

Иностранный капитал на фондовом рынке России

Д. В. Смыслов,
доктор экономических наук, ИМЭМО РАН

В современной экономике состояние и динамика национального фондового рынка практически любой страны находятся под воздействием иностранных инвесторов. В условиях растущей интеграции России в мировое хозяйство и наличия конвертируемости рубля это воздействие в будущем, по-видимому, будет еще более усиливаться. При этом такое воздействие, с одной стороны, сулит важные потенциальные выгоды для российской экономики, а с другой – при определенных обстоятельствах чревато ощутимыми негативными последствиями. Так, резкое падение фондовых индексов в России в январе 2008 г. (за семь торговых дней с 15 по 23 января индекс РТС понизился на 19,2% и индекс ММВБ – на 18,7%) было напрямую связано с обвалом мировых фондовых рынков.

Потребность России в иностранных частных инвестициях была обусловлена самим процессом рыночных реформ. В результате этих реформ резко уменьшились объемы государственного финансирования национальной экономики. В таких условиях основными источниками финансирования стали прибыль предприятий, амортизационные отчисления и портфельные инвестиции. Однако в условиях экономического спада, с одной стороны, и жесткой денежно-кредитной политики властей – с другой, эти внутренние источники финансирования были очень ограниченными. Поэтому российские компании испытывали потребность в финансировании их бизнеса иностранными партнерами, в том числе через посредство фондового рынка.

Что касается мотивов иностранных инвесторов, то их привлекают в Россию многие важные обстоятельства. В их числе – огромная емкость внутреннего рынка товаров и услуг, наличие богатейших запасов невозобновляемых природных ресурсов, накопленный большой научно-технический потенциал, относительно дешевая и квалифицированная рабочая сила, недооцененность акций ряда российских предприятий, высокий уровень доходности вложений. Зарубежные компании стремятся максимально реализовать возможности российского рынка, обеспечить надежные конкурентные позиции на этом рынке, использовать отечественные финансовые инструменты для диверсификации своих инвестиционных портфелей в целях минимизации рисков¹.

Иностранные инвесторы, объекты и механизмы инвестирования

Иностранный капитал осуществляет портфельные инвестиции на российском рынке корпоративных ценных бумаг (КЦБ) через посредство *институтов коллективного инвестирования*, к которым относятся: инвестиционные фонды; негосударственные пенсионные фонды; страховые организации; фонды прямых инвестиций; взаимные фонды и другие подобные структуры.

Среди американских инвестиционных фондов на российском рынке осуществляют инвестиции в основном так называемые глобальные фонды, т. е. те, которые действуют одновременно на всех развивающихся рынках (Global emerging market funds). В странах Европы на российский рынок ориентированы по преимуществу фонды, формировавшиеся в 1993 – 1996 гг. для инвестирования в активы стран с переходными экономиками Центральной и Восточной Европы, а также и специально России. Однако крупнейшие иностранные глобальные инвестиционные и пенсионные фонды, использующие накопления розничных инвесторов, пока не являются весомым источником портфельных инвестиций в Россию. В своем большинстве зарубежные фонды, непосредственно действующие на российском фондовом рынке, относятся к категории так называемых *хедж-фондов* (hedge-funds).

¹ Подробнее о мотивах экспорта иностранного капитала в Россию и привлечения его отечественными компаниями см.: Н а в о й А. В. Структурный анализ международного движения капитала // Деньги и кредит. – 2007. – № 1. – С. 39 – 48.

Информационно-аналитические материалы

Понятие «хедж-фонд» охватывает большое количество финансовых институтов, имеющих различные организационно-правовые формы, и поэтому отличается некоторой размытостью. Фактически хедж-фонд представляет собой пул денежных средств, принадлежащих частным лицам (имеющим инвестиции свыше 5 млн дол.) и/или группе так называемых «квалифицированных покупателей» (вложения в ценные бумаги на сумму не менее 25 млн дол.) и предназначенных для инвестирования в ценные бумаги и другие финансовые инструменты с целью извлечения дохода. По сути дела, хедж-фонд – это закрытый клуб богатых инвесторов с минимальным порогом для вступления в диапазоне от 100 тыс. до 5 млн дол. Многие хедж-фонды зарегистрированы в офшорных зонах, что позволяет им избегать уплаты налогов.

Хедж-фонды отличаются от других инвестиционных фондов тем, что они зачастую осуществляют особенно рискованные операции с использованием заемных средств с целью максимального использования «эффекта рычага». При этом они очень активно производят операции с форвардными и фьючерсными контрактами. Есть основания полагать, что хедж-фонды с помощью целенаправленных и скоординированных действий в очень большой степени содействовали развитию кризиса европейского валютного механизма в 1992 г. и азиатского финансового кризиса в 1997 г. По словам заместителя Председателя Банка России К. Корищенко, хеджевые фонды, работающие на финансовых рынках, «выступают сегодня настоящими аккумуляторами проблем», а это требует ужесточения надзора за ними¹.

Основная масса иностранных фондов пришла на российский рынок в 1995-м – начале 1997 г. Новая волна их прихода на этот рынок началась с 2002 г. – после преодоления последствий дефолта 1998 г. и по мере повышения кредитных рейтингов России. По данным информационного портала Emerging Portfolio.com, на начало 2007 г. стоимость вложений иностранных портфельных инвестиционных фондов в Россию составляла около 23 млрд дол.², а по сведениям российской компании «Тройка Диалог» – порядка 35 млрд дол. Правда, к июню 2007 г. объем соответствующих зарубежных инвестиций уменьшился, по данным указанной компании, до уровня менее 30 млрд дол.³ Это было связано, главным образом, с возникшими проблемами на мировых финансовых рынках, резким ростом волатильности этих рынков, что, естественно, ограничивало возможности нерезидентов вкладываться в российские ценные бумаги.

Главным *объектом* иностранных операций на российском фондовом рынке являются *акции*. Однако практически покупки нерезидентами акций российских компаний производятся на биржах не только самой России, но и во многих случаях ведущих стран Запада. Выход российских компаний за рубеж осуществляется посредством выпуска так называемых *депозитарных расписок*. Депозитарная расписка (depository receipt) – это производная ценная бумага, выпускаемая на акции (редко облигации) иностранных эмитентов и удостоверяющая право ее владельца на получение соответствующего количества базовых ценных бумаг (акций) иностранного эмитента или всех прав по этим бумагам. В стране эмитента акции приобретаются и депонируются в специальном банке-кастодиане (custodian bank), а в другой стране на эти акции специальным депозитарным банком (depository bank) выпускаются новые ценные бумаги – депозитарные расписки.

Использование такого финансового инструмента, как депозитарная расписка, было связано с тем, что оно позволяло эмитентам обойти запреты и ограничения на вывоз акций за рубеж в собственной стране и на свободное обращение иностранных ценных бумаг в других странах. Выпуск депозитарных расписок представлял собой удобный способ вывести свои ценные бумаги на рынки развитых государств и привлечь дополнительные иностранные инвестиции.

Депозитарные расписки на акции российских эмитентов выпускаются в двух видах. Одним из них являются американские депозитарные расписки, АДР (American depository receipts, ADR), которые выпускаются в США и свободно обращаются на американском вторичном рынке ценных бумаг (на фондовых биржах, в системе NASDAQ или на внебиржевом рынке), а также и на биржах других стран. Второй вид – глобальные депозитарные расписки, ГДР (Global depository receipt, GDR), изначально

¹ См.: Итоги. – 2007. – № 40. – 1 октября. – С. 18 – 19.

² Российский фондовый рынок: первое полугодие 2007 года. События и факты. Национальная ассоциация участников фондового рынка (НАУФОР). Московская школа экономики СКОЛКОВО. – М., 2007. – С. 35.

³ См.: Гейнц Д., Смоленчук Ф. Низкий старт институциональных инвесторов / Вестник НАУФОР. – 2007. – № 10. – С. 61 (рис. 4), 65 (табл. 1).

Информационно-аналитические материалы

предназначенные для организации обращения иностранных ценных бумаг не только на американском, но и на других рынках, преимущественно на Лондонской фондовой бирже.

Российские компании приступили к эмиссии депозитарных расписок в конце 1995 г. В связи с финансовым кризисом 1998 г. осуществление эмиссии российских депозитарных расписок было приостановлено, однако после выхода из кризиса оно возобновилось. По состоянию на начало 2006 г. эмитентами АДР были порядка 100 российских компаний. Таким образом, выпуск депозитарных расписок отечественными эмитентами привел к образованию крупного внешнего (международного) сегмента рынка российских акций.

Таблица 1

Соотношение объемов торговли российскими акциями на российских и зарубежных биржах

Год	Доля российских бирж, %	Доля зарубежных бирж, %
1998	16,4	83,6
1999	27,9	72,1
2000	46,1	53,9
2001	55,4	44,6
2002	47,7	52,3
2003	45,4	54,6
2004	25,1	74,9
2005	47,1	52,9
2006	65,2	34,8
2007 (январь–февраль)	66,2	33,8

Источник: Идеальная модель фондового рынка России на среднесрочную перспективу (до 2015 г.) / НАУФОР. – М., 2007. – С. 12.

Как показано в табл. 1, в конце 1990-х годов объемы зарубежной торговли акциями в форме российских депозитарных расписок намного превышали масштабы торговли российскими акциями на внутреннем рынке (локальными акциями). Но в 2001 – 2002 гг. сложился определенный паритет между внутренними и зарубежными площадками. Однако с конца 2003 г. вновь возобладала неблагоприятная для российского рынка тенденция перемещения торговли российскими акциями на зарубежные фондовые биржи. По итогам 2004 г., как и в 1999 г., на иностранные торговые площадки пришлось $\frac{3}{4}$ всего объема сделок с российскими акциями.

По мере роста экономики, развития российского бизнеса и увеличения степени его прозрачности, совершенствования корпоративного управления компаниями эмитенты стали все чаще прибегать к использованию механизмов так называемого *первичного размещения акций* (initial public offering, IPO; буквально: первичное публичное предложение). Правда, термин IPO в России зачастую используют расширительно, называя им и дополнительные крупномасштабные эмиссии акций, которые до этого уже находились в биржевом обороте. Использование практики публичного размещения акций служит компаниям-эмитентам источником долгосрочного финансирования для развития бизнеса, содействует повышению уровня капитализации, улучшению имиджа, обеспечивает получение листинга на биржах. С помощью этой процедуры можно получить справедливую рыночную оценку своего бизнеса, подтвердить и зафиксировать капитализацию компании. В плане макроэкономики IPO, стимулируя сбережения населения, содействуют снижению инфляции. Однако размеры первичных размещений акций российских компаний внутри страны были до поры до времени намного меньше масштабов соответствующих эмиссий за границей.

Дело в том, что многие российские компании стремились выходить на фондовые рынки развитых стран и именно там изыскивать источники финансирования своего бизнеса. Поэтому они предпочитали использовать для первичного размещения акций западные биржи – главным образом Нью-Йоркскую (New York Stock Exchange, NYSE) и Лондонскую (London Stock Exchange, LSE). Российские эмитенты усматривали в этом возможность более выгодной продажи акций, обеспечения доступа к крупному капиталу, получения признания в мировом финансовом сообществе. С другой стороны, и большинство иностранных инвесторов считали для себя более приемлемым инвестировать средства в активы российских компаний за пределами России. Они объясняли это тем, что на российском рынке

преимущественно используются дорогие и нестандартные расчетно-клиринговые механизмы и отсутствует надежная система учета прав собственников на ценные бумаги.

С 1996 г. по 2005 г. за рубежом было произведено 17 IPO российских компаний (в широком смысле слова) совокупным объемом 5,7 млрд дол. (для справки: на российских биржах за указанный период – 9 IPO на общую сумму 650 млн дол., т. е. в 9 раз меньше)¹. В последующем объем зарубежных эмиссий продолжал нарастать (в млрд дол.): в 1995 г. – 4,3, в 1996 г. – 12,2 и в первом полугодии 2007 г. – 10,9². При этом на российские IPO пришлось около 30% всех размещений за первую половину 2007 г. на Лондонской бирже, и это вывело российские компании в лидеры по объему размещений в Европе³.

В контексте рассматриваемой проблемы уместно отметить, что, согласно данным ФСФР, доля находившихся в свободном обращении акций российских компаний (free float) составляла в середине 2000-х годов лишь от 5 до 25% их акционерного капитала⁴ (в начале 2007 г. – 5,5 трлн руб., или 21% капитализации рынка⁵). Одной из главных причин этого является как раз стремление эмитентов переводить торговлю акциями на иностранные торговые площадки. Другая причина – это опасения мажоритарных акционеров утратить контроль над компаниями в результате недружественных поглощений, механизмы которых законодательством отрегулированы не вполне четко.

Привлекательным для иностранных инвесторов инструментом на фондовом рынке России являются *корпоративные и региональные облигации*. Приобретение этими инвесторами частных рублевых обязательств сдерживалось в силу ряда обстоятельств. Наиболее значимыми из них являлись: невозможность оценить достоверно степень рисков вложений в подобные обязательства, а также уровень их будущей доходности, что связано с отсутствием в финансовой системе России достаточно надежных процентных ориентиров; трудность использования инфраструктуры сложившегося ранее рынка акций для вторичного обращения облигаций, прежде всего из-за различий мотивов двух групп инвесторов – действующих, с одной стороны, на рынке акций (ориентированность на сверхдоходы при высокой степени риска) и, с другой – на рынке долговых финансовых инструментов (целью являются устойчивые, пусть и менее высокие, доходы); отсутствие у многих эмитентов авторитетных международных кредитных рейтингов.

До кризиса 1998 г. кредитные рейтинги имели не более 10 российских эмитентов. Однако преодоление последствий кризиса, формирование в России устойчивой экономической ситуации, резкое ускорение экономического роста, осуществление ряда институциональных и структурных реформ – все это привело к значительному укреплению финансового состояния ряда крупных российских банков и предприятий и, тем самым, позволило международным рейтинговым агентствам присвоить им достаточно высокие рейтинги, в том числе и инвестиционного класса (Сбербанк России, Внешторгбанк, Банк Москвы, «Газпром», «Роснефть» и др.). Это обстоятельство создает благоприятные условия для приобретения долговых обязательств таких компаний иностранными инвесторами.

Значительных размеров достиг международный сегмент рынка российских долговых бумаг, представленный *корпоративными еврооблигациями* (eurobonds). Они являются альтернативным, по отношению к эмиссии внутренних облигаций и банковскому кредитованию, источником финансирования для предприятий. Большинство российских эмитентов еврооблигаций, выпущенных в 1997 – 1999 гг. и подлежащих погашению в 1999 – 2000 гг., смогли, несмотря на последствия кризиса 1998 г., вовремя погасить свои обязательства.

Рост потребности негосударственного сектора в заемных средствах, с одной стороны, и расширение возможностей для привлечения таких средств, в частности, вследствие получения международных кредитных рейтингов – с другой, привели к резкому росту активности российского бизнеса на рынке еврооблигаций.

Полный перечень находящихся в обращении выпусков еврооблигаций публикуется в информационно-аналитических бюллетенях, издаваемых информационным агентством «Сbonds». По его данным, по состоянию на 1 января 2007 г. объем рынка корпоративных еврооблигаций составил 85,53 млрд

¹ Фондовый рынок России. Доклады Института Европы. – № 175. – М.: Институт Европы РАН. – Издательство «ОГНИ ТД», 2006. – С. 112; Коммерсант. – 13.10.2005. – С. 20.

² Рассчитано по: Российский фондовый рынок: первое полугодие 2007 года. События и факты. – С. 24.

³ Коммерсант. – 12.07.2007. – С. 11.

⁴ См.: Стратегия развития финансового рынка Российской Федерации (Проект) / <http://www.fcsm.ru>

⁵ Вестник НАУФОР. – 2007. – № 10. – С. 65.

дол. (из них около 50% были выпущены кредитными организациями) и муниципальных еврооблигаций – на уровне 1 млрд дол. При этом из совокупного объема рынка российских еврооблигаций, эквивалентного на указанную дату 122,65 млрд дол., на суверенные еврооблигации (включая облигации внутреннего государственного валютного займа – ОВГВЗ и облигации государственного валютного займа 1999 г. – ОГВЗ) приходилось 29,4%, корпоративные (вместе с банковскими) – 69,7% и на муниципальные еврооблигации – 0,9%¹.

Объем корпоративных еврооблигаций характеризуется в последние годы постоянным ростом: в 2005 г. на 62,5%, в 2006 г. – на 53,7% и в первом полугодии 2007 г. – на 35,7%. В марте – апреле 2006 г. объем корпоративных еврооблигаций впервые превысил объем суверенных. В итоге первого полугодия 2007 г. превышение составило уже более двух раз². К началу 2007 г. по сравнению с уровнем 2002 г. рынок корпоративных еврооблигаций вырос в 30 с лишним раз.

Повышение спроса на российские еврооблигации при ограниченном их предложении вызывало в общем итоге тенденцию к росту котировок этих ценных бумаг и, соответственно, к снижению показателей их доходности. Так, по данным агентства «Cbonds», превышение доходности еврооблигаций России над доходностью эталонных облигаций американского казначейства, рассчитываемое компанией «JP Morgan» (ценовой индекс EMBI + RUS), сократилось в общем итоге приблизительно с 350 базисных пунктов (100 базисных пунктов = 1 процент) в июне 2004 г. до почти 90 пунктов к концу сентября 2005 г. Однако в последующий период в связи с ростом облигационных заимствований на мировых финансовых рынках динамика доходности российских еврооблигаций вновь стала характеризоваться умеренным повышением, которое особенно проявилось с октября 2007 г. В результате индекс EMBI + RUS возрос до 176 базисных пунктов на 25 января 2008 г. Средняя доходность российских корпоративных еврооблигаций, которая на протяжении 2005 г. оставалась на уровне чуть выше 7% годовых, в 2006 г. находилась в среднем на отметке приблизительно 8%³.

Торговля российскими еврооблигациями осуществляется главным образом за рубежом – в первую очередь в Лондоне, а также во Франкфурте-на-Майне и Люксембурге. С 2002 г. торги по российским еврооблигациям стали проводиться также на ММВБ.

По данным НАУФОР, соотношение объемов корпоративных заимствований с помощью долговых инструментов на внутреннем и внешнем рынках составило в первой половине 2007 г. 33,9 на 66,1%.

Объемы иностранных инвестиций

Общий объем поступлений иностранных инвестиций в российскую экономику на протяжении 1995 – 2006 гг. по данным Госкомстата/Росстата указан в табл. 2. В публикациях этого ведомства сведения о вложениях нерезидентов в корпоративные ценные бумаги приведены в двух строках. Одной из них является позиция «прочие прямые инвестиции», т. е. прямые инвестиции, за исключением взносов в уставный капитал и кредитов, полученных от зарубежных совладельцев предприятий. С известной долей условности можно считать, что эта строка характеризует величину приобретения в течение года иностранными инвесторами через посредство фондового рынка акций российских предприятий, позволяющих контролировать свыше 10% акционерного капитала компаний. Другая строка – это «портфельные инвестиции», представляющие собой покупку акций и паев, составляющих менее 10% стоимости капитала предприятия, а также облигаций, векселей и других долговых ценных бумаг.

В табл. 2 произведена альтернативная группировка статей. Она состоит в том, что строка «акции и паи» объединяет как прямые («прочие прямые инвестиции»), так и портфельные инвестиции нерезидентов в эти финансовые инструменты. А сумма показателей данной строки и строки «долговые ценные бумаги» характеризует совокупный объем инвестиций в корпоративные ценные бумаги, осуществляемых при посредстве механизмов фондового рынка.

¹ Данные и расчет по: Российский фондовый рынок: первое полугодие 2007 года. События и факты. – С. 15. Данные «Cbonds» об объеме рынка российских корпоративных еврооблигаций включают выпуски международных холдинговых компаний, которые проводят операции в России («ЕвразХолдинг» и др.). Поэтому реально небольшая часть указываемых сумм используется в экономике не России, а других стран, в первую очередь стран – участниц СНГ.

² Там же. – С. 15 – 16.

³ www.cbonds.info.

Информационно-аналитические материалы

Данные Госкомстата/Росстата об иностранных инвестициях нуждаются, по меньшей мере, в двух оговорках.

Во-первых, они в основном представляют собой показатели стоимости приобретения иностранными инвесторами акций и долговых ценных бумаг на первичном рынке. Однако эти данные по большей части не фиксируют отличающиеся высокой волатильностью потоки краткосрочных средств нерезидентов, осуществляющих операции на вторичном рынке ценных бумаг.

Во-вторых, не все вложения капитала нерезидентами в объекты предпринимательской деятельности на территории России являются в полном смысле слова «иностранными». Это связано с тем, что соответствующие данные включают вложения зарубежных филиалов российских компаний, находящихся преимущественно в офшорных зонах, т. е. аффилированных структур российских корпораций или финансовых компаний. Операции иностранных инвесторов «российского происхождения» производятся в основном на первичном рынке – путем покупки новых эмиссий, конверсии одного вида ценных бумаг в другие, аннулирования эмиссий, участия в процессах слияний и поглощений, иначе говоря, используются для реструктуризации приватизированной собственности. Однако информация о подобных сделках поступает несистемно и, кроме того, не является полной и прозрачной.

Данные Росстата о зарубежных инвестициях в российскую экономику в определенной мере расходятся с данными *Центрального банка Российской Федерации*, которые содержатся в публикациях платежного баланса России. Так, если в первом случае (см. табл. 2) суммарный объем иностранных прямых инвестиций составил за период 1995 – 2006 гг. 72,8 млрд дол., то во втором – величина чистого притока этих инвестиций в сектор частных нефинансовых предприятий, т. е. в реальную экономику, оказывается несколько большей: 82,2 млрд дол.¹ Что касается поступления портфельных инвестиций, то здесь расхождение между двумя названными величинами еще более значительно – та, которая получена с использованием данных платежного баланса, составляет 20,7 млрд дол.² и в три с лишним раза превышает соответствующий показатель Росстата, эквивалентный 6,5 млрд дол. Эти расхождения можно объяснить тем, что данные платежного баланса учитывают постоянное превышение покупок нерезидентами ценных бумаг над продажами на вторичном рынке, а также реинвестирование доходов на их российские капиталовложения, а на него в показателях платежного баланса приходится весомая доля общей суммы зарубежных инвестиций в Россию. Кроме того, что касается портфельных инвестиций, то причину большого разрыва между данными Банка России и Росстата следует, по-видимому, видеть в том, что первые включают инвестиции нерезидентов в российские еврооблигации, которые, как можно судить, не находят отражения во вторых.

Масштабный рост фондового рынка в 2005 – 2007 гг. финансовые аналитики единодушно связывали главным образом с существенным усилением активности на нем иностранных инвесторов. Действительно, объем иностранных портфельных инвестиций, по данным Росстата (см. табл. 2), возрос в 2006 г., по сравнению с предыдущим годом, в 7,0 раза и с рекордным до той поры 1997 г. – в 4,7 раза. Показатель, принимаемый нами за величину вложений нерезидентов в российские корпоративные ценные бумаги в совокупности (альтернативная группировка), увеличился, соответственно, в 4,1 раза и 3,3 раза, в том числе в акции и паи – в 4,4 раза и 3,3 раза, в долговые ценные бумаги – в 2,4 раза и 2,7 раза. Доля этих вложений в общем объеме поступления иностранных инвестиций в Россию возросла с 1,9% в 2005 г. до 7,4% в 2006 г., хотя и оставалась вследствие более масштабного роста общего объема, ниже показателя 1997 г. (10,3%).

¹ Рассчитано по: Платежный баланс и внешний долг Российской Федерации. 2004 год. – Центральный банк Российской Федерации. – М., 2005. – С. 26, 27, 79, 97, 113, 129; Платежный баланс и внешний долг Российской Федерации. 2006 год / Вестник Банка России. – 2007. – № 26 – 27. – С. 16 – 17, 36, 57, 79, 100.

² Там же. – 2004. – С. 26, 27, 80, 98, 114, 130; Там же. – 2006. – С. 16 – 17, 37 – 38, 58 – 59, 80 – 81, 101 – 102.

Информационно-аналитические материалы

Т а б л и ц а 2

Объем инвестиций, поступивших от иностранных инвесторов, по видам*

Виды инвестиций	2001 г.		2002 г.		2003 г.		2004 г.		2005 г.		2006 г.		1995–2006 гг.		2007 г. январь–сентябрь	
	млн дол.	% к итогу	млн дол.	% к итогу	млн дол.	% к итогу	млн дол.	% к итогу	млн дол.	% к итогу	млн дол.	% к итогу	млн дол.	% к итогу	млн дол.	% к итогу
Всего инвестиций	14 258	100,0	19 780	100,0	29 699	100,0	40 509	100,0	53 651	100,0	55 109	100,0	267 545	100,0	87 936	100,0
В том числе:																
<i>Прямые</i>	3980	27,9	4002	20,2	6781	22,8	9420	23,3	13 072	24,4	13 678	24,8	72 776	27,2	19644	22,3
Из них:																
взносы в уставной капитал	1271	8,9	1713	8,6	2243	7,5	7307	18,0	10 360	19,3	8769	15,9	40 494	15,1	9021	10,2
кредиты, полученные от зарубежных совладельцев предприятий	2117	14,8	1300	6,6	2106	7,1	1695	4,2	2165	4,0	3897	7,1	23 003	8,6	9748	11,1
прочие прямые инвестиции	592	4,2	989	5,0	2432	8,2	418	1,1	547	1,1	922	1,7	9189	3,4	875	1,0
<i>Портфельные</i>	451	3,2	472	2,4	401	1,4	333	0,8	453	0,8	3182	5,8	6507	2,4	1547	1,8
Из них:																
акции и паи	329	2,3	283	1,4	369	1,2	302	0,7	328	0,6	2888	5,2	5256	2,0	1478	1,7
долговые ценные бумаги	122	0,9	189	1,0	32	0,1	31	0,1	125	0,2	294	0,5	1251	0,4	–	–
Из них:																
векселя	105	0,8	65	0,4	32	0,1	31	0,1	121	0,2	93	0,2	595	0,2	–	–
облигации и прочие портфельные инвестиции	17	0,1	124	0,6	0,1	0,0	–	–	–	–	–	–	228	0,1	–	–
<i>Прочие</i>	9827	68,9	15306	77,4	22 517	75,8	30 756	75,9	40 126	74,8	38 249	69,4	188 262	70,4	66745	75,9
Альтернативная группировка																
Инвестиции в корпоративные ценные бумаги	1043	7,4	1461	7,4	2833	9,5	751	1,9	1000	1,9	4104	7,4	15 696	5,9	–	–
Из них:																
акции и паи	921	6,5	1272	6,4	2801	9,4	720	1,8	875	1,7	3810	6,9	14 445	5,4	2353	2,7
долговые ценные бумаги	122	0,9	189	1,0	32	0,1	31	0,1	125	0,2	294	0,5	1251	0,5	–	–

* Данные об иностранных инвестициях приведены без охвата органов денежно-кредитного регулирования, коммерческих и сберегательных банков, включая рублевые поступления, пересчитанные в доллары США.

Источники: Российский статистический ежегодник. 2002: Статистический сборник. – Госкомстат России. – М., 2002. – С. 585; Финансы России. 2000: Статистический сборник. – Госкомстат России. – М., 2000. – С. 230; Финансы России. 2002. – С. 230; Финансы России. 2004: Статистический сборник. Федеральная служба государственной статистики (Росстат). – М., 2004. – С. 236; Финансы России. 2006. – С.282; Россия в цифрах. 2007: Краткий статистический сборник. – Росстат. – М., 2007. – С. 414; <http://www.gks.ru>.

За первые три квартала 2007 г., по данным Росстата, приток иностранных инвестиций в Россию составил 87,9 млрд дол. – в 2,5 раза больше, чем за тот же период 2006 г. При этом поступление прямых инвестиций возросло на 91,3% и портфельных – в 2,3 раза. По оценке Банка России, чистый приток иностранного капитала в сферу нефинансовых предприятий (прочие секторы) России по итогам всего 2007 г. достиг 122,9 млрд дол., т. е. был в 2,2 раза больше, чем в 2006 г. В том числе приток прямых инвестиций составил 47,1 млрд дол. и портфельных – около 0,8 млрд долларов¹.

Рост присутствия иностранных инвесторов на фондовом рынке России в 2005 – 2007 гг. объясняется рядом событий, которые расценивались этими инвесторами как факторы ослабления политического риска и признаки определенного улучшения предпринимательского и инвестиционного климата в стране. К числу этих событий относится, в частности, то обстоятельство, что такие крупные компании, как «ЛУКОЙЛ», «ТНК-ВП», «Вымпелком» и «Сибнефть», сумели относительно безболезненно разрешить свои налоговые проблемы. Далее – это либерализация рынка акций «Газпрома», осуществление структурных реформ в сфере энергетики.

Что касается *страновой принадлежности ведущих иностранных инвесторов*, вкладывавших средства в экономику России на протяжении периода 1995 – 2006 гг.², то первое место среди стран-инвесторов занимает Великобритания, вытеснившая с этого места Германию, которая по итогам 1995 – 2003 гг. лидировала среди названных стран, а теперь оказалась только на пятом месте. На долю Великобритании приходится 13,9% общего объема поступления иностранных инвестиций в Россию.

Отметим, что по результатам 1995 – 2001 гг. во главе списка находились США, откатившиеся теперь на шестое место. Однако США занимают второе место по объему поставлявшихся прямых инвестиций (некоторая их часть, как говорилось ранее, осуществляется по каналам фондового рынка) с долей в 19,3% (первое место у Нидерландов – 24,4%) и четвертое – по портфельным (данные по прямым и портфельным инвестициям – за 1995 – 2005 гг.). Великобритания лишь пятая по прямым инвестициям, но вторая – по портфельным (15,9%).

Высока совокупная доля четырех стран – участниц ЕС (Великобритания, Германия, Нидерланды, Франция) и Швейцарии – около половины общей суммы инвестиций (в том числе 42,9% прямых и 20,4% портфельных вложений). Япония по общей величине вложений вообще не входит в первую десятку стран, а по объему прямых инвестиций (2,4%) занимает лишь седьмое место.

Обращает на себя внимание то, что в числе основных инвесторов в российскую экономику находятся страны и территории, имевшие режим офшорных зон. Это – Кипр (по общей величине инвестиций – второе место; по прямым вложениям – третье и по портфельным – первое место) и принадлежащие Великобритании Виргинские острова. Суммарная доля Кипра и Виргинских островов по общему объему инвестиций составляет 15,4% и по прямым инвестициям – 16,3%. Особенно велик вклад этих двух территорий в увеличение зарубежных портфельных активов в России – 48,7%. Капиталы, поступавшие из офшоров, имеют преимущественно российское происхождение.

Объем накопленных иностранных инвестиций в экономику России, по концепции Росстата (без охвата органов денежно-кредитного регулирования, коммерческих и сберегательных банков), составил на конец 2006 г. 142,9 млрд дол. и на 1 октября 2007 г. – 197,8 млрд дол. Это превышает соответствующий показатель в начале года на 38,4% и на ту же дату предыдущего года – на 52,2%. Из общей суммы накопленных в экономике страны иностранных вложений прямые инвестиции составили 87,8 млрд дол., или 44,4%, и портфельные – 4,2 млрд дол. (2,1%)⁴.

Распределение ведущих стран – владельцев накопленных к началу 2007 г. инвестиций весьма близко к тому порядку, в котором располагаются страны-инвесторы в Россию в итоге периода 1995 – 2006 гг.: на первых трех местах находятся, соответственно, Кипр (22,6% общей суммы), Нидерланды (16,4%) и Люксембург (16,0%). А вот Великобритания, которая по объемам инвестирования средств в российскую экономику в 1995 – 2006 гг. является лидером, по накопленным вложениям занимает лишь

¹ Оценка платежного баланса Российской Федерации за 2007 год. – <http://www.cbr.ru/statistics/>

² Рассчитано по: Финансы России. 2000: Статистический сборник. Госкомстат России. – М., 2000. – С. 251 – 252; Финансы России. 2002. – С. 243 – 244; Финансы России. 2004: Статистический сборник. Федеральная служба государственной статистики (Росстат). – М., 2004. – С. 249 – 250; Финансы России. 2006. – С. 294; Россия в цифрах. 2007: Краткий статистический сборник. – Росстат. – М., 2007. – С. 422.

⁴ Россия в цифрах. – 2007. – С. 418 – 419; <http://www/gkg.ru>

пятое место (8,2%) вслед за Германией (8,6%). Другие наиболее развитые государства находятся во второй половине десятки основных стран-инвесторов.

По версии Центрального банка Российской Федерации (международная инвестиционная позиция), на начало 2007 г., накопленные прямые инвестиции в Россию (все сектора экономики) составили 271,6 млрд дол. (увеличение по сравнению с состоянием на начало 2001 г. в 8,4 раза). Из этой суммы 250,1 млрд дол. приходились на участие нерезидентов в капитале российских предприятий и их реинвестированные доходы и 21,5 млрд дол. – на остальные прямые инвестиции (долговые обязательства частного сектора, включая банки, перед прямыми инвесторами)¹.

Иностранные портфельные инвестиции в секторе частных нефинансовых предприятий России на начало 2007 г. (по рыночной стоимости) – 210,0 млрд дол. (рост за 2001 – 2006 гг. – в 18,1 раза). Из них 190,9 млрд дол. – это участие иностранцев в капитале предприятий и 19,2 млрд дол. – вложения в российские корпоративные долговые ценные бумаги (включая краткосрочные обязательства на сумму 0,4 млрд дол.). При этом задолженность нефинансового сектора перед иностранцами по долговым ценным бумагам увеличилась, по сравнению с состоянием на 1 января 2004 г., в 4,8 раза и на начало 2001 г. – в 33,2 раза².

Иностранные инвестиции в КЦБ и национальная макроэкономика

Каковы основные каналы взаимодействия российского и мирового финансовых рынков? Какую роль зарубежные вложения в российские корпоративные ценные бумаги играют в функционировании национальной экономики? Каковы проявившиеся и потенциальные макроэкономические последствия этих вложений?

Проблема воздействия иностранных инвестиций в российские ценные бумаги на национальную экономику имеет два основных аспекта. Одним из них является размер вклада этих инвестиций в процессы экономического и социального развития страны. Данную функцию выполняют главным образом прямые вложения. Они иницируются преимущественно долгосрочными, стратегическими соображениями и поэтому имеют относительно более устойчивый характер. Как мы видели выше (табл. 2), прямые инвестиции лишь отчасти (предположительно статья «прочие прямые инвестиции») производятся благодаря механизмам фондового рынка (преобладающий их вид – взносы в уставный капитал). Другой аспект – это влияние иностранного капитала на состояние текущей экономической конъюнктуры. Такое влияние оказывают главным образом портфельные инвестиции, осуществление которых определяется в основном спекулятивными мотивами и которые характеризуются по этой причине высоким уровнем волатильности. Портфельные инвестиции, в противоположность прямым, в полном объеме производятся по каналам фондового рынка. Рассмотрим оба названных аспекта.

Показателем роли иностранных инвестиций в развитии экономики служат в первую очередь данные об объемах этих инвестиций и их структуре. В общей сложности за период 1995 – 2006 гг. из всего объема вложений, поступивших в Россию от иностранных инвесторов (см. табл. 2), на инвестиции, осуществленные зарубежными предпринимателями через посредство российского фондового рынка, включая и приобретение акций, пришлось менее 6% и на прямые инвестиции – 27,2%. А свыше 70% этой суммы составили так называемые «прочие инвестиции», к которым относятся торговые кредиты, предоставленные нерезидентами российским организациям, прирост просроченной задолженности по отношению к зарубежным кредиторам, увеличение принадлежащих иностранцам средств на текущих и депозитных счетах в российских банках, приобретение нерезидентами рублевой наличности. Вряд ли столь высокая доля подобных вложений может свидетельствовать о достаточно эффективном характере использования совокупного объема иностранных инвестиций.

Показательно в данном отношении сопоставление объема притока иностранных инвестиций в Россию с основными макроэкономическими показателями страны. Так, общая величина поступления этих инвестиций по отношению к ВВП России (в пересчете в доллары США по официальному курсу на конец года) составила (в процентах) в 2000 г. 4,2, в 2002 г. – 5,8, в 2004 г. – 6,6 и в 2006 г. – 5,4;

¹ Данные и расчет по: Платежный баланс и внешний долг Российской Федерации. I квартал 2007 года / Вестник Банка России. – 2007. – № 48 – 49. – С. 167, 168, 178 – 180.

² Там же.

сумма прямых инвестиций, соответственно, – 1,7; 1,2; 1,5 и 1,3¹. Что касается иностранных вложений только в КЦБ (а именно они являются собственно предметом настоящей статьи), то отношение их объема к ВВП во всех четырех случаях было ничтожно малой величиной, не выходящей за пределы половины процента.

Не выше, а даже ниже показатели, характеризующие сопоставление величины поступления иностранных инвестиций в российские КЦБ с объемом финансовых вложений российских национальных организаций. В указанные четыре года эти показатели составляли, соответственно, 1,8%, 4,3; 0,4 и 0,8%. Если из общего объема российских финансовых вложений в 2005 г. вычленим вложения в паи, акции, облигации и другие долговые обязательства (на них пришлось 25,4%), которые в совокупности примерно соответствуют строке «иностранные инвестиции в корпоративные ценные бумаги» в табл. 2, то и в этом случае вторая величина составляет по отношению к первой всего лишь 1,2% (в 2001 г. – 3,8%, в 2003 г. – 6,4%).

По масштабам использования зарубежных инвестиций Россия до недавнего времени существенно отставала от стран Центральной и Восточной Европы. Согласно имеющимся данным, размер прямых иностранных вложений на душу населения с 1990 по 2005 г. не достигал и 200 долларов, а это составляло лишь 1/10 соответствующего показателя в названных странах².

Представление о размерах реального использования фондового рынка, включая иностранный капитал, в целях экономического развития дают оценки ФСФР. Согласно этим оценкам, соотношение между величиной средств, привлекаемых российскими предприятиями для осуществления инвестиций на внутреннем и внешнем рынках ценных бумаг (акций и облигаций), вместе взятых, и объемом инвестирования крупных и средних предприятий в основной капитал увеличилось с практически нулевой отметки в 1998 г. до приблизительно 4% в 2000 г. и 12 – 13% в 2002 г. В 2004 г. сумма привлеченных из этих источников инвестиций составила 15,5 млрд дол., а величина указанного соотношения возросла до 19,6%. При этом объем ресурсов, мобилизованных российскими предприятиями посредством механизмов долевого и долгового финансирования на внутреннем рынке ценных бумаг, составил 153 млрд руб. (5,3 млрд дол.), или 6,6% от объема инвестиций в основной капитал, а на внешних рынках – 10,2 млрд дол. и, соответственно, 13%.

Из приведенных выше цифр следует, что потенциал иностранного присутствия на российском фондовом рынке в качестве источника средств для развития российской экономики реализовался пока что в ограниченных масштабах. Однако в настоящее время в условиях устойчивого экономического роста ситуация меняется к лучшему. По словам вице-преьера и министра финансов А. Кудрина, величина притока прямых иностранных инвестиций по итогам 2007 г. предположительно должна быть эквивалентна 2,7% ВВП. Этот показатель соответствует уровню Китая, а также таких стран, как Венгрия и Польша³. Тем не менее, по-видимому, потребуются дальнейшие усилия с целью привлечения иностранного капитала, в том числе в виде вложений в акции и долговые ценные бумаги. При этом очевидно, что одновременно должны быть проведены глубокие структурные преобразования, имеющие целью осуществление отраслевой диверсификации экономики страны, которые позволили бы безболезненно абсорбировать возросший приток иностранного капитала.

«Стратегия развития финансового рынка Российской Федерации на 2006 – 2008 годы», утвержденная распоряжением Правительства от 1 июня 2006 г., предполагает, что в 2008 г. привлечение финансовых средств путем размещения российскими корпорациями акций и облигаций на внутреннем финансовом рынке составит не менее 20% от объема инвестиций в основной капитал крупных и средних предприятий, а с учетом кредитов и займов российских банков и использования возможностей международных рынков капитала этот показатель должен будет достичь 35 – 40%.

¹ Рассчитано по: Финансы России. 2004. – С. 15, 236; Финансы России. 2006. – С. 15, 282; Россия в цифрах. 2007. – С. 30, 414, 489.

² См.: The New Times. – 2007. – № 35. – 8 октября. – С. 47.

³ Коммерсант. – 21.11.2007. – С. 2; Экономические новости России и Содружества. 2007. – № 23. – Декабрь. – С. 5.

Данные об *отраслевой структуре* зарубежных прямых и портфельных инвестиций в сумме за период 1995 – 2002 гг.¹ и 2003 – 2005 гг.² свидетельствуют о том, что иностранный капитал отдает явное предпочтение тем отраслям российской экономики, которые характеризуются низкой капиталоемкостью, обеспечивают быструю отдачу и высокую норму прибыли либо продукция которых пользуется высоким и устойчивым спросом на мировом рынке.

По итогам 1995 – 2002 гг. в составе прямых инвестиций первое и второе места занимали вложения в пищевую промышленность, на которые пришлось 17,7% и в торговлю и общественное питание – 16,4%. На третьем месте с 12,8% находилась топливная промышленность (нефтедобывающая, нефтеперерабатывающая, газовая, угольная), в которую иностранных инвесторов привлекает особо важное значение энергоносителей в мировой экономике. Кроме того, в первую пятерку входила группа отраслей, включающая финансы, кредит, страхование и пенсионное обеспечение, а также транспортная отрасль. А вот доля машиностроения и металлообработки составляла лишь 4,5% общей суммы прямых инвестиций. И совсем обделенным оказалось занимающее последнее место (0,5%) сельское хозяйство.

За 2003 – 2005 гг. первое место (в силу указанных выше мотивов) заняла группа отраслей, соответствующая использовавшемуся в предыдущий период (1995 – 2002 гг.) термину «топливная промышленность» (в новой группировке – добыча топливно-энергетических полезных ископаемых плюс производство кокса и нефтепродуктов). Совокупная доля этих отраслей составила около половины (45,8%) всего объема прямых инвестиций за указанные годы. На втором месте, как и в предыдущий период, находилась торговля (включает ремонт автотранспортных средств и предметов личного пользования, а также гостиницы и рестораны), правда, доля ее уменьшилась до 11,4%. На третье место вышел вид экономической деятельности, характеризуемый статистикой как «операции с недвижимым имуществом, аренда и предоставление услуг» (9,3%). Что касается производства машин и оборудования (включая электрооборудование, электронное, оптическое оборудование и транспортные средства), то его доля в поступлении прямых инвестиций составила лишь 2,9%, т. е. даже меньше, чем за 1995 – 2002 годы.

В объеме накопленных прямых инвестиций в Россию на конец 2006 г.³ на первых местах – в основном те же отрасли, что и в поступлении этих инвестиций за 2003 – 2005 гг. Однако ранжирование их процентных долей несколько иное: если первое и третье места остаются, соответственно, за топливным производством (28,9%) и операциями с недвижимостью (13,1%), то второе место заняла металлургия (15,5%), а группа отраслей, охватывающих торговлю, ремонт и гостинично-ресторанный бизнес, переместилась на пятое место, пропустив на четвертое – финансовую деятельность. Обращает на себя внимание и то, что доля производства машин и оборудования еще более мизерна – всего 2,4%.

Еще более значительный отрыв от базовых отраслей экономики характерен для поступающих в Россию портфельных инвестиций. Здесь в итоге периода 1995 – 2002 гг. первую строчку занимала так называемая коммерческая деятельность по обеспечению функционирования рынка, поглотившая 28,3% общей суммы таких инвестиций; на втором месте находились торговля и общественное питание, на которые пришлось 15,9%, и на третьем (15,0%) – финансы, кредит, страхование и пенсионное обеспечение (в совокупности). В последующие три года (2003 – 2005 гг.) 41,2% портфельных инвестиций составили вложения в финансовую деятельность и в операции с недвижимостью, аренду и услуги. А в составе накопленных на конец 2006 г. портфельных инвестиций на эти два вида экономической деятельности приходится более половины общего их объема, а именно 54,1%.

Очевидно, монетарным властям следует предпринять те или иные шаги в направлении создания условий для диверсификации деятельности иностранного капитала на российском фондовом рынке, для обеспечения ощутимого сдвига в пользу реального сектора национальной экономики.

Степень воздействия иностранного капитала на состояние текущей макроэкономической конъюнктуры в России определяется удельным весом деятельности нерезидентов (в сопоставлении с резидентами) на национальном фондовом рынке. Существующая статистика не дает возможности точ-

¹ Рассчитано по: Российский статистический ежегодник. 2002. – С. 585; Финансы России. 2000. – С. 231 – 233; Финансы России. 2002. – С. 231 – 234; Финансы России. 2004. – С. 237 – 240.

² Рассчитано по: Финансы России. 2006. – С. 283 – 286. Данные за 2003 – 2006 гг. представлены в источнике с использованием иной, более детализированной группировки отраслей экономики, нежели за 1995 – 2002 гг. Поэтому эти две группы данных не во всех случаях полностью сопоставимы.

³ Рассчитано по: Россия в цифрах. 2007. – С. 419, 421.

Информационно-аналитические материалы

но определить этот удельный вес. Однако имеются отдельные экспертные суждения на сей счет, которые, правда, в ряде случаев расходятся весьма существенно. Практически речь идет о двух видах показателей – во-первых, о доле нерезидентов в объеме торгового оборота российского фондового рынка («в терминах потока») и, во-вторых, о размерах их участия в капитализации этого рынка («в терминах запаса»). К сожалению, некоторые высказывания сформулированы таким образом, что из них не вполне ясно, какой из названных двух показателей и в каком объеме имеется в виду. Кроме того, экспертные оценки, относящиеся к разным временным периодам, характеризуются значительными отличиями, отражающими смену соответствующих тенденций.

Согласно оценкам российской аналитической лаборатории «Веди», доля нерезидентов в общем объеме оборота российского рынка акций в докризисном 1997 г. составляла порядка 70%¹. Бывшая Федеральная комиссия по рынку ценных бумаг определяла эту долю для того же года цифрой 50%². По словам известного российского исследователя рынка ценных бумаг Я. Миркина, общепринятая экспертная оценка – доля иностранных инвесторов на рынке РТС до кризиса 1998 г. – 60 – 65%. По его мнению (оно относится к 2002 г.), «эта оценка остается в силе и в настоящее время»³. А вот суждение возглавляющего компанию «Тройка Диалог» Р. Варданяна: «Если до кризиса 1998 г. соотношение западных и российских инвесторов на нашем рынке было порядка 80 : 20, то сейчас (октябрь 2005 г. – Д. С.) 50 : 50»⁴. А согласно высказыванию председателя совета директоров той же компании П. Теплухина (август 2007 г.), «сейчас... чисто российских денег на нашем фондовом рынке всего процентов тридцать-сорок»⁵. И по словам бывшего главы ФСФР О. Вьюгина, капитализация российского фондового рынка на 70% обеспечивается иностранными инвестиционными фондами и лишь на 30% – российскими инвесторами⁶ (правда, не вполне ясно, идет ли речь о доле нерезидентов в собственно капитализации, т. е. в стоимости обращающихся на рынке акций, или в объеме торгового оборота).

Что касается участия иностранных инвесторов в совокупной рыночной капитализации российской акционерного капитала, то по данным публикации одной из крупнейших брокерских компаний «Brunswick UBS Warburg», в 2000 г. доля иностранных портфельных инвесторов в капитализации российских компаний, акции которых торгуются на биржах, составила 20%, в 2002 г. повысилась до 22%, а в 2003 г. понизилась до 18%⁷. К этой же цифре тяготели и преобладавшие оценки доли иностранных инвесторов в собственности российских предприятий, относившиеся к 2005 г.⁸

Согласно данным «Тройка Диалог», по состоянию на начало 2007 г., объем инвестиций нерезидентов в акции российских предприятий составлял 916 млрд руб. (35 млрд дол.), и на них приходилось 3,6% объема капитализации рынка (25 482 млрд руб., или 966 млрд дол.). Однако следует учесть, что эти данные охватывают только вложения крупнейших мировых инвестиционных фондов, поэтому фактически объем инвестиций нерезидентов в российские акции может быть более значительным. Если же сопоставить размер указанных инвестиций со стоимостью российских акций, находящихся в свободном биржевом обращении (5,5 трлн руб.), то доля нерезидентов составит свыше 16%. При этом на них приходилось 44% итоговой суммы вложений в российские акции, включающей, помимо нерезидентов, все категории российских частных инвесторов⁹. Уменьшение доли нерезидентов, по сравнению с приведенными выше оценками, может быть объяснено значительно более быстрым ростом величины капитализации российского рынка акций.

Более высокие значения соответствующих показателей получил путем использования данных международной инвестиционной позиции России (накопленный объем в одном случае иностранных прямых инвестиций и в другом – портфельных вложений в долговые ценные бумаги частного сектора), публикуемых Центральным банком Российской Федерации, А. В. Навой. Согласно его расчетам, по

¹ См.: <http://www.vedi.ru> – архив.

² <http://www.fedcom.ru>

³ Миркин Я. М. Рынок ценных бумаг России: Воздействие фундаментальных факторов, прогноз и политика развития. – М. – 2002. – С. 168.

⁴ Коммерсант-брокер. – 06.10.2005. – С. 36.

⁵ Итоги. – 2007. – № 34. – С. 24.

⁶ Коммерсант. – 17.02.2006. – С. 14.

⁷ Brunswick UBS Warburg Russian Equity Guide 2001/2002 – 2003/2004.

⁸ См.: Рубцов Б. Б. Современные фондовые рынки. – М.: Альпина Бизнес Букс, 2007. – С. 54.

⁹ Данные и расчет по: Вестник НАУФОР. 2007. – № 10. – С. 65; информационные материалы ММВБ.

состоянию на начало 2006 г. доля нерезидентов в акционерном и прочем капитале частных отечественных компаний составляла 40 – 50%, а в корпоративных облигациях достигала 70 – 80%¹.

Исходя из приведенных оценок, значение иностранного капитала для состояния российского рынка ценных бумаг можно охарактеризовать как весьма существенное. А в ряде случаев зарубежные инвестиционные фонды своими операциями практически определяют изменения конъюнктуры этого рынка.

Болезненной проблемой финансового рынка России остается *характер операций иностранных инвесторов* на этом рынке. Дело в том, что западные инвесторы в своем большинстве до сих пор предпочитают работать на российском рынке, что называется, «набегом». Такого рода тактика операций состоит в осуществлении концентрированных краткосрочных вложений с целью «разогрева» рынка, т. е. скачкообразного повышения котировок акций, и в последующем выводе с рынка вложенных средств для извлечения дохода из разницы биржевых котировок. Существенно в данной связи и то, что иностранным инвесторам в большей мере, чем отечественным, свойственно «стадное поведение», т. е. одинаправленность и синхронность принимаемых рыночных решений. Однако и при наличии спекулятивных мотивов портфельные инвестиции, в конечном счете, содействуют упрочению самого института фондового рынка. Таким образом, портфельные инвестиции объективно прокладывают дорогу зарубежному стратегическому инвестору.

Интернационализация российского фондового рынка: проблемы и перспективы

Выход во второй половине 1990-х годов российских компаний на западные финансовые рынки со своими акциями в виде депозитарных расписок, о чем говорилось в начале статьи, на первых порах способствовал развитию и внутреннего фондового рынка. Рост курса акций в России был отчасти связан с высоким спросом на эти акции за рубежом. Но вместе с тем игра на разнице котировок на мировом и внутреннем рынках усиливала спекулятивный ажиотаж вокруг российских акций. Возникшая в 2002 – 2004 гг. тенденция массового ухода фондовых активов за границу (см. табл. 1) лишала российские инфраструктурные учреждения значительной доли прибыли и – самое главное – тормозила развитие и совершенствование отечественного финансового рынка, создавала потенциальную угрозу практической утраты этого рынка.

Естественной и закономерной реакцией на возникшие проблемы стала постановка *цели радикального укрепления международной конкурентоспособности национального фондового рынка*, в том числе рынка ценных бумаг. Более того, на современном этапе, в условиях благоприятной макроэкономической ситуации речь идет о превращении российского рынка в региональный международный финансовый центр. По словам авторов исследования, осуществленного под эгидой Национальной ассоциации участников фондового рынка (НАУФОР), «создание в рамках российского фондового рынка регионального финансового центра следует определить в качестве одной из задач по созданию идеальной модели фондового рынка в России»².

Достижение указанной цели требует, с одной стороны, образования *благоприятного предпринимательского и инвестиционного климата в стране*. Это – совокупность политических, экономических, правовых, административных и прочих условий деятельности иностранного инвестора в стране приложения капитала. Российские власти стараются осуществлять меры, направленные на улучшение инвестиционного климата, включающие установление стабильных правил ведения бизнеса и обеспечение предсказуемости нормативного регулирования и правоприменения, на устранение присущих в той или иной мере российской экономике инфраструктурных изъянов, которые сдерживают экспансию иностранных инвесторов на российском фондовом рынке.

С другой стороны, национальный регулятор в лице ФСФР предпринимает практические *меры административного характера, имеющие целью противодействие перетоку торговли ценными бумагами за рубеж*. В этом контексте с 2006 г. действует правило, согласно которому российский эмитент обязан при выпуске акций разместить не менее 30% их общей суммы в России, при том, что доля их

¹ См.: Деньги и кредит. – 2007. – № 1. – С. 47.

² Идеальная модель фондового рынка России на среднесрочную перспективу (до 2015 года). – М.: НАУФОР. – 2007. – С. 105.

размещения за рубежом не может превышать 70% (так называемое «двойное IPO»). Предельный рубеж разрешенных к обращению за границей акций составляет 35%. Осуществляются и шаги, призванные стимулировать российские компании размещать свои акции именно внутри страны. Эмитенты-акционеры пользуются преимущественным правом выкупать в течение 20 дней после проведения IPO акции по цене, определенной в ходе публичного размещения. Регистрация регулятором отчета об эмиссии становится уведомительной, хотя этот порядок применяется только в отношении размещений на бирже с помощью брокера. При этом отчет об эмиссии регистрируется непосредственно на бирже.

По мере повышения уровня развития фондового рынка России торговые операции с российскими акциями действительно в значительной мере возвращаются на этот рынок. Если в 2005 г. доля отечественных торговых площадок в общей сумме размещения акций российских компаний составляла 6,47%, то в 2006 г. она возросла до 32,43%, а в первой половине 2007 г. – до 56,61%¹. Показательно и то, что по итогам первого полугодия 2007 г. российская биржа РТС заняла по объемам размещения акций (10,86 млрд. дол.) третье место в мире после бирж Лондона и Гонконга².

В «Стратегии развития финансового рынка Российской Федерации» содержится прогноз, согласно которому доля операций с российскими акциями, производимых на отечественных торговых площадках, составит в 2008 г. не менее 70% общего их объема. Этот прогноз практически реализован (табл. 1). Уже в 2005 г. восстановилось равновесие в объемах торговли российскими акциями на вторичном рынке внутри России и за рубежом. А в течение 2006-го – первой половины 2007 г. соотношение между объемом торгов акциями российских компаний, депозитарные расписки которых торгуются на зарубежных биржах, и размерами торговли самими депозитарными расписками за границей устойчиво установилось на уровне, примерно соответствующем 70 на 30%.

Одновременно предпринимаются усилия, нацеленные на привлечение иностранных инвесторов на российские торговые площадки, т. е. на интернационализацию российского фондового рынка. ФСФР разработала совместно с Росстандартом и в октябре 2007 г. утвердила соответствующие международным стандартам единые требования к классификации российских и иностранных финансовых инструментов в качестве ценных бумаг. Соответственно, для российского регулятора отпадает необходимость рассматривать каждый предлагаемый для обращения на рынке иностранный финансовый инструмент по отдельности. При этом сами ценные бумаги должны учитываться в российских депозитариях. Если же выпуск не прошел процедуру листинга на зарубежных биржах, то потребуются специальное разрешение ФСФР. В любом случае эмитент должен быть зарегистрирован в государстве, принадлежащем к группе FATF.

С принятием новых, упрощенных правил классификации и учета ценных бумаг зарубежных эмитентов последние получают возможность прямого доступа на российский фондовый рынок. А российские инвесторы могут теперь вкладывать свои накопления в иностранные финансовые инструменты напрямую. Соответственно, для них уменьшается потребность прибегать к обременительным схемам инвестирования в зарубежные бумаги через посредство офшорных зон, как это было до установления нового порядка.

Возникает вопрос: если, как мы видели, происходит возвращение в значительных размерах российских эмитентов из-за рубежа на национальный фондовый рынок, то следуют ли за ними одновременно и иностранные инвесторы? Данные, приведенные в табл. 3, свидетельствуют о том, что такая тенденция в последние годы действительно имеет место.

Так, доля инвесторов-нерезидентов в структуре оборота на рынке акций (покупка+продажа, без операций РЕПО) возросла в общем итоге с 13% в январе 2005 г. до 27% в январе 2007 г. и 36% в ноябре 2007 г. Продажи нерезидентами российских акций в январе превышали их покупки на 0,9 млрд дол., а в октябре было зарегистрировано положительное сальдо такого рода операций на сумму 2,3 млрд дол. Показательно в данном отношении и то, что в общем объеме торговли нерезидентов российскими акциями увеличивается удельный вес операций с локальными акциями (в январе 2006 г. приблизительно 17%, в январе 2007 г. – свыше 1/4 и в июле – около 1/3³) за счет снижения доли сделок с депозитарными расписками. Отметим попутно, что доля нерезидентов существенно возросла, по данным ММВБ, и в структуре оборота российского валютного рынка, а именно: с 32,8% в апреле 2004 г. до 45,3% в апреле и 53% в сентябре 2007 года.

¹ Российский фондовый рынок: первое полугодие 2007 года. События и факты. – С. 24.

² Коммерсант. 25.06.2007. – С. 1, 11.

³ См.: Вестник НАУФОР. – № 10. – С. 61 (рис. 3).

Информационно-аналитические материалы

Нарастанию тенденции к интернационализации российского фондового рынка способствует ряд объективных факторов. В их числе: поступательный рост российской экономики; совершенствование законодательства; либерализация валютного регулирования; быстрое укрепление рубля; развитие инфраструктуры фондового рынка; присвоение России международными агентствами инвестиционных рейтингов. Все эти факторы повышают уровень доверия иностранных инвесторов к российскому рынку и тем самым способствуют расширению объема их операций на нем.

Нельзя закрывать глаза на то, что при определенных обстоятельствах зарубежные портфельные инвестиции *могут стать источником серьезных трудностей для национальной экономики*. Под влиянием процессов глобализации мирового хозяйства возникает беспрецедентная степень взаимозависимости национальных финансовых рынков, которая является следствием их открытости по отношению к внешнему миру. При этом центром мирового финансового рынка, по отношению к которому другие национальные рынки оказываются периферийными сегментами, является финансовый рынок США. Все они испытывают влияние информационных сигналов, исходящих из этого центра. Эмпирическое исследование с использованием математического аппарата, осуществленное В. Р. Евстигнеевым¹, привело автора к выводу о том, что именно американский фондовый рынок эффективно формирует предпочтения портфельных инвесторов на российском и других рынках акций в отношении стратегий их поведения.

Т а б л и ц а 3

Операции нерезидентов на Фондовой бирже ММВБ

	2005 г.	2007 г/										
	Январь	Январь	Февраль	Март	Апрель	Май	Июнь	Июль	Август	Сентябрь	Октябрь	Ноябрь
Доля нерезидентов в общем обороте рынка акций, %	12,7	26,7	28,8	27,3	28,2	32,3	33,0	32,3	30,4	33,3	33,7	35,6
Сальдо операций нерезидентов на вторичном рынке, млрд дол.	...	-0,9	-0,5	0,6	0,3	-0,2	1,6	1,0	-1,6	1,7	2,3	...

Источник: ММВБ.

В условиях глобализации финансовых потоков и либерализации механизмов внешнеторгового и валютного регулирования резко возросшие трансграничные потоки краткосрочных капиталов, будучи недоступны прямому контролю со стороны монетарных властей, вызывают скачкообразные изменения состояния внутреннего валютного рынка, динамики официальных золотовалютных резервов, следующие за притоком или оттоком иностранных капиталов, влекут за собой резкие колебания значений денежной базы и, соответственно, всего национального денежного предложения (денежной массы). Неконтролируемые, спонтанные изменения объемов денежной массы, в свою очередь, чреватые дестабилизирующим воздействием на экономику.

В случае массивного притока капиталов денежная масса чрезмерно возрастает, что может приводить в действие механизм развития инфляции, т. е. служить источником сильных внешних импульсов, стимулирующих «инфляцию спроса». Напротив, отток иностранных капиталов способен породить тенденцию к росту процентных ставок, сокращению ликвидности в финансовом секторе и сжатию денежной массы, а это имеет своим следствием дефляционное, депрессивное состояние хозяйственной конъюнктуры.

Именно так обстояло дело в период финансового и экономического кризиса в России в 1998 г. Никто не может гарантировать, что в условиях возможного углубления финансового кризиса и экономических неурядиц на Западе события не примут вновь подобный оборот. В этой связи следует согла-

¹ См.: Евстигнеев В. Ситуация на американском фондовом рынке и прогнозирование российского рынка акций / В книге: Мировой фондовый рынок и интересы России / Отв. ред. Д.В. Смыслов / Институт мировой экономики и международных отношений РАН. – М.: Наука, 2006. – С. 220 – 249.

ситься с выводом, к которому приходит Н. Осадчий: «Главной угрозой для российских эмитентов (и добавим от себя – для всей экономики) является мобильный финансовый капитал зарубежных инвестиционных фондов, сосредоточенный в наиболее ликвидных акциях»¹.

В 2000-е годы произошло кардинальное улучшение соотношения между резко возросшими золотовалютными резервами России и ее международными краткосрочными (со сроком погашения до года) ликвидными обязательствами: если в 2000 г. указанные обязательства были почти на 30% больше объема резервов², то по состоянию на начало 2007 г. этот объем, составлявший 303,7 млрд дол. (на конец 2007 г. – 474 млрд дол.), в 5,5 раза превышал величину соответствующих обязательств: 55,7 млрд дол. (включая вложения нерезидентов в наличную национальную валюту, принадлежащие им рублевые текущие счета и краткосрочные депозиты, а также просроченную российскую задолженность), в том числе обязательства банков на сумму 39,5 млрд дол. и частных нефинансовых предприятий – 9,5 млрд дол.³ Правда, при этом отношение международной инвестиционной позиции частного сектора по портфельным инвестициям (включая участие нерезидентов в капитале предприятий) к величине золотовалютных резервов увеличилось с 44,5% в начале 2001 г. до 74,8% на 1 января 2007 г. (сумма инвестиций в указанном объеме – 227,2 млрд дол.)⁴. Тем не менее нынешнее положение создает для российской экономики, в особенности ее валютно-финансового сектора, значительный запас прочности по отношению к внешним дестабилизирующим воздействиям. При всем том потребность в налаживании целенаправленного регулирования иностранных портфельных инвестиций не должна сниматься с повестки дня.

В условиях валютной либерализации регулирование зарубежных портфельных инвестиций должно, по-видимому, иметь характер своего рода «тонкой настройки». Оно может осуществляться с помощью использования арсенала рыночных инструментов – главным образом, девизной (валютные интервенции) и дисконтной (маневрирование процентными ставками) политики. В конечном счете это регулирование призвано обеспечивать приемлемый баланс между целями устранения возможной опасности обрушения фондового и валютного рынков, с одной стороны, и использования немалого потенциала портфельных инвестиций для вложений в российскую экономику и содействия экономическому росту, с другой стороны. ■

¹ Мировая экономика и международные отношения. – 2007. – № 12. – С. 44.

² The Global Competitiveness Report 2000. Geneva, Switzerland: World Economic Forum, 2000 //New York: Oxford University Press, 2000. – P. 26.

³ Платежный баланс и внешний долг Российской Федерации. 2006 год/Вестник Банка России. – М., 2007. – № 26 – 27. – 14 мая. – С. 153, 187.

⁴ Рассчитано по: Платежный баланс и внешний долг Российской Федерации. I квартал 2007 г. / Вестник Банка России. – 2007. – № 48 – 49. – 23 августа. – С. 178 – 180.