступают американские коммерческие банки и отделения иностранных банков в США, увеличилась с 41 млрд. до 97 млрд. долл. Мировой объем рынка кредитных деривативов оценивался в 150-200 млрд. долл.¹

Рынок кредитных деривативов представлен в основном 4 видами продуктов: credit default swaps, total rate of return (TROR) swaps, credit-linked notes, credit spread options. Все кредитные деривативы за определенную плату переносят кредитный риск с одного контрагента в сделке на другого. Из 4 основных видов TROR swaps и credit spread options наиболее часто используются на рынке долга возникающих рынков (примерно 1/2 всего рынка кредитных деривативов). Credit default swaps и credit-linked notes чаще всего используются при торговле банковскими займами. Именно этот сегмент рынка растет наиболее высокими темпами.

2.3 Доходность финансовых инструментов

¹International Capital Markets: Developments, Prospects and Key Policy Issues. IMF, Washington D.C., September 1998, p.193

Чрезвычайно интересным и важным представляется вопрос о доходности различных финансовых инструментов, отчасти уже затронутый в разделе 2.1.2. Наиболее цитируемым источником по США является Ibbotson Associates, ведущая расчеты за период с 1926 г. (см. приложение 8). Аналогичная работа производилась целым рядом авторов по другим странам.¹ Тем не менее, обычно расчеты затрагивают одну страну и достаточно ограниченный отрезок времени. Попытка свести разрозненные данные воедино за длительный исторический период предпринята американским исследователем Брайаном Тэйлором, статистикой которого мы воспользовались для анализа общемировых тенденций (см. табл. 2.25).

Наиболее достоверные данные имеются за послевоенный период начиная с 1950 г. За прошлый век - только по США, Англии и Германии. При всем несомненном интересе, который представляет “финансовая археология”, все же сравнение показателей второй половины XX века с более ранними периодами можно проделывать с осторожностью, имея в виду тот факт, что в первой половине XX века мир пережил два мощных катаклизма - мировые войны, которые во многих странах совершенно исказили “нормальный” ход экономического развития и сделав сравнение в данном случае весьма спорным. Другое дело - период с 1950 г. по настоящее время.

Повсеместно текущая (дивидендная) доходность акций в среднем немного ниже, чем доходность по облигациям или процентная ставка по банковским вкладам (последние примерно равны и их можно рассматривать как среднюю ставку ссудного процента). Тем не менее, как мы видим, **дивидендная доходность тяготеет к средней ставке ссудного процента, если опять же рассматривать ее за достаточно длительный период** (Германия и Япония представляют в данном случае исключения). В отдельные периоды (например,

¹ Их список приводится, например, в публикации Немецкого института акций *Aktie versus Rente. Langfristige Renditevergleiche von Aktien und festverzinslichen Wertpapieren. Studien des DAI, Heft 6, Frankfurt 1999*; *DAI-Factbook 1999: Statistiken, Analysen und Graphiken zu Aktionäre, Aktiengesellschaften und Börsen. Deutsches Aktieninstitut, Frankfurt/M, 1999.*

период бума второй половины 90-х годов) показатель текущей доходности был в 2-3 раза ниже, чем ставка процента (см. также раздел 1.1.2).

Доход от акций складывается из двух компонентов: дивидендов и прироста курсовой стоимости. Большая часть дохода по акциям в прошлом веке приходилась на дивидендные выплаты. В нашем веке в целом это соотношение составляет примерно 50:50, причем после Второй мировой войны оно изменилось в пользу прироста курсовой стоимости. В большинстве стран это примерно 2/3 дохода; 1/3, соответственно, приходится на дивиденды.

Как мы можем убедиться, в прошлом веке общая доходность акций (total return) практически совпадала с доходностью облигаций. После Второй мировой войны акции обеспечивают в два с лишним раза более высокую доходность в большинстве стран из представленных в выборке. Италия - исключение. Причины – относительно неразвитый рынок акций в этой стране. В итоге при вложении средств в акции обеспечивается более высокая норма прибыли, чем при инвестициях в долговые инструменты. Однако это достигается в долгосрочной перспективе. В краткосрочном плане при вложении средств в акции возможны как спекулятивные прибыли, так и серьезные потери. Например, в 1985 г. средняя норма общей доходности (total return) по 30 немецким акциям, входящим в немецкий индекс DAX (при условии гипотетической покупки пакета в конце 1984 г. и его продажи в конце 1985 г.) составила +85,3%, а в 1987 г. -37,6% (сокращение). В 1997 г. общая норма прибыли от вложения в акции нью-йоркской фондовой биржи составила +32%, итальянской фондовой биржи +60%, одновременно потери для владельцев японских акций составили 19%. И это происходит на развитых, зрелых рынках!

Что ж говорить о развивающихся рынках. В 1997 г. норма прибыли по акциям мексиканских эмитентов составила 58%. В то же время потери от вложения в корейские и малайзийские акции в связи с падением рынка достигли, соответственно, 39 и 48%.¹

¹ FIBV Annual Report 1997. Paris, 1998, p.101.

Статистически мера риска по финансовым инструментам определяется показателем дисперсии или среднеквадратического отклонения (стандартной девиации) нормы доходности. Последний показатель также иногда называют коэффициентом волатильности или просто волатильностью. В США в период с 20-х годов по 90-е годы стандартная девиация по акциям крупнейших эмитентов во столько же раз превышает стандартную девиацию по облигациям, во сколько раз доходность по акциям больше доходности по облигациям.

Данные по доходности и волатильности американских инвестиций (с точки зрения американского инвестора) свидетельствуют, что доходность американских акций (за период 1976-1995 гг., см. приложение 8) выше, чем доходность неамериканских акций (в том числе формирующихся рынков) при заметно более низком показателе стандартной девиации. В этом, по всей видимости, и заключается основная причина того, что в структуре американских инвестиций доля иностранных ценных бумаг относительно невелика (см. главу 3). Иными словами, не только масса прибыли, получаемая американскими инвесторами от капиталовложений в самих США многократно превышает прибыли, получаемые за рубежом, но и норма прибыли (в сопоставлении с риском) здесь также выше.

Классическая теория инвестиций и управления портфелем ценных бумаг выделяет понятия “требуемая норма доходности”, “безрисковая норма доходности” и “премия за риск”. Безрисковой нормой доходности считается доходность по государственным облигациям. Как правило, к ней тяготеет и ставка по банковским депозитам и доходность по облигациям крупнейших частных эмитентов (разница, как можно видеть по приводимым выше таблицам, невелика, и от нее можно абстрагироваться). Соответственно, в нашем случае можно считать, что премия за риск при вложении в акции равна разнице между доходностью по акциям и облигациям.

Та же теория исходит из того, что безрисковая норма доходности зависит в первую очередь от реальных темпов роста экономики (ВВП) и цен: $\{(1+i)*(1+g) -$

1}.¹ Работает ли это положение? Для развитых рынков работает. Так, в США доходность казначейских векселей T-bills (основная ставка денежного рынка) за послевоенный период составила примерно 5%, в то время как среднегодовой рост реального ВВП был равен 2,5-3% и цен (дефлятор ВВП) 2-4%.

Таблица 2.25

Среднегодовая норма доходности различных финансовых инструментов, %

Страна	Годы	Номинальная общая доходность акций	Дивидендная доходность с учетом реинвестирования	Прирост курсовой стоимости	Розничные цены	Доходность акций с учетом инфляции	Номинальная общая доходность облигаций
США	1802-1900	5,89	5,18	0,71	-0,2	6,10	5,87
	1900-1995	9,78	4,84	4,94	3,22	6,36	4,05
	1950-1995	12,42	4,27	8,15	4,15	7,93	4,15
Англия	1800-1900	4,69	3,91	0,79	-0,19	4,89	4,12
	1900-1995	8,86	4,94	3,92	4,29	4,38	4,89
	1950-1995	14,28	5,58	8,70	6,36	7,45	6,85
Германия	1870-1913	6,92	5,59	1,33	0,97	5,89	3,99
	1900-1995	5,80	1,91	3,91	3,07	2,65	12,10
	1950-1995	12,53	3,60	8,93	3,49	8,73	6,88
Франция	1900-1995	11,76	4,22	7,54	8,26	3,24	5,29
	1950-1995	13,09	4,83	8,26	5,84	6,84	7,82
Япония	1920-1995	14,17	5,00	9,18	8,73	5,0	7,31
	1950-1995	15,85	3,89	11,96	4,44	10,93	8,75
Италия	1900-1995	0,15	2,67	-2,53	5,21	-4,81	13,65
	1950-1995	10,56	3,99	6,57	7,16	3,17	8,09
Канада	1990-1995	6,09	3,18	2,90	2,42	3,58	14,10
	1950-1995	10,73	4,13	6,60	4,39	6,08	5,55
Австралия	1990-1995	9,52	4,58	4,95	3,01	6,32	14,15
	1950-1995	13,42	6,39	7,03	6,29	6,71	5,60

Составлено по: Stocks, Bills, Bonds and Inflation. Total International Investment Returns 1694 - 1995. Global Financial Data. <http://www.globalfindata.com>

Для “формирующихся рынков” подобный подход неприменим. Определение безрисковой нормы доходности имеет смысл лишь при стабильной экономике, в условиях устойчивой финансовой системы, устоявшихся макроэкономических пропорций, чего нет на “формирующихся рынках”. Самый наглядный пример продемонстрировала Россия, где долгое время при падении ВВП доходность по государственным ценным бумагам намного превышала

¹ См., например, Reilly F.K. Investment Analysis and Portfolio Management. Fort Worth, 1994.

темпы роста цен. Что стало с рынком государственных обязательств России в конечном итоге, хорошо известно.