

Финансовая академия при Правительстве РФ

Кафедра « Ценные бумаги и финансовый инжиниринг»

Допустить к защите
Заведующий кафедрой
проф. Миркин Я.М.
« _____ » _____ 2003 г.

Диссертация

На соискание степени магистра экономики по магистерской программе

«Рынок ценных бумаг и биржевое дело» на тему:

«Иностранные инвесторы на российском рынке ценных бумаг»

**Выполнила: магистрант
Малахова Е.А.**

**Научный руководитель:
проф. Рубцов Б.Б.**

Москва – 2003

Содержание

Введение	3
Глава 1. Формирование российского фондового рынка и определение места иностранных инвесторов на нем	7
1.1. Приватизация как основополагающий фактор создания основ акционирования	7
1.2. Специфика участия иностранных инвесторов в капитале российских компаний и их роль на отечественном фондовом рынке	18
Глава 2. Иностранные инвесторы на российском рынке и современные стратегии инвестирования	31
2.1. Законодательные основы иностранного инвестирования и структура инвестиций	31
2.2. Особенности восприятия иностранными инвесторами отечественного рынка	36
2.3. Основные зарубежные инвесторы и стратегии инвестирования в российский рынок	48
Глава 3. Иностранные инвестиции в российские активы – проблемы и пути их решения	69
3.1. Неоднозначность результатов деятельности иностранных инвесторов на российском рынке	69
3.2. Перспективы совершенствования российского рынка ценных бумаг в целях инвестирования	80
Заключение	89
Библиография	95
Приложение	98

Введение

Темой настоящего исследования является деятельность иностранных инвесторов на российском рынке ценных бумаг. Данная тематика представляется весьма интересной и актуальной в контексте современного развития российского общества. Дело в том, что существуют два противоположных мнения относительно сущности и значения иностранных инвестиций для развития национальной экономики. Приверженцы одного из них признают за иностранными инвесторами главенствующую роль во вложениях капитала на российском рынке и отрицают возможность развития внутренних инвестиционных ресурсов, тогда как их оппоненты уверены в том, что чрезмерное увлечение внешними привлекаемыми средствами негативно сказывается как на деловой активности внутри страны, так и на динамике отечественного рынка.

Мы не ставим перед собой цели поддержать сторонников одного подхода и низвести противоположную точку зрения. Наша задача – попытаться провести всесторонний анализ ситуации в ретроспективе и в текущей момент, а также дать максимально объективную оценку работе зарубежных инвесторов на российском фондовом рынке и неоднозначным эффектам, оказанным их присутствием на отечественном рынке. Учитывая традиционный недостаток инвестиций в российской экономике для структурной реорганизации и совершенствования производства, иностранные инвестиции играли и будут играть важную роль в финансировании потребностей промышленности. Однако необходимо четко отличать реальные инвестиции от спекуляций, главной целью которых является получение дохода в краткосрочной перспективе.

В связи с этим в данной работе мы предпримем попытку определить источники формирования мощного пласта спекулятивно настроенных инвесторов в отношении российских активов, определим основных игроков и преобладающие стратегии инвестирования. Наше внимание будет привлечено не к частным, а к институциональным инвесторам, а именно – к инвестиционным фондам как основным институтам, аккумулирующим средства частных инвесторов и направляющим их в различные инструменты и на различные рынки. Стоит отметить, что именно институциональные инвесторы играют важнейшую роль на большинстве фондовых рынках, к которым относится и российский рынок ценных бумаг, где нет как в США широкого пласта розничных инвесторов. Этим и обуславливается выбор этой категории инвесторов в качестве объекта изучения.

Особую значимость в рамках темы настоящего исследования имеет раскрытие проблем, связанных с иностранным участием на национальном рынке, а также возможных путей их решения. Данное направление научного поиска представляется нам весьма перспективным, поскольку, учитывая неизбежность присутствия иностранных инвесторов на российском рынке и довольно серьезную зависимость национальной экономики от зарубежного финансирования, необходимо, на наш взгляд, найти баланс, не ущемляющий ни национальные интересы, ни интересы внешней стороны. Помимо научного интереса подобное исследование представляет практическую ценность, поскольку в современных условиях фондовый рынок является весьма динамично развивающимся механизмом.

Что касается историографии рассматриваемой нами темы, то мы вынуждены отметить недостаточную изученность данного вопроса в отечественной литературе. Безусловно, с момента появления на зародившемся российском рынке ценных бумаг иностранных инвесторов шли дискуссии относительно плюсов и минусов складывавшихся тенденций и преобладания зарубежных инвесторов на отечественном рынке. Тем не менее, общая эйфория, вызванная стремительным ростом рынка корпоративных ценных бумаг и государственных долговых обязательств, заглушала аргументы пессимистов. Так, даже в предкризисных отчетах ФКЦБ акцент делался на позитивной динамике рынка и продуманной политике регулирующих органов в сфере операций на российском фондовом рынке.

После августовского кризиса многим авторам концепций развития национального рынка ценных бумаг пришлось пересмотреть свои взгляды. Учитывая этот факт, для написания данного исследования использовались, как правило, последние публикации, а издания, вышедшие до кризиса, рассматривались в основном с точки зрения теоретического материала, не подверженного влиянию времени. Из наиболее современных книг, затрагивающих рассматриваемую нами тематику, стоит выделить следующие: Булатов В. *Фондовый рынок в структурной перестройке экономики* (М., 2002) Миркин Я. *Рынок ценных бумаг России: воздействие фундаментальных факторов, прогноз и политика развития* (М., 2002) и Евстигнеев В. *Портфельные инвестиции в мире и России: выбор стратегии* (М., 2002). Особо стоит отметить также довольно интересную и современную работу Makarevich L. *Foreign Investors in the Emerging Russian Market* (М., 2003), однако эта книга еще не опубликована и доступна лишь в электронном виде. Принимая во внимание постоянно меняющуюся ситуацию на российском фондовом рынке, при разработке данного исследования мы опирались на текущие периодические издания: ежедневную газету «Ведомости», журналы – «Рынок ценных бумаг», «Инвестиции в России», «Общество и экономика» и др., а также интернет-сайты информационных агентств Reuters, Bloomberg и АК&М.

В первой главе настоящего исследования мы затронем вопрос первичного закрепления прав собственности в российских условиях и формирования места и роли иностранных инвесторов на новообразованном отечественном фондовом рынке. На наш взгляд, важнейшую роль в данном процессе сыграли особенности проведения приватизации государственных предприятий. Указанный аспект представляется нам особенно значимым, поскольку в России, как и в странах Восточной Европы в ходе приватизации были созданы особенности акционирования, а также были заложены основы функционирования рынка ценных бумаг.

Особое внимание будет уделяться роли государства в проведении российской приватизации, предпринимавшимся им регулятивным мерам, а также созданной законодательной базе. Путем обобщения и анализа данной информации мы попытаемся сделать вывод относительно основных структурных проблем отечественного фондового рынка, что представляется весьма интересным на фоне идущих в настоящее время дискуссий о перспективах развития российского рынка ценных бумаг. Отдельно стоит отметить специфику участия иностранных инвесторов в капитале отечественных компаний. Процесс их вхождения на российский рынок не был однозначным и простым, а зачастую был сопряжен с разного рода сложностями административного, финансового и легитимного характера. Постепенно иностранный капитал стал играть определяющую роль на рынке, причем капитал спекулятивный. В рамках настоящей работы мы предпримем попытку выяснить источники и пути формирования доминирующей спекулятивной составляющей на российском рынке ценных бумаг.

Во главу угла во второй части настоящего исследования мы поставили задачу выделить основных зарубежных игроков на отечественном рынке, осветить особенности восприятия иностранными инвесторами российского рынка, что является определяющим фактором при выборе стратегии инвестирования, их отраслевую направленность, а также степень риска и ожидаемой доходности. Мы попытаемся выявить отраслевые предпочтения инвесторов в настоящее время и привлекательные для инвестирования компании в более долгосрочной перспективе.

Нам представляется важным определить, какова в настоящее время спекулятивная составляющая в иностранных инвестициях на российском рынке и выявить рыночные тенденции, характерные для периода после кризиса. Кроме того, мы приведем примеры недобросовестного поведения иностранных инвесторов на отечественном рынке, связанного с ценовым манипулированием и взаимосвязанных действий спекулятивных и долгосрочных портфельных инвесторов.

Третья глава настоящей работы будет посвящена рассмотрению проблемных вопросов, связанных с присутствием иностранных инвесторов на национальном рынке. Мы попытаемся оценить неоднозначность эффектов, оказываемых зарубежными инвесторами на российский рынок, а также выявить пути повышения привлекательности отечественного фондового рынка в инвестиционных целях. В связи с тем, что на российском рынке акций по-прежнему сохраняются диспропорции, проблема повышения эффективности его деятельности в целом и оптимизации работы иностранных инвесторов, в частности, представляется особенно актуальной.

На наш взгляд, первоочередной и многоплановой задачей, которую мы постараемся осветить, является возвращение со стороны инвесторов – как иностранных, так и российских – доверия к фондовому рынку и ценным бумагам, заметно подорванного во время кризиса. В отсутствие нормально функционирующих рыночных механизмов далеко не последнюю роль в этом процессе должно играть государство, причем его политика в сфере регулирования национального рынка должна быть продуманной и последовательной.

В заключение мы сделаем вывод относительно того, какое место в российской экономике должны занимать зарубежные инвесторы и какую роль должны играть внутренние инвесторы, чтобы на рынке сохранялся баланс, а сам фондовый рынок был действенным и эффективным механизмом привлечения финансирования в реальный сектор экономики. Учитывая наличие в России значительного инвестиционного потенциала, грамотное использование механизмов рынка ценных бумаг позволило бы реализовывать инвестиционные проекты, связанные со структурной перестройкой экономики, эффективно решать задачи денежно-кредитной политики, а также остановить процесс исхода капитала из страны и перемещения деловой и финансовой активности на зарубежные рынки.

Глава 1. Формирование российского фондового рынка и определение места иностранных инвесторов на нем

1.1. Приватизация как основополагающий фактор создания основ акционирования

*Наиболее жизнеспособным оказывается тот бизнес, который в наименьшей степени зависит от государства.
Euromoney¹*

Развитие российского фондового рынка имеет много общего с тенденциями, существовавшими на рынках Восточной Европы. В странах с формирующимися рынками наблюдаются схожие экономические проблемы – это высокая степень зависимости от иностранных инвестиций и заимствований на фоне немалой внутренней и внешней задолженности, слабость и нестабильность финансового сектора в связи с обремененностью банков значительными безнадежными долгами предприятий. Для этих рынков характерны неразвитость инфраструктуры, несовершенство нормативной базы, неразработанность системы финансовой отчетности эмитентов или несоответствие ее международным стандартам и связанная с этим их информационная непрозрачность и высокий уровень рисков. Обострение данных проблем практически в любой из стран с возникающими рынками приводит к пересмотру инвесторами-нерезидентами уровней риска вложений по всем эмитентам из стран с аналогичным типом хозяйства.

Отправной точкой развития фондового рынка как в Восточной Европе, так и в России стала *приватизация*, основной целью которой является обеспечение функционирования будущей рыночной системы. Можно выделить *пять способов приватизации* в этих странах: реституция (возврат старым собственникам или их наследникам); коммерческий конкурс и продажа акций; выкуп управляющими; выкуп работниками и массовая (ваучерная) приватизация с равным доступом населения.²

В различных странах процесс приватизации имел свою специфику. Так, например, в Венгрии и Эстонии преимущественное значение имела продажа иностранным инвесторам, массовая ваучерная приватизация была реализована в Чехии и Литве, тогда как в России основным методом, по сути, стал выкуп компаний управляющими и работниками, хотя по форме приватизация проводилась как массовая (ваучерная).³ Это обусловлено тем, что процесс приватизации в России проистекал сложнее и болезненнее, чем во многих странах Восточной Европы.

¹ Ben Aris Privatization all over again // *Euromoney*, April 2001. – P. 23.

² Рубцов Б.Б. *Мировые рынки ценных бумаг*. – М., 2002. – С. 115.

³ Там же. – С. 115.

Приватизация в России началась в конце 80-х гг. в отсутствие необходимой нормативной базы, при этом реальные ее масштабы оставались неизвестными. По оценкам ОЭСР к лету 1992 г. (начало осуществления программы приватизации) более 2000 предприятий были приватизированы стихийно.¹ Только в 1991 г. началась разработка законодательства о приватизации – были приняты Закон РФ от 3/7/1991 «О приватизации государственных и муниципальных предприятий в РФ» (с изменениями от 5/7/1992) и Государственная программа приватизации государственных и муниципальных предприятий Российской Федерации на 1992 г.

Следует отметить, что эти нормативные документы представляли собой своеобразное «лоскутное одеяло», с помощью которого делалась попытка удовлетворить различные интересы. Трудовым коллективам было предоставлено множество льгот при покупке ценных бумаг предприятия, директора государственных предприятий получили право приобрести контрольный пакет акций при согласии трудового коллектива, а новые предприниматели и иностранные инвесторы получили возможность приобретать акции предприятий на аукционах. Отсутствие единой стратегии приватизации привело к всевозможным трениям в реальной практике по вопросам применения той или иной модели для конкретного предприятия.

До середины 1992 г. Верховный Совет РФ принял ряд законов и постановлений, регламентирующих процессы приватизации и банкротства хозяйственных субъектов, в том числе и Законы РФ «Об именных приватизационных счетах и вкладах в РСФСР» и «О собственности в РСФСР» от 24/12/1991. Законом о приватизации организация и проведение единой государственной политики приватизации, включая ее нормативное и методическое обеспечение, возлагались на Государственный комитет РФ по управлению государственным имуществом (ГКИ). В качестве продавца и временного владельца государственного имущества был определен Российский фонд федерального имущества (РФФИ). При этом ГКИ был подотчетен Правительству РФ, а РФФИ – Верховному Совету РФ. Кроме указанных законов отдельные аспекты приватизации попадали под действие и других законов, например, «О предприятиях и предпринимательской деятельности» от 25/12/1990.²

В России к нормативной базе приватизации относились также государственные программы приватизации на три года. Они включали задания на текущий год и прогноз на два следующих. На основании этих законов ГКИ издавал нормативные акты, а также давал разъяснения этих актов и Программы приватизации.

¹ Пять лет ваучерной приватизации: Научно-практический семинар – М., 1997. – С.17.

² Никологорский Д.Ю. От плана к рынку: институциональные изменения в экономике России. – М., 1997. – С.43.

Из всего вышесказанного следует, что нормативная база приватизации, принятая в сжатые сроки, часто без межведомственного согласования, естественным образом не могла быть достаточно полной. В развитие Госпрограммы приватизации был издан ряд указов президента и ведомственных документов. При этом не были определены механизмы управления госсобственностью, не сформулированы требования к новым собственникам по защите окружающей среды, механизмы обеспечения экономической независимости, безопасности и обороноспособности страны, взаимоотношений, распределения прав и обязанностей в части управления госсобственностью центра и регионов. Помимо того, вообще отсутствовали нормы и критерии, ограничивающие объемы преобразований одной формы собственности в другую.

Помимо просчетов в законодательной базе приватизационный процесс в России был связан с многочисленными трудностями. Программа приватизации предусматривала ваучерную, денежную и «малую» приватизацию. Согласно законодательно принятой программе, малые предприятия должны были распродаваться на торгах или могли быть напрямую проданы частным лицам, работающим на этих предприятиях. Крупные же предприятия должны были быть обязательно акционированы до приватизации. Вопрос относительно средних предприятий оставался на решение самих предприятий.

В случае принятия решения о приватизации способы ее проведения в каждом конкретном случае определялись рабочей комиссией по приватизации соответствующего комитета по управлению имуществом. Предприятия со стоимостью активов не более 1 млн руб. попадали под так называемую «малую» приватизацию через аукцион или конкурс. Объекты нежилого фонда, сданного ранее в аренду, объекты незавершенного строительства, имущество ликвидируемых или действующих предприятий также приватизировалось через аукцион. Основная масса предприятий должна была быть в процессе приватизации превращена в акционерные общества открытого типа.¹ На практике в результате форсированной приватизации в России более половины государственных средств производства оказались в руках внезапно разбогатевших предпринимателей.

Свободное обращение ваучера как ценной бумаги в отсутствие каких бы то ни было элементарных контактов граждан с управляющими госсобственностью привело к тому, что ваучерные потоки оказались направленными в сторону новых посредников – фондов, банков, финансовых компаний, которые в дальнейшем обеспечили их капитализацию в форме пакетов акций приватизированных компаний.

¹ Хорошев С. Реформа собственности // Журнал для акционеров, 1998, N 2 (70). – С. 44.

Многие экономисты утверждали, что «правительство в лице ГКИ делает все для того, чтобы в ходе приватизации передать всю полноту власти в экономике узкому кругу крупных частных собственников и высших менеджеров».¹

Исследование социологами результатов приватизации свидетельствуют, что в ходе приватизации часто создавались условия, побуждающие работников быстро продавать свои акции, лишаясь тем самым реального контроля и власти на предприятии. Например, изучение ситуации на двух предприятиях показало, что за период с мая 1994 по май 1995 гг. администрацией предприятий было скуплено 28% акций, проданных трудовому коллективу. При этом учитывались только открытые операции, оставляя за пределами исследований акции, приобретенные членами семей администрации и переданные рабочими в доверительное управление администрации. Анализ реальных итогов ваучерной приватизации показывает, что в ценах на первое января 1995 г. стоимость приватизированных основных фондов превышала 1300 трлн. руб. (порядка USD300 млрд). Следовательно, каждый ваучер капитализировал основные фонды на USD2000. Курс же ваучера на рынке ценных бумаг колебался вокруг USD10, тогда как балансовая стоимость приватизируемых по ваучерной схеме предприятий превышала 600 млрд. дореформенных рублей. К концу 1995 г. стоимость вырученных от приватизации средств была не более 800 млрд руб.²

Население в целом не имело достаточной информации о способах вложения ваучеров и вело себя пассивно. Устойчивое стремление широких слоев населения к продаже ваучеров вело к резкому превышению спроса над предложением и катастрофическому падению цен на приватизационные чеки, а отказ эмитента (государства) обслуживать обращение ваучера привел к падению его курса.

Британский бюллетень агентства Independent Strategy в конце 1994 г. писал: «Большая часть основных производственных фондов России продана в процессе приватизации за какие-то USD5 млрд. Даже если считать, что в России стоимость ее основных фондов равна ВВП (в ведущих странах Запада они превышают ВВП в 2.4-2.8 раза), т.е. USD300-400 млрд, сумма, вырученная при приватизации, ничтожна».¹

Таким образом, механизм перераспределения национального богатства, сложившийся на рынке ваучеров, вел к резкому увеличению в нем доли новой финансовой буржуазии, а в несколько меньшей степени и администрации предприятий за счет основной массы населения. Начавшийся в июле 1994 г. денежный этап приватизации ставил во главу угла иные цели и задачи. Если

¹ Коловантин П.М., Рыбаков Ф.Ф. *Экономическое реформирование России в XX веке.* – СПб., 1996. – С.18.

² Там же. – С.19.

официальной экономической идеологией ваучерного этапа приватизации была социальная справедливость, то денежного – экономическая эффективность. Концепция денежной приватизации предусматривает поощрение крупных «стратегических» инвесторов, покупающих пакеты акций свыше 51%. Льготы руководству и трудовым коллективам существенно сокращены. Важно отметить, что процесс разгосударствления собственности в России принимал не только формы приватизации предприятий в узком смысле. Произошло превращение ряда старых монопольных структур бюрократии, контролировавших некоторые ключевые сферы экономики, в новые структуры, что позволило им сохранить контроль как над государственной, так и над приватизированной собственностью. Наиболее ярко это выразилось в создании холдингов, которым ГКИ передавались после приватизации пакеты акций, принадлежащие государству. Наиболее одиозным примером холдингов является АО «Газпром», который сосредоточил в своих руках 30% мировых разведанных запасов газа. Холдинговые компании фактически передавали свои права руководителям корпораций, которыми, как правило, были высшие руководящие чины соответствующих старых союзных или новых министерств.²

Главный же недостаток российской приватизации заключается в том, что вопрос о структурной перестройке предприятий и привлечении инвестиций, в заметном для всей экономики масштабе, разрешен не был. В то же время общим для всего периода приватизации фоном является стремление органов отраслевого управления к закреплению государственной собственности значительных пакетов акций в ряде секторов экономики. Данная ситуация усугублялась более высокой, чем в странах Восточной Европы, степенью монополизма российской экономики при неэффективности антимонопольного законодательства.

Несмотря на осуществление широкомасштабной программы приватизации и бурное развитие частного капитала в 90-е гг. государство продолжало сохранять серьезные имущественные позиции в экономике. Однако основной формой их реализации в настоящее время являются не предприятия государственной и муниципальной собственности, как таковые, а участие государства в капитале ранее приватизированных, которые в основном и составляют смешанную российскую собственность. Стоит отметить, что во многих случаях права собственности государства приобрели закамуфлированную форму пакетов акций (долей, паев) в предприятиях со смешанной формой собственности. Таким образом, любые статистические данные в этой области довольно условны, но, тем не менее, вполне репрезентативны.

¹ Там же. – С.19.

² Березин И.С. *Краткая история экономического развития.* – М., 1999 – С. 33.

Ниже мы приведем ряд показателей, отражающих участие государства в капитале акционерных обществ в ходе приватизации.

Таблица 1. Отрасли, в которых государство сохраняло значительное участие в капитале АО в ходе приватизации в 1994-99 гг.

Отрасли	Количество предприятий с контрольным пакетом акций, закрепленным в государственной собственности*		Количество предприятий, имеющих "золотую акцию" в уставном капитале*	
	единиц	доля в общем количестве созданных АО, %	единиц	доля в общем количестве созданных АО, %
<i>- с преобладанием государственного участия в капитале посредством контрольного пакета акций</i>				
Трубопроводный транспорт	2	100.0	0	0.0
Связь	72	65.5	4	3.6
Топливная промышленность	188	58.8	12	3.8
Воздушный транспорт	11	57.9	4	21.1
Внутренний водный транспорт	28	53.8	8	15.4
Морской транспорт	7	46.7	0	0.0
Электроэнергетика	25	39.7	2	3.2
ЖКХ	132	36.3	16	4.4
Промыш. ж/д транспорт	8	26.7	1	3.3
Оптовая торговля	99	25.3	33	8.4
Здравооох., соцобеспечение	8	22.2	5	13.9
Машиностроение	147	17.9	137	16.7
<i>- с преобладанием государственного участия в капитале посредством выпуска «золотой акции»</i>				
Цветная металлургия	22	23.2	26	27.4
Наука	89	19.4	108	23.6
Культура и искусство	6	18.8	7	21.9
Во всей экономике	2711	18.2	1481	10.0

* - сумма величин за каждый год в указанный период и не означает количества АО с участием государства к началу 2000 г., поскольку к настоящему моменту часть из ранее закрепленных пакетов акций уже продана.

Источники: Статистические бюллетени о ходе приватизации государственных и муниципальных предприятий (объектов) за январь-декабрь 1994 (с. 26-27), 1995 (с. 36-37), 1996 г. (с. 36-37), 1997 г. (с. 36-37), 1998 (с. 62-63, 125-126), 1999 (с. 62-63, 125-126). М., Госкомстат России.

Таблица 2. Основные параметры участия государства в капитале АО в ходе приватизации в России в 1993-2000 гг.

	Количество предприятий с контрольным пакетом акций, закрепленным в государственной собственности		Количество предприятий, имеющих "золотую акцию" в уставном капитале	
	единиц	Доля в общем количестве созданных АО, %	единиц	Доля в общем количестве созданных АО, %
1993	439	3.2	204	1.5
1994	1496	15.2	792	8.1
1995	698	24.8	429	15.2
1996	190	16.9	132	11.8
1997	84	16.9	58	11.7
1998	142	39.4	28	7.8
1999	101	39.1	42	16.3
2000	72	36.2	8	4.0
1993-2000	3222*	11.3	1693*	5.9

* - сумма величин за каждый год в указанный период и не означает количество АО с участием государства к началу 2001 г., поскольку к настоящему моменту часть из ранее закрепленных пакетов акций продана.

Источники: Российский статистический ежегодник: Стат. сб./ Госкомстат России. - М.: Логос, 1996, с. 705; Статистические бюллетени о ходе приватизации государственных и муниципальных предприятий (объектов) за январь-декабрь 1996 г. (с. 36), 1997 г. (с. 36), 1998 (с. 58, 121), 1999 (с. 58, 121). Социально-экономическое положение России. Январь 2001 года, с. 122. М., Госкомстат России.

На основании приведенных выше данных можно заключить, что абсолютными лидерами с точки зрения влияния государства являются трубопроводный транспорт, связь и топливная промышленность. Влияние государства *посредством закрепления контрольного пакета акций* характерно для трубопроводного, воздушного, внутреннего водного, морского, промышленного железнодорожного транспорта, топливной промышленности, электроэнергетики, ЖКХ, оптовой торговли, здравоохранения и соцобеспечения.

Сферами, где государственное влияние оказывалось *посредством выпуска «золотой акции»* (условной акции, сохраняемой в руках государственного органа, ведающего приватизацией государственного предприятия; дает на определенный период времени государственному органу решающий голос на собрании акционеров, но не дает права на долю в собственности предприятия), были цветная металлургия, наука, культура и искусство.¹

Государственная собственность в корпоративном секторе существовала в различных формах. Первый тип структур – это *бывшие государственные предприятия*, которые стали акционерными обществами с контрольным или просто крупным пакетом акций в государственной собственности без предварительной реорганизации (к ним примыкают компании, в уставный капитал которых включалась «золотая акция»).

Второй тип таких структур представлен *холдинговыми компаниями*. Первыми из них осенью 1992 г. были учреждены РАО «ЕЭС России» и РАО «Газпром». Их уставный капитал формировался за счет внесения в него капитала крупнейших производителей электроэнергии и газа, а также контрольных пакетов акций дочерних АО (машиностроения, строительства, производственно-технического обслуживания, научные институты, а также региональные предприятия). Для всех них РАО «Газпром» и «ЕЭС России» становились холдинговыми компаниями. По аналогии в тот же период возникли многочисленные АО, создававшиеся на базе бывших производственных объединений нефтяного комплекса – особое место среди них заняли новые крупные нефтяные компании ЛУКОЙЛ, ЮКОС, Сургутнефтегаз, Транснефть и Транснефтепродукт.

В дальнейшем (в условиях перехода к денежной приватизации и досрочного раскрепления пакетов акций, находящихся в государственной собственности) были пролонгированы сроки действия прежнего статуса пакетов акций, ранее закрепленных в собственности государства.

¹ Экономика переходного периода. Очерки экономической политики посткоммунистической России 1991-1997. – М., 1998. – С. 464.

Так, в конце 1995-96 гг. несколькими специальными постановлениями российского правительства продлевались (как правило, еще на три года) сроки закрепления в федеральной собственности пакетов акций предприятий водного и воздушного транспорта, оборонной промышленности, топливной промышленности и энергетики. Отдельные решения в марте 1996 г. и августе 1999 г. принимались по федеральному пакету акций в капитале РАО «Газпром» (35%).¹

Третий тип структур представлен *государственными компаниями Роснефть и Росуголь*, созданными в 1992 г. для коммерческого управления закрепленными в федеральной собственности пакетами акций объединений и предприятий нефтяной и угольной промышленности и смежных с ними отраслей. Эти компании, не являясь формальными собственниками капитала (подобно Газпрому), осуществляли от имени государства функции холдинговых компаний по отношению к бывшим госпредприятиям, ставшими в ходе приватизации акционерными обществами.²

Отличительная черта структур второго и третьего типа, создававшихся, в первую очередь, для управления ТЭК, состоит в том, что для них проблема корпоративного управления и соблюдения интересов акционеров не является первоочередной, т.к. они создавались государством для осуществления контроля над деятельностью подчиненных или интегрированных в них предприятий.

Согласно заключению различных экономистов, принудительная интеграция предприятий на предприватизационном этапе по указанию государства может считаться оправданной лишь в отношении отдельных отраслей, попадающих в сферу т. н. бюрократического рынка, и некоторых, действительно уникальных производств. В других отраслях экономики, где главным фактором состояния предприятий является действие рыночных сигналов, такие структуры вполне могут оказаться препятствием на пути создания конкурентного рынка.¹

Сохранение в процессе рыночных реформ в России за государством значительной степени контроля над многими сферами хозяйства было предопределено объективными и субъективными обстоятельствами. К первым можно отнести несопоставимый с восточноевропейскими странами масштаб самого объекта приватизации (гигантское количество предприятий при полном отсутствии легального частного сектора во всех сферах) и структурно-отраслевые особенности экономики (большой удельный вес ВПК и связанных с ним отраслей, высокая энергоемкость производства, чрезмерная концентрация производства и монополизация вследствие этого многих товарных рынков и т. п.).

¹ Коловантин П.М., Рыбаков Ф.Ф. Указ. соч. – С.28.

² Там же. – С. 33.

Вторая группа обстоятельств заключается в противодействии приватизационному процессу со стороны сохранившей определенное влияние центральной бюрократии и части директорского корпуса. В российской действительности 90-х гг. (слабое государство, неформальные взаимосвязи отдельных представителей власти с бизнесом, имеющие следствием необоснованные преференции определенным структурам, элементы коррупции и криминалитета) возник конфликт между различными бюрократическими структурами в системе государственной власти, бизнесом и высшим менеджментом госпредприятий.

Долгое время в ходе приватизации и становления новой структуры собственности государство не осознавало себя в качестве акционера, рассчитывая на то, что скоро у него вообще не будет потребности осваивать эту роль, которую будут играть исключительно его субституты (холдинги, регионы) или частный капитал. Следствием сохранения за государством значительной степени имущественного контроля во многих отраслях экономики стало возникновение проблемы управления принадлежащей ему собственностью.

Как и большинство стран с переходной экономикой, Россия столкнулась с «неуправляемостью» государственных пакетов акций в новообразованных корпорациях. Решение изначально непростой задачи усложнялось большими объемами государственной собственности в корпоративном секторе и трудностями формирования нормативно-правовой базы, которая складывалась фрагментарно в течение длительного времени.

Свою отрицательную роль играла и общая слабость правового регулирования вопросов собственности и контроля в экономике (прежде всего, с точки зрения исполнения принятых норм).²

Ключевой проблемой для смешанных корпораций стала неэффективность основного института государственного управления посредством назначения представителей из числа госслужащих и фактическое отсутствие конкретных целей государства в отношении каждого такого предприятия. Специально созданные государственные холдинги и компании оказались скорее инструментом решения сугубо отраслевых проблем, чем инструментом управления государственной собственностью. И хотя возникновение наряду с другими моделями корпоративного управления модели смешанного частно-государственного контроля стало одной из характерных черт большинства стран с переходной экономикой в 90-е гг., пожалуй, только в России вопросы,

¹ Радыгин А., Энгов Р. Институциональные проблемы развития корпоративного сектора: собственность, контроль, рынок ценных бумаг. – М., 1999. – С.22.

² Конотопов М.В., Сметанин С.И. История экономики. – М., 1999. – С. 23.

связанные с функционированием этого типа предприятий, стали играть решающую роль для последующего развития страны.¹

¹Там же. – С. 25.

Таким образом, в процессе формирования стартовой структуры акционерного капитала российских предприятий четко прослеживались две тенденции:

- *формирование закрытого для внешних инвесторов капитала российских корпораций;*
- *сохранение регионально-отраслевого монополизма.*

Первая тенденция стала следствием того, что комплекс мощных льгот работникам предприятий (бесплатных и льготных акций и т.д.) и занижение стоимости приватизируемого имущества позволил предприятиям стать собственниками через сохранение контрольного пакета акций за трудовым коллективом и администрацией, либо посредством отданной в трастовое управление доли, принадлежащей государству. В результате проведенной закрытой подписки на акции или организации аукционов с ограничением допуска к ним институциональных инвесторов или тем более широкой массы частных инвесторов, первоначально сформировалась структура капитала, которая, формально подпадая под юридический статус акционерного общества открытого типа, во многих случаях больше напоминала структуру капитала корпораций закрытого типа.¹

Эффект *отраслевого и регионального монополизма* ставит границы переливу капитала путем создания таких схем финансовых потоков, которые позволяли бы перераспределять капиталы внутри самой структуры, не прибегая к фондовому рынку. Тяготение к территориальной и финансовой обособленности и замкнутости, препятствующей движению свободного финансового капитала, четко просматривается в стремлении образовывать холдинги и ФПГ, с включением в качестве необходимого элемента группы коммерческого банка.² В качестве типичного аргумента объединения приводится неразрывность технологических цепочек группы, однако еще большим стимулом является стремление к созданию финансовых систем, мобилизующих местные капиталы и ставящих барьеры для проникновения внешнего капитала.

Тенденция к *отраслевой замкнутости* воплощается через закрепление в собственности государства контрольных пакетов акций приватизируемых предприятий с возможной передачей в траст их руководству, создание на этой основе холдинговых структур и ФПГ, выпуск «золотой акции», дающей органам государственного управления возможность в значительной степени контролировать деятельность предприятий.

¹ Экономика переходного периода. Очерки экономической политики посткоммунистической России 1991-1997. – М., 1998. – С. 478.

² Там же. – С.479.

Региональный аспект тенденции к замкнутости выражается в привлечении представителей местных органов власти к управлению акционерными обществами, возникающими на базе бывших госпредприятий, на основании наличия у них нереализованных единовременно пакетов акций, скрытом предпочтении в ходе приватизации местному банковскому и торгово-посредническому капиталу, часто связанному с местными властями или администрацией приватизируемых предприятий. Данные тенденции формировали принципы акционирования и корпоративного управления, существенно ограничивая участие внешних инвесторов в акционерном капитале компаний.

Подводя черту под сказанным выше, отметим, что процесс первичного закрепления прав собственности и создания основ акционирования в России привел к формированию серьезных диспропорций отечественного фондового рынка. Прежде всего, это касается сохранения регионально-отраслевого монополизма и создания изначально закрытого для внешних инвесторов капитала российских компаний. В данной связи следует отметить неоднозначность роли государства, которое, с одной стороны, декларировало приоритет создания частной собственности в стране, а с другой – сохраняло за собой существенные пакеты в различных отраслях экономики. Все это приводило к «неуправляемости» государственных пакетов в новообразованных корпорациях, возможности передачи государством контрольных пакетов в траст руководству предприятий, выпуска «золотой акции», дающей государству возможность влиять на деятельность компаний и т.д.

Особо следует отметить и проблему создания эффективной законодательной базы. В связи с тем, что с самого начала построение и развитие российского фондового рынка регулировалось множеством государственных ведомств, его законодательная база была (и до сих пор остается) достаточно объемной, противоречивой и не удовлетворяла требованиям участников рынка ценных бумаг. Причем, если многие вопросы оказывались слишком зарегулированными (например, эмиссия), то другие аспекты функционирования фондового рынка, напротив, не были охвачены законодательством (фьючерсы, опционы и т.д.). Это вызывает у инвесторов боязнь использовать фондовый рынок для решения своих задач.

Мы далеко не случайно уделили столь пристальное внимание особенностям создания основ акционирования в России посредством приватизации, поскольку это в наибольшей степени предопределило и ход развития фондового рынка, и роль иностранных инвесторов, и специфику инвестиций на отечественном рынке.

1.2. Специфика участия иностранных инвесторов в капитале российских компаний и их роль на отечественном фондовом рынке

В течение уже первых лет, прошедших после падения коммунистических режимов, страны Восточной Европы получили значительный приток инвестиций (в течение 90-х гг. указанные страны получили в среднем по USD300-400 инвестированного капитала на душу населения). При этом большая часть совокупных инвестиций пришлась на прямые вложения стратегических инвесторов (или фондов прямых инвестиций). С учетом того, что практически весь этот инвестиционный поток был направлен на покупку уже существующих приватизированных предприятий, акции этих предприятий пользовались повышенным спросом.¹

Участие иностранных инвесторов в капитале корпораций регулируется Законом РФ «Об иностранных инвестициях», который формально позволяет иностранным инвесторам приобретать собственность российских предприятий. Однако на практике этот процесс во многих случаях связан с дополнительными разрешениями и согласованиями, а также «целенаправленными» сдвоями в организации продаж акций, которые затрудняли доступ иностранных субъектов к российскому акционерному капиталу. В период, когда в центре внимания властей находилась ваучерная схема, легальное участие нерезидентов в приватизации было мало связано с официальными процедурами. Так, за период между первым октября 1991 г. и 31 марта 1993 г. 71% проектов прямых иностранных инвестиций и 88% их объема в России пришлось на создание совместных предприятий подобно периоду 1987-91 гг., в то время как на приобретения – лишь 3% и 11% соответственно. Участие иностранных инвесторов в российской приватизации до начала 1994 г. было относительно скромным и выражалось в немногих инвестиционных конкурсах по ряду малых и средних предприятий и участию в ваучерной приватизации через посредников.²

С начала 1994 г. ситуация изменилась: произошла активизация участия иностранных инвесторов в ваучерной приватизации ввиду выставления на чековые аукционы привлекательных акций предприятий топливно-энергетического комплекса, цветной металлургии, водного транспорта, телекоммуникаций. В итоге к моменту окончания ваучерной приватизации около 10-12% акций приватизированных предприятий стали принадлежать инофирмам.

¹Бабанова К., Мицкевич В. Фондовые рынки стран Восточной Европы: опыт, полезный для России // Рынок ценных бумаг, №3, 2001. – С.15.

²Радыгин А., Энтов Р. Институциональные проблемы развития корпоративного сектора: собственность, контроль, рынок ценных бумаг. – М., 1999. – С.97.

В этот период появляются на рынке и первые *иностранные инвестиционные институты*, в том числе специально созданные западные инвестиционные фонды, ориентированные на высокорисковые операции с российскими ценными бумагами. В целом российский фондовый рынок в этот период отличался нестабильностью, а основная причина всплесков активности инвесторов заключалась в стремлении получить контрольные пакеты определенных компаний.

Стратегия зарубежных инвесторов обычно заключалась в постепенном расширении пакета акций, приобретенных первоначально на чековых аукционах или каким-либо иным способом (обычно от 2 до 10% акций), через *вторичный рынок ценных бумаг*. Приобретение 10% уставного капитала предприятия уже предоставляло ему важную для процедур корпоративного управления возможность иметь своего члена в совете директоров, а владение 25-30% – оказывать решающее влияние на деятельность органов управления АО.

Отсутствие у Госкомстата России достоверной информации о покупке иностранными инвесторами акций российских приватизированных предприятий вынуждает обращаться к различным источникам. Такого рода вложения за 1994 г. оцениваются в сумму от USD1.5 млрд до USD2.5 млрд, хотя осенью 1994 г. во время бума на российском фондовом рынке назывались и большие величины.

С точки зрения географии инвестиций в течение 90-х гг. следует отметить, что до 70% иностранных портфельных инвестиций осуществляли американские инвесторы. Немецкие фирмы доминируют в сфере долгосрочных инвестиционных проектов.¹

Весной 1995 г. вновь наблюдается рост интереса иностранных инвесторов к России. Приток иностранного капитала в мае 1995 г. составил сумму порядка USD100 млн, тогда как в феврале – только USD20 млн. Это связано как с общей тенденцией к макроэкономической стабилизации в России, так и с ростом уверенности инвесторов в инфраструктуре российского рынка.

Иностранные инвесторы были представлены в основном инвестиционными фондами. Первыми на российский фондовый рынок проникли хедж-фонды, специализирующиеся на высокорисковых операциях. Затем появились взаимные фонды, обладающие несколько большими капиталами и ведущие более осторожную политику. Осенью 1995 г. на российском рынке появились крупные инвестиционные фонды, инвестирующие в ценные бумаги во многих странах мира.²

¹ Булатов В. *Фондовый рынок в структурной перестройке экономики*. – М., 2002. – С.190.

² Там же. – С.191.

В целом среди портфельных инвесторов, проявляющих особую заинтересованность в ценных бумагах российских эмитентов, можно выделить следующих:

- *хедж-фонды* (Steinhardt, Tiger Fund, San Antonio Capital, Soros);
- *инвестиционные фонды*, созданные специально для России такими компаниями как Flemings, Templeton, Barings, Paine Webber, Framlington, Regent Pacific;
- *более крупные фонды*, ориентированные на глобальные или новые рынки.

Инвесторы двух первых типов готовы идти на большой системный риск, тогда как третья группа в качестве главного условия для инвестирования выдвигает отсутствие крупных системных рисков. Главными инвесторами этих институциональных инвесторов являются западные совместные или пенсионные фонды, которые для инвестиций в Россию должны получить разрешение регулирующих организаций в своих странах. Для того же, чтобы получить такое разрешение, им необходимо представить доказательства достаточной развитости технико-правовой инфраструктуры российского рынка ценных бумаг для защиты имущественных прав инвесторов.¹

Несмотря на возросшее внимание со стороны указанных фондов к акциям российских предприятий, объем спроса был явно недостаточным для удовлетворения сложившегося уровня предложения акций, и цены в целом продолжали оставаться на низком уровне. Зарубежные инвесторы не спешили форсировать события и ждали более благоприятных политических и экономических условий.²

Позитивным итогом выхода акций российских компаний на мировой рынок посредством АДР стала возможность привлечения капиталов тех фондов, которые до этого не имели права осуществлять инвестиции на российском фондовом рынке в силу различных юридических барьеров. АО «Мосэнерго» одним из первых реализовало в 1995 г. программу АДР. В результате реализации расписок компания получила USD22.5 млн. Помимо привлечения средств, участие эмитентов в программе АДР повышало интерес инвесторов к их акциям и стимулировало рост курсовой стоимости. Например, котировки АО «Пурнефтегаз» выросли за несколько дней на 10% после заявления руководства компании о завершении разработки программы выпуска АДР.

¹ Радыгин А., Энтов Р. *Институциональные проблемы развития корпоративного сектора: собственность, контроль, рынок ценных бумаг.* – М., 1999. – С.107.

² Булатов В. *Указ. соч.* – С.192.

Однако уже в 1994-95 гг. обозначилась серьезная проблема в развитии российского фондового рынка. Суть проблемы заключается в том, что в результате отечественной приватизации для инвестора, который не обладает контрольным пакетом, оказывалось невыгодно быть акционером. В связи с этим ни эмитенты, ни реальные и потенциальные инвесторы не выражали заинтересованности в функционировании фондового рынка при условии, когда права собственности на предприятия уже перераспределены. Рядовых акционеров не могли удовлетворять те незначительные дивиденды, которые выплачивались по акциям подавляющего большинства российских эмитентов. К тому же ликвидность акций резко сокращалась или практически исчезала после того, как контрольный пакет оказывался в одних руках.

Вследствие этого в России сформировался крайне спекулятивный рынок. Если в 1995 г. доминирующим мотивом для участников рынка было стремление сконцентрировать крупные пакеты акций в результате перераспределения собственности, то в 1996 г. инвесторы отдавали предпочтение краткосрочным спекулятивным операциям. Среди западных инвесторов преобладали спекулянты, которые были заинтересованы в быстром обороте капитала. Надежды на получение прибыли эта категория инвесторов связывала не с долгосрочными перспективами роста цен акций и тем более не с дивидендными выплатами. Ставки делались с расчетом на быстрый рост курсовой стоимости на общемировой волне подъема интереса к российскому рынку корпоративных акций и благоприятные условия для организации спекулятивной игры. Таким образом, российский рынок стал одним из самых высокоспекулятивных в мире, что стимулировало увеличение лимитов вложений в российские акции со стороны западных инвесторов. Среди них были и глобальные инвестиционные фонды, и инвестиционные фонды, специализирующиеся на развивающихся рынках, и инвестиционные фонды, работающие только в странах бывшего СНГ.¹

Положение усугублялось и отраслевой направленностью инвестиций. Интерес действующих в России портфельных, а в значительной степени и прямых, инвесторов, сосредотачивался в основном на отраслях по добыче сырья, его первичному переделу и неглубокой обработке, предприятиях – монополистов, или выпускающих продукцию, спрос на которую мало эластичен по цене. В странах Восточной Европы, напротив, наиболее значительные, прямые инвестиции западных фирм-производителей концентрировались в обрабатывающей промышленности, отраслях, связанных с высокими технологиями или работающих на потребительский спрос, а условия таких вложений во многом определялись государством, исходя из заранее заданных ориентиров.²

¹ Булатов В. Указ. соч. – С.192.

² Хмыз О. Привлечение иностранных инвестиций в Россию: Особенности. – М., 2002. – С.66.

В отличие от Восточной Европы в России в результате приватизации большая часть голосующих акций отечественных предприятий оказалась в руках рядовых работников, которые в условиях ухудшения социальных условий, стагнации производства и невыплат заработной платы готовы были без особого сожаления продать свою долю. Этот класс первичных собственников обеспечил устойчивое предложение ценных бумаг российских компаний. В то же время западные инвестиционные фонды и компании получили возможность участия в капитале российских компаний, в том числе через российские дилерские институты и банки-нерезиденты.¹

В пользу приобретения российских акций также свидетельствовала их низкая рыночная стоимость по сравнению с размером активов предприятий-эмитентов. В большинстве случаев акционирование предприятий на этапе приватизации отличалось крайне заниженной оценкой распределяемых акций, отражающих стоимость его имущества до переоценок. Зачастую акции распределялись среди трудового коллектива бесплатно за счет фондов экономического стимулирования предприятий. Тем самым формировалась низкая начальная цена предложения ценных бумаг на открытом рынке. Рыночная стоимость компании была в несколько, а иногда в десятки раз ниже реальной стоимости ее производственных фондов. Именно это обстоятельство дало основание для широко распространенного мнения о существенной недооцененности российских акций.

Иностранные инвесторы активно внедрялись на российский рынок не только в связи с ценой, но и с его незначительной емкостью. Последнее обстоятельство было особенно важным для свехрисковых спекулятивных фондов, которые не имели планов долгосрочного стратегического сотрудничества с российскими компаниями и планировали сыграть на повышение на волне общего подъема интереса к отечественному корпоративному сектору. Положительная динамика рынка российских акций стимулировала портфельные инвестиции и со стороны отечественных инвесторов – фондов, инвестиционных компаний и банков. Предложение фондовых активов в значительной степени обеспечивалось российскими посредническими фирмами, скупавшими мелкие пакеты у населения. Если в 1994-95 гг. фондовый рынок использовался в основном как механизм перераспределения собственности, то с 1996 г., когда рыночная инфраструктура достаточно окрепла, операции на рынке стали широко применяться для извлечения краткосрочной прибыли. На западе отмечали, что «молодой фондовый рынок России больше напоминал казино, чем место для инвестиций».²

¹ Булатов В. Указ. соч. – С.192.

² *The New-York Times*. – 2002. – 15 jan.

С 1997 г. внимание инвесторов на российском рынке акций стало переключаться на качество активов компаний с точки зрения возможности генерировать прибыль или, иными словами, на текущую и перспективную рентабельность компаний. Однако по этому критерию многие отечественные компании-эмитенты уступали иностранным конкурентам. С этих позиций инвестиции в российские акции оказались невыгодными, и держать их в своих портфелях многие западные инвесторы считали опасным.

Событием, которое окончательно настроило основную массу нерезидентов на продажу российских акций, явился октябрьский кризис 1997 г. Кризис начался с азиатских рынков и быстро распространился на Европу и Америку. Растущие риски как никогда обостряют потребность инвесторов, в том числе спекулятивных, в сохранении капитала, в надежных инструментах и стимулируют консервативные направления инвестиций. В связи с этим российский рынок акций обрел устойчивую тенденцию снижения цен и оборотов, на фоне того, как западные портфельные инвесторы постепенно избавлялись от российских ценных бумаг.¹

Стабильности на отечественном фондовом рынке не добавляла и ситуация на рынке государственных долговых инструментов, на котором важную роль постепенно стали также играть инвесторы-нерезиденты. Государственные ценные бумаги (государственные краткосрочные обязательства, облигации федерального займа, облигации внутреннего валютного займа и др.) обуславливали активную торговлю на рынке в 1995 г.

Готовность Министерства финансов России привлекать средства на рыночных условиях создала предпосылки для поступательного наращивания объемов выпуска ГКО и обеспечила устойчивый рост спроса на эти инструменты со стороны коммерческих банков, страховых компаний, торговых, промышленных и других предприятий и организаций. Объемы первичного размещения ГКО на аукционах практически удваивались каждый месяц, что способствовало существенному росту месячных оборотов на вторичном рынке.²

Соотношение реальных объемов рынков государственных долговых обязательств и частных ценных бумаг (акций и долговых инструментов) на рубеже 1994-95 гг. составляло в России 10:1, тогда как в США, например, еще в начале 90-х гг. это соотношение было около 1:2.³

¹ Хмыз О. Указ. соч. – С.63.

² Андрианов В. Россия на мировом рынке капиталов // *Международный бизнес России*, 1996, №7. – С.32

³ Вавилов А., Трофимов Г. Стабилизация и управление государственным долгом России // *Вопросы экономики*, 1997, №12. – С. 67.

Нерезиденты вышли на рынок государственного долга в 1996 г. Отказ открыть широкий доступ иностранным инвесторам к инструментам внутреннего долга ранее мотивировался неразвитостью российских финансовых рынков и нежеланием подвергать их излишним потрясениям. Однако за задачей защиты рынка стояла необходимость уберечь отечественный банковский сектор от конкуренции со стороны нерезидентов, поскольку до конца 1996 г. рынок ГКО-ОФЗ оставался важнейшим источником прибыли коммерческих банков.¹

Иностранцам разрешили участвовать во вторичных торгах, поэтому западные компании приобрели возможность не только получать фиксированный доход, но и управлять своим портфелем ценных бумаг. Тем не менее, для резидентов сохранялся ряд ограничений – лимит привлечения иностранных средств в государственные облигации в августе 1996 г. составил USD700 млн, а в сентябре – USD1 млрд.² С момента разрешения Центральным банком западным инвесторам репатриировать выручку от операций с ГКО и разработки специального механизма их участия в этих операциях, иностранцы сначала участвовали неактивно (вложили всего USD20 млн в российские облигации), тогда как впоследствии их инвестиции в этом секторе заметно росли.

Мощный приток средств нерезидентов на рынок ГКО-ОФЗ имел как позитивные — краткосрочные, так и негативные — среднесрочные, последствия. Предложение значительных объемов свободных финансовых ресурсов за счет внешних источников привело к существенному снижению процентных ставок по обслуживанию государственного внутреннего долга. Если в начале 1996 г. доходность портфеля ГКО в целом по рынку составляла около 60-65% годовых, то к концу года она снизилась до менее чем 35% годовых. Снижение процентных ставок продолжалось и в 1997 г., когда к концу лета общая доходность ГКО на вторичном рынке упала до 17-18% годовых. В этих условиях Министерство финансов получило возможность размещать более долгосрочные (трехлетние и пятилетние) обязательства.³

Крупномасштабный приток иностранного капитала позволил также нарастить золотовалютные резервы страны. На этой основе при опережающем росте денежной массы удалось сбить инфляцию. В 1997 г. среднемесячный прирост потребительских цен не превышал 1% в месяц. В то же время, выпуск высокодоходных государственных облигаций, при этом в основном краткосрочных, со сроком погашения менее года, привел к лавинообразному наращиванию государственного долга.

¹ Вавилов А., Трофимов Г. Указ. соч. – С. 67.

² Плакин В. Кризис инвестиционной сферы российской экономики и пути его преодоления // Вопросы экономики, 1996, №12. – С. 106.

³ Makarevich L. *Foreign Investors in the Emerging Russian Market.* – М., 2003. – P.45.

Длительная опора на крупномасштабные внешние и внутренние краткосрочные (спекулятивные) заимствования привела государственные финансы в критическое состояние. Большие объемы обязательств ухудшали и утяжеляли расходную часть федерального бюджета. Постоянно растущая нагрузка на федеральный бюджет привела к тому, что государство оказалось неспособным отвечать по своим обязательствам. Долг по государственным заимствованиям невозможно было не только погашать, но и обслуживать за счет текущих бюджетных поступлений. Решением от 17 августа 1998 г. на рынке ГКО торги были заморожены.

Анализируя данную ситуацию, можно отметить, что при устойчиво низком уровне собираемости налогов российские власти пошли на самые дорогие формы дефицитного финансирования — выпуск государственных облигаций ГКО и ОФЗ. К тому же, эти заимствования в результате наращивания их внешней составляющей попали в критическую зависимость от движения краткосрочных спекулятивных иностранных капиталов. Это происходило в условиях проводимой Центральным банком антиинфляционной денежно-кредитной политики. Она основывалась на жестком контроле динамики денежной массы, исключавшем прямое кредитование дефицита госбюджета за счет эмиссии, а также относительно строгой зависимости курса рубля, загнанного в узкий валютный коридор, от американского доллара. Это в совокупности с высокими ставками процента и государственными гарантиями для владельцев ГКО сделало их крайне прибыльным финансовым инструментом как для резидентов, так и для иностранных портфельных инвесторов.¹

Таким образом, российскими властями была выстроена долговая пирамида, обеспечившая в 1997 г. неустойчивую макроэкономическую стабилизацию. Относительно короткий период подавленной инфляции и стабильного курса рубля, поддерживаемые международными финансовыми институтами, не принес ожидаемых результатов в реальном секторе.

В связи с этим, как только упали цены на нефть и другое экспортируемое сырье, и начался отток краткосрочных иностранных капиталов, едва закамуфлированные слабости российской экономики и ее институциональных структур стали явными. В условиях нехватки ликвидности и кредитов в реальном секторе ослабление внешних подпорок привело к развалу долговой пирамиды ГКО.²

¹ *Инвестиции в России, тенденции, проблемы и пути решения с учетом зарубежной практики.* – М., 2000. – С.15.

² *Хмыз О. Указ. соч.* – С.65.

Из всего вышесказанного следует, что в 90-е гг. российский фондовый рынок был преимущественно спекулятивным, а иностранные инвесторы после передела собственности в России видели в этом рынке лишь возможность осуществления краткосрочных спекулятивных операций. В конечном итоге это и привело к трагическим последствиям кризиса 1998 г., когда иностранные инвесторы фактически обрушили рынок, начав массовую продажу акций российских компаний

Крупнозернистая структура отечественного рынка, не предполагающая наличия большого числа мелких инвесторов, делает его менее устойчивым при любых потрясениях. От кризиса 1997 г. в наибольшей степени пострадали корпоративные ценные бумаги – с начала кризиса курс акций снизился на 40%, что ограничивало будущие поступления от приватизации в бюджет. Ограничились и возможности внешнего заимствования, снизились цены и выросла доходность по ГКО, что делало более дорогим обслуживание внешнего долга. Несмотря на то, что в 1997 г. российский рынок устоял, происходившие тогда процессы показали зависимость страны от мировых экономических процессов.

Как отмечает Я.Миркин, непосредственной причиной кризиса на российском фондовом рынке стал масштабный отток спекулятивных иностранных капиталов, за счет которых, по оценке, на 30-35% финансировался внутренний государственный долг и на 60-75% – рост объема и курсовой стоимости рынка акций. Внутренние инвесторы, не обладающие достаточными финансовыми ресурсами, чтобы удержать рынок, и действовавшие на рынке в основном спекулятивно, внесли свой вклад в снижение стоимости финансовых активов. В итоге резкое падение курсов акций было той внешней силой, которая окончательно вывела из равновесия в 1997 и 1998 гг. расстроенные государственные финансы и банковскую систему, вызвала масштабный отток иностранного капитала с рынка государственных ценных бумаг, взрыв спроса на иностранную валюту и резкое обесценение рубля.¹

Множественность и сложность проблем российского фондового рынка были вызваны неподготовленностью предприятий и организаций к работе с акционерами. В западной практике до выхода на рынок ценных бумаг для привлечения инвестиционных ресурсов компания обычно развивается за счет собственных ресурсов или банковских кредитов. Иными словами, на фондовый рынок выходит участник, который уже привлекал заемные средства и умеет работать с инвесторами.²

¹ Миркин Я. *Рынок ценных бумаг России: воздействие фундаментальных факторов, прогноз и политика развития.* – М., 2002. – С. 62.

² Булатов В. *Указ. соч.* – С.195.

В России же в ходе масштабной приватизации произошло все наоборот – эмитентами стали компании, которые не имели ни малейшего понятия о работе с внешними инвесторами и заемными средствами. Фондовый рынок был нужен им для передела собственности, а не для привлечения инвестиционных средств. Это повлекло за собой нарушение прав акционеров, манипуляции с реестром, сокрытие прибыли, мизерные дивиденды и, как следствие, исчезновение интереса мелких инвесторов практически к любым видам акций.

На протяжении нескольких лет в России происходило смещение инвестиционных приоритетов: для игроков на фондовом рынке наиболее выгодными оказывались не долгосрочные инвестиции, а краткосрочная игра на повышение на рынке акций и внутреннего государственного долга. При этом вливания средств в реальную экономику не происходило, а наблюдалось лишь перетекание средств в рамках фондового рынка. Таким образом, российский фондовый рынок не выполнял своей основной функции, которой является предоставление механизма, позволяющего эмитенту привлекать инвестиции, а инвестору вкладывать свой капитал в доходные сферы бизнеса. Безусловно, спекулятивный доход за счет игры на курсовой разнице является побочным явлением на рынке ценных бумаг, однако оно не должно становиться основной функцией фондового рынка.

В целом, как это ни парадоксально, кризисные явления на российском фондовом рынке способствовали оздоровлению ситуации. Если принять во внимание, что в 1994-95 гг. фондовый рынок был практически полностью занят приватизационными чеками (ваучерами) и мошенническими бумагами (МММ и др.), в 1996-97 гг. спекуляциями на недооцененных в сотни раз акциях российских предприятий, завершившимися в 1997 г. крахом рынка, и, наконец, его полное исчезновение в августе 1998 г., то нужно признать, что только в 1999 г. возник и начал историю своего развития подлинный российский фондовый рынок.

Уже во второй половине 2001 г. репутация российских ценных бумаг в глазах западных инвесторов заметно улучшилась. Они убедились, что динамика макроэкономических показателей России выглядит намного лучше, чем у других развивающихся и даже некоторых развитых стран. На фоне депрессии в США, Европе и Японии, жесточайшего кризиса в Аргентине положение в России выглядит стабильно устойчивым. Это стимулирует увеличение доли инвестиций иностранных фондов в российские активы. В этом же направлении действуют неоднократные повышения рейтингов российских долговых инструментов международными рейтинговыми агентствами. Увеличивается и доля российских акций в инвестиционных индексах, рассчитываемых западными компаниями для своих клиентов.

Несмотря на все сложности участия иностранных инвесторов в процессе закрепления прав собственности в российской экономике, именно нерезиденты являются одной из ключевых групп, претендующих на присутствие в корпоративном капитале отечественных предприятий. При этом стоит отметить, что в настоящее время наблюдается тенденция усиления не спекулятивного, а долгосрочного инвестирования, в частности приобретения крупных пакетов иностранными инвесторами.¹

О постепенном росте интереса зарубежных инвесторов к российским активам говорит, например, тот факт, что крупнейшие мировые инвестиционные банки повышают рекомендации по российскому рынку акций. Так, аналитики британского банка HSBC особое внимание обращают на улучшение практики корпоративного управления в России, а также инвестиционный и кредитный бум, возврат капитала, реструктуризацию компаний. В этой связи также следует процитировать слова партнера UFG Asset Management Ф.Феннера: «Все западные инвесторы относятся к российскому рынку положительно. Рынок нельзя игнорировать после сделки ВР и ТНК, слияния ЮКОСа и Сибнефти».²

С начала 2002 г. на российском фондовом рынке появилось большое количество заказов от американских и европейских инвестиционных фондов на покупку российских акций и еврооблигаций. Важно отметить, что иностранные фонды вкладывают деньги не только в высоколиквидные ценные бумаги («голубые фишки»), но и в акции компаний «второго эшелона». Благодаря этому заметно увеличивается число эмитентов, сделки с акциями которых заключаются на организованном фондовом рынке. Так, в широкий оборот вовлечены до последнего времени малоликвидные акции достаточно крупных нефтегазовых (СИДАНКО, ОНАКО), машиностроительных (КамАЗ, УАЗ) компаний, предприятий черной металлургии (Мечел), химической промышленности (Тольяттинский азот, Уфаоргсинтез). В то же время, как отмечает ряд аналитиков, для более эффективного и стабильного функционирования российского фондового рынка необходимы значительное увеличение числа акций отечественных компаний в свободном обращении и рост числа мелких акционеров. Главная причина сохранения крупнозернистой структуры российского рынка, прежде всего, видится в противодействии новым эмиссиям держателей крупных пакетов акций, не желающих уменьшать долю принадлежащих им акций и

¹ *Подробнее о крупных приобретениях зарубежных инвесторов, сделанных в последнее время в различных отраслях промышленности, говорится во второй главе настоящей работы*

² *В Россию с любовью: Западные банки верят в наш фондовый рынок // Ведомости, 2003, №74 (874). – С. Бб.*

терять всю полноту контроля над предприятиями. Вторым немаловажным фактором является недостаточная заинтересованность в раскрытии финансовой информации о компаниях.

В настоящей главе мы рассмотрели специфику создания основ акционирования в России посредством приватизации, а также уделили внимание вопросу определения места и роли иностранного инвестиционного капитала на отечественном фондовом рынке. Как следует из всего вышесказанного, проблемы неэффективности российского фондового рынка и его спекулятивной направленности являются следствием недочетов при проведении в стране первичного закрепления прав собственности и создания основ акционирования.

В результате отечественной приватизации для инвестора, не обладающего контрольным пакетом, оказывалось невыгодно быть акционером. В связи с этим ни эмитенты, ни реальные и потенциальные инвесторы не выражали заинтересованности в функционировании фондового рынка при условии, когда права собственности на предприятия уже перераспределены. При этом рядовых акционеров не могли удовлетворять те незначительные дивиденды, которые выплачивались по акциям подавляющего большинства российских эмитентов. К тому же ликвидность акций резко сокращалась или практически исчезала после того, как контрольный пакет оказывался в одних руках.

Изначальное формирование непрозрачного рынка в отсутствие действующих законов и на фоне существенного участия государства в акционерных капиталах компаний привело к тому, что фондовый рынок становился не эффективным механизмом перераспределения капиталов и привлечения инвестиций, а сугубо спекулятивным инструментом. При этом акции российских компаний оказывались существенно недооцененными, а рынок государственных долговых обязательств предлагал инвесторам сверхвысокие доходности. Таким образом, формировались спекулятивные инвестиционные ориентиры – инвесторы были в большей степени заинтересованы в краткосрочных спекуляциях, приносящих довольно высокий доход, нежели в долгосрочном стратегическом участии в акционерном капитале компаний.

Подобное смещение приоритетов привело к тому, что отечественный фондовый рынок оказался беззащитным перед любыми мировыми экономическими потрясениями. Иностраный спекулятивный капитал, который к концу 90-х гг. более чем на 50% финансировал рост объема и курсовой стоимости рынка акций, оказывался одним из основных дестабилизирующих факторов. При появлении признаков кризисных явлений высокорисковый спекулятивный капитал зарубежных инвесторов был выведен с рынка, что повлекло за собой его обвал. Однако подобный негативный

опыт в конечном итоге способствовал оздоровлению рынка и созданию более цивилизованных форм его функционирования.

В настоящее время иностранные инвесторы все чаще оценивают российский фондовый рынок не только с позиций спекулятивных возможностей (хотя и спекулянты имеют большое значение для рынка, поскольку обеспечивают его ликвидность), но и с точки зрения перспективы долгосрочного вложения капитала. Этому способствует постепенное повышение уровня корпоративного управления в компаниях, стремление к большей прозрачности деятельности, публикация финансовой отчетности, составленной в соответствии с международными стандартами учета, а также более грамотная политика в отношениях с миноритарными акционерами и стратегическими инвесторами.

В то же время на отечественном рынке сохраняются проблемы преобладания крупных пакетов акций, отсутствия достаточного количества высокодоходных инструментов («голубых фишек»), региональных диспропорций, высоких рисков и значительной волатильности, что существенно снижает инвестиционную привлекательность российского фондового рынка с точки зрения долгосрочных вложений капитала.

Рассмотрев специфику отечественного фондового рынка и положения иностранных инвесторов на нем, далее мы выделим основных зарубежных игроков на российском рынке, более подробно попытаемся осветить основные особенности восприятия зарубежными инвесторами отечественного рынка, что определяет стратегии инвестирования, их отраслевую направленность, а также степень риска и ожидаемой доходности.

Глава 2. Иностранные инвесторы на российском рынке и современные стратегии инвестирования

2.1. Законодательные основы иностранного инвестирования и структура инвестиций

Важнейшим фактором привлечения иностранных капиталовложений в реальный сектор является законодательство, регламентирующее весь спектр отношений, связанных с иностранным инвестированием. Основная цель законодательной базы в данной сфере – создание в стране благоприятного инвестиционного климата.

До середины 1999 г. законодательной основой регулирования деятельности иностранного капитала являлся федеральный закон «Об иностранных инвестициях в РСФСР» от 4 июля 1991 г., федеральный закон «О предприятиях и предпринимательской деятельности» от 25 декабря 1990 г., а также ряд других законодательных актов. Особая роль в законодательном регулировании этой деятельности отводилась Указу Президента Российской Федерации «О совершенствовании работы с иностранными инвестициями».

К настоящему времени в России разработаны общие законодательные основы инвестиционной деятельности. К ним относятся: федеральный закон от 25 февраля 1999 г. (в ред. от 2 января 2000 г.) «Об инвестиционной деятельности в Российской Федерации, осуществляемой в форме капиталовложений»; федеральный закон от 5 марта 1999 г. «О защите прав и законных интересов инвесторов на рынке ценных бумаг; федеральный закон от 9 октября 1992 г. «О валютном регулировании и валютном контроле», и, безусловно, Гражданский кодекс Российской Федерации.¹

Условия предпринимательской деятельности иностранных инвесторов на территории Российской Федерации установлены в федеральном законе от 9 июля 1999 г. «Об иностранных инвестициях в Российской Федерации», который фактически стал основным документом, регулирующим различные аспекты деятельности иностранного капитала в России. Закон направлен на привлечение и эффективное использование в российской экономике иностранных материальных и финансовых ресурсов, передовой техники и технологии, обеспечение стабильности условий деятельности иностранных инвесторов и соблюдение соответствия правового режима иностранных инвестиций нормам международного права и международной практике инвестиционного сотрудничества.

¹ Аврущенко Д. К вопросу о правовых гарантиях иностранных инвесторов // Деньги и кредит, 2001, №12. – С.58.

Закон об иностранных инвестициях закрепляет основные гарантии прав иностранных инвесторов на инвестиции и получаемые от них доходы. Он устанавливает принцип национального режима деятельности иностранных инвесторов и коммерческих организаций с иностранными инвестициями, а также использования ими полученной от инвестиций прибыли. Указанный режим не может быть менее благоприятным, чем соответствующий правовой режим, предоставленный российским инвесторам.

Федеральными законами могут быть установлены два вида изъятий из национального режима: ограничивающие права иностранных инвесторов в определенных сферах деятельности и стимулирующие, предоставляющие больший объем прав и льгот иностранным инвесторам, нежели российским.¹

Иностранным инвестором, согласно закону, может быть иностранное юридическое лицо, иностранная организация, не являющаяся юридическим лицом, иностранный гражданин или лицо без гражданства, постоянно проживающее за рубежом, а также международная организация и иностранное государство (ст. 2). В соответствии с законом, *иностранная инвестиция* – это вложение иностранного капитала в объект предпринимательской деятельности на территории Российской Федерации в виде предусмотренных ГК объектов гражданских прав, принадлежащих иностранному инвестору, если такие объекты гражданских прав не изъяты из оборота или не ограничены в обороте (ст. 2).

Закон об иностранных инвестициях вводит понятие *прямых* иностранных инвестиций. К *прямым* инвестициям относятся: приобретение иностранным инвестором 10%-ной доли, долей (вклада) в уставном (складочном) капитале коммерческой организации, созданной или вновь создаваемой на территории Российской Федерации; вложение капитала в основные фонды филиала иностранного юридического лица, создаваемого на территории Российской Федерации; осуществление на территории Российской Федерации иностранным инвестором как арендодателем финансовой аренды (лизинга) оборудования, указанного в разделах XVI и XVII Товарной номенклатуры внешнеэкономической деятельности Содружества Независимых Государств (ТН ВЭД СНГ), таможенной стоимостью не менее 1 млн руб.²

¹ Андрианов В. Место и роль иностранного капитала в экономике России: правовые механизмы инвестиционного процесса // Общество и экономика, 2001, №2. – С.59.

² Доронина Н. Комментарий к Закону об иностранных инвестициях. – М., 2000. – С. 10.

Как следует из приведенного выше определения, основным критерием прямых инвестиций является участие инвестора в процессе принятия решений по объекту инвестирования, достаточность его доли для определяющего влияния. Однако, как отмечают многие исследователи, привязка правового критерия к формальным цифровым значениям не может считаться правильной.¹

В Законе при определении прямых инвестиций за образец были взяты стандарты, действующие в США, которые не соответствуют российской действительности: там владение пакетом голосующих акций в размере не менее 10% позволяет осуществлять полный контроль над деятельностью предприятия. В российских условиях не существует той распыленности капитала, которая характерна для американских корпораций, поэтому пакет в 10% в России в подавляющем большинстве случаев не будет контрольным (или обеспечивающим, по крайней мере, существенное влияние на принимаемые решения).

Кроме того, в соответствии с ГК, федеральными законами: «Об акционерных обществах» и «Об обществах с ограниченной ответственностью» реальную возможность получить контроль (полный или частичный) над предприятием имеют только те группы инвесторов, которые обладают не менее чем 25% плюс одна акция. Таким образом, для российских условий более подходит в качестве формальной границы 25% голосующих акций, а в ряде случаев – 50% плюс одна акция.²

Следует обратить внимание на то, что в Законе об иностранных инвестициях не были учтены положения нормативных актов Российской Федерации, которые закрепляют такую категорию, как *портфельные* инвестиции, т.е. приобретение ценных бумаг. Например, федеральный закон «О валютном регулировании и валютном контроле» называет портфельные инвестиции в числе валютных операций, связанных с движением капитала. Следовательно, остается неопределенность относительно того, является ли инвестицией реализация права иностранного инвестора на приобретение акций (менее 10%) и иных ценных бумаг российских коммерческих организаций и государственных ценных бумаг. Нет также ясности и в том, насколько иностранный инвестор защищен нормами федерального закона «О защите прав и законных интересов инвесторов на рынке ценных бумаг», направленного на «обеспечение государственной и общественной защиты прав и законных интересов физических и юридических лиц, объектом инвестирования которых являются ценные бумаги».³

¹ Вознесенская Н. К вопросу о правовом регулировании инвестиций в России // Государство и право, 2001, №6. – С.84.

² Правовое обеспечение экономических реформ. Инвестиции. 1999. /Под ред. В.Кузьмина и В.Мазаева. – М., 2000. – С. 45.

³ Аврущенко Д. Указ. соч. – С.60.

Вопрос классификации инвестиций вызывает много споров и разногласий и среди экономистов. Однако наиболее распространенным является выделение следующих групп инвестиций: прямые, портфельные и прочие. Прямых инвесторов, в свою очередь, делят на стратегических и финансовых. Стратегические – это, прежде всего, западные компании, приобретающие уже существующие предприятия и участвующие в их расширении и строительстве.

Финансовые инвесторы – это инвестиционные фонды, целью которых является получение дивидендов и последующая продажа акций с прибылью. Портфельные инвестиции представляют собой вложения капитала в акции, долговые ценные бумаги и т.п., которые приобретаются главным образом для получения дохода. Все операции, которые не рассматриваются как операции с прямыми и портфельными инвестициями, относят к прочим инвестициям (например, торговые кредиты, банковские вклады и т.д.).

Здесь также необходимо сделать несколько оговорок. К прямым иностранным инвестициям относят, как правило, непосредственную производственную деятельность иностранных инвесторов – инвестиции в строительство объектов, добычу полезных ископаемых, создание юридических лиц, в том числе совместных с национальными инвестициями компаниями. Совместные компании могут создаваться также путем приобретения акций национальных компаний. Сделки, совершаемые на рынке ценных бумаг, включая и операции с корпоративными ценными бумагами (акции, выпускаемые юридическими лицами), не всегда рассматриваются как портфельные инвестиции. Так, сделки с ценными бумагами, результатом которых является приобретение права контроля над компанией-эмитентом, относятся к прямым инвестициям.¹

На основе всего сказанного выше можно заключить, что на российском фондовом рынке операции с ценными бумагами могут производить как прямые, так и портфельные инвесторы. Как правило, ключевое отличие заключается в целевой направленности этих групп иностранных инвесторов. Если стратегические инвесторы нацелены на вложение средств, ориентируясь на долгосрочную перспективу, развитие предприятия и его бизнеса, то стратегия поведения портфельного инвестора строится на основе арбитражных возможностей, предоставляемых любым отклонением рынка от эффективного состояния.

В большинстве экономических исследований предпочтение с точки зрения эффективности и целесообразности отдается прямым инвестициям, тогда как портфельные зачастую воспринимаются лишь как спекулятивные операции. Однако не следует столь категорично оценивать роль портфельных инвестиций.

Дело в том, что портфельный инвестор – это такой экономический субъект, решения которого основываются, в принципе, всецело на сигналах, поступающих с фондового рынка, наблюдениях за текущим состоянием и историей котировок на этом рынке. Портфельный инвестор заинтересован, тем самым, в том, чтобы поведение цен на рынке быстро отражало ситуацию в экономике в целом, служило эффективным информационным ретранслятором, позволяя формировать рациональные ожидания и оптимизировать инвестиционную политику.

Интересы портфельного инвестора объективно совпадают с интересами общества в отношении реформирования фондового рынка, обеспечения его прозрачности и повышения эффективности его механизмов. Портфельные инвестиции предполагают качественно более высокий уровень развития институционально-правовой и технологической инфраструктуры фондового рынка. Можно сказать, что портфельные инвесторы полагаются на способность фондового рынка адекватно транслировать всю полноту рисков.

Вкладывая капитал на данном национальном рынке, портфельный инвестор оценивает и кредитует национальную экономику в целом. Этим он принципиально отличается от прямого инвестора, который ориентирован на тесные связи в рамках проекта. Для прямого инвестора история проекта и контекст партнерских взаимоотношений играют принципиально важную роль, тогда как для портфельного инвестора данные вопросы роли не играют. Прямые инвестиции имеют иную природу гарантий, связанную с конкретными проектами, в то время как природа гарантий, которые требуются портфельному инвестору, макроэкономическая и соответствует более высоким ступеням рыночной трансформации экономики переходного периода.²

Как мы видим, прямые и портфельные инвесторы, осуществляя операции на фондовом рынке, преследуют различные цели и используют специфические стратегии. Однако формальный фактор отнесения инвестиций к прямым или портфельным не учитывает данного различия. Отсутствие четкой классификации инвестиций на прямые и портфельные, закреплённой на уровне инвестиционного законодательства, усиливает юридические риски инвестирования и негативно отражается на инвестиционном климате страны.

В целях настоящего исследования представляется интересным рассмотреть специфику восприятия российского рынка с точки зрения стратегического и портфельного инвестора, а также основные стратегии инвестирования, используемые в современной практике данными инвесторами, в частности, при работе на отечественном рынке.

¹ Доронина Н. Указ. соч. – С.23.

² Евстигнеев В. Портфельные инвестиции в мире и России: выбор стратегии. – М., 2002. – С.25.

2.2. Особенности восприятия иностранными инвесторами отечественного рынка

В последнее время российская экономика переживает своего рода возрождение. Экономика развивается быстрыми темпами, происходит переоценка рынков, а темпы реструктуризации на макроэкономическом уровне превысили все прогнозы. Тем не менее, несмотря на позитивные новости, стратегические инвесторы не стремятся вкладывать средства в российские активы.

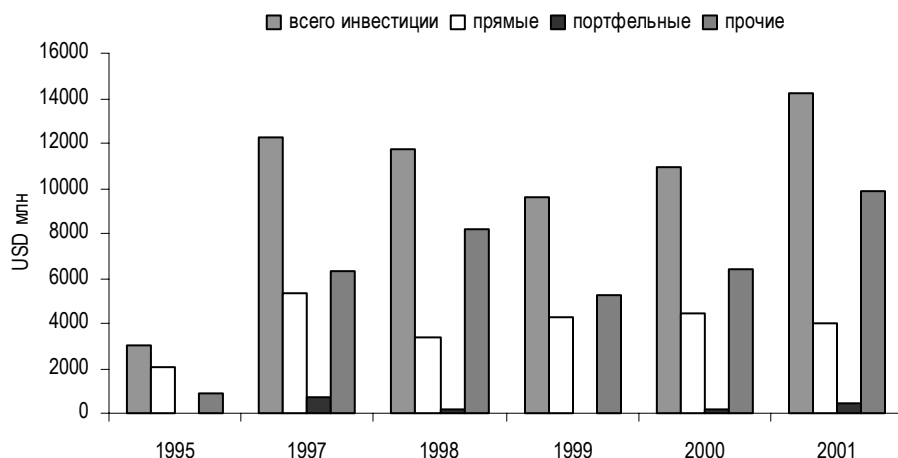
Объем прямых иностранных инвестиций за 2001 г. уступает показателю предыдущего года, а показатель за первый квартал 2002 г. снизился по сравнению с уровнем за аналогичный период 2001 г. Тем не менее, появляется все больше признаков, что данная ситуация постепенно меняется. В 2002 г. и начале текущего года было осуществлено несколько значительных сделок, и ряд предстоящих операций свидетельствует о том, что начался период притока прямых иностранных инвестиций в Россию. В данном случае это может привести к существенному повышению качества капиталовложений в российские активы и обусловить очередное повышение интереса к отечественным активам.

Несмотря на периодический прилив капитала на российский рынок, стратегические инвесторы продолжают оставаться в стороне и не спешат приходить в Россию. Наряду с существенным оттоком капитала из страны в середине 90-х гг. отсутствие стратегических инвесторов, готовых поддержать развитие российской экономики, является наиболее очевидным свидетельством того, что динамика отечественного фондового рынка и рынка долговых обязательств не является стабильной. Начиная с середины 1999 г. политика внутренних инвесторов направлена на привлечение международных портфельных инвесторов в Россию с целью возрождения экономики страны. Тем не менее, до последнего времени международные стратегические инвесторы занимали весьма скептическую позицию. Притом что в России существуют привлекательные инвестиционные возможности и огромные потребности в финансовых средствах, объем прямых иностранных инвестиций в Россию в расчете на душу населения за период с 1994 по 2001 гг. составил 1/6 от показателя Польши, 1/8 от показателя Венгрии и 1/15 от показателя Чехии.

Ниже мы рассмотрим специфику восприятия инвесторами-нерезидентами отечественного рынка и его рисков, а также причины отсутствия значительного потока иностранного капитала на российский рынок в настоящее время.

Основываясь на данных Госкомстата, можно сделать вывод относительно динамики и структуры инвестиций, поступивших от иностранных инвесторов в экономику России (рис. 1).

Рисунок 1. Динамика и структура инвестиций иностранных инвесторов в российскую экономику



Источник: Госкомстат

Если рассматривать *структуру прямых инвестиций*, то наибольший их объем привлек не нефтяной сектор, а пищевая промышленность – USD3.2 млрд по сравнению с инвестированными в нефтегазодобывающий сектор USD2.6 млрд (табл. 3). Кроме того, стоит отметить, что инвестиции в нефтегазовую промышленность в размере USD1.5 млрд были направлены в одну группу проектов – за последние шесть лет в Сахалин-1 и Сахалин-2, реализуемые ExxonMobil, инвестировано USD1.5 млрд.

Тенденция инвестирования в пищевую промышленность позитивна и отражает огромный потенциал российского потребительского рынка. В то же время фиксируется противоположная динамика в финансовой сфере. Если в 1996-97 гг. в сектор были привлечены значительные инвестиции на фоне роста фондового и долгового рынка и намерения международных компаний воспользоваться высокой, хотя и краткосрочной доходностью на рынке капитала, то сейчас данный показатель сократился более чем в десять раз. (Для сравнения: если в 1997 г. в финансовый сектор было направлено около 40% совокупного объема прямых иностранных инвестиций, то за последние два года показатель снизился до 3%.)

Таблица 3. Прямые иностранные инвестиции в разрезе секторов российской экономики, USD млн

	1997		1998		1999		2000		2001		Итого	
	USD млн	% от общего пок-ля	USD млн	% от общего пок-ля	USD млн	% от общего пок-ля	USD млн	% от общего пок-ля	USD млн	% от общего пок-ля	USD млн	% от общего пок-ля
Пищевая промышленность	448	11.5%	440	16.4%	963	22.6%	821	18.5%	528	13.3%	3 200	16.6%
Нефтедобыча	295	7.6%	280	10.4%	1 189	27.9%	441	10.0%	423	10.6%	2 628	13.7%
Транспорт	25	0.6%	89	3.3%	517	12.1%	948	21.4%	689	17.3%	2 268	11.8%
Розничная торговля	24	0.6%	501	18.7%	597	14.0%	72	1.6%	757	19.0%	1 951	10.1%
Связь	27	0.7%	153	5.7%	172	4.0%	378	8.5%	138	3.5%	868	4.5%
Машиностроение	51	1.3%	136	5.1%	126	3.0%	228	5.1%	316	7.9%	857	4.5%
Бумажноцеллюлозная промышленность	32	0.8%	107	4.0%	140	3.3%	141	3.2%	131	3.3%	551	2.9%
Строительство	63	1.6%	119	4.4%	59	1.4%	45	1.0%	31	0.8%	317	1.6%
Черная металлургия	2	0.1%	60	2.2%	55	1.3%	39	0.9%	116	2.9%	272	1.4%
Нефтехимия	49	1.3%	57	2.1%	19	0.4%	49	1.1%	88	2.2%	262	1.4%
Цветная металлургия	66	1.7%	69	2.6%	18	0.4%	30	0.7%	21	0.5%	204	1.1%
Сельское хозяйство	5	0.1%	8	0.3%	41	1.0%	31	0.7%	48	1.2%	133	0.7%
Строительные материалы	17	0.4%	17	0.6%	24	0.6%	26	0.6%	42	1.1%	126	0.7%
Текстильная промышленность	11	0.3%	7	0.2%	14	0.3%	8	0.2%	28	0.7%	67	0.3%
Прочее	2 783	71.4%	641	23.9%	326	7.7%	1 172	26.5%	624	15.7%	5 546	28.8%
Итого	3 897	100%	2 685	100%	4 260	100%	4 429	100%	3 980	100%	19 251	100%

Источник: Госкомстат

В структуре *портфельных инвестиций* иностранных инвесторов наблюдается преобладание вложений в долговые обязательства по сравнению с инвестициями в акции и паи, что в очередной раз подтверждает долговую, а не долевою структуру российского фондового рынка. При этом основные инвестиции на рынке долговых инструментов производятся в государственные бумаги.

Очень высока была доля иностранных инвесторов на рынке ГКО ОФЗ, она достигала перед кризисом 30-33%. Если при этом учесть, что более 50% рынка ГКО ОФЗ, по оценке, принадлежали Банку России и Сберегательному банку (совместно с Внешторгбанком), то иностранные компании были второй по значению группой инвесторов на этом рынке.¹

Таблица 4. Структура портфельных инвестиций иностранных инвесторов, USD млн

	1995	1997	1998	1999	2000	2001
акции и паи	11	572	33	27	72	329
долговые ценные бумаги	28	109	156	2	6384	9827

Источник: Госкомстат

¹ Миркин Я. Рынок ценных бумаг России: воздействие фундаментальных факторов, прогноз и политика развития. – М., 2002. – С. 167.

По данным Института экономики переходного периода, в 2001 г. в Россию поступали инвестиции из 109 стран (в 2000 г. – 108 стран, в 1999 г. – 96 стран). Лидирующая роль принадлежит США – 11.2% от совокупного объема иностранных инвестиций, поступивших в российскую экономику в 2001 г., на втором месте Великобритания – 10.9% от совокупного объема. В 2001 г. существенно выросли по сравнению с предыдущим годом инвестиции в РФ из Японии (в 3.5 раза до USD408 млн) и Великобритании (в 2.6 раза до USD1553 млн).

Инвестиции из Великобритании направлялись, в основном, в сферу торговли и общественного питания (57.9% от поступивших в 2001 г. инвестиций). В машиностроение и металлообработку поступило 11.4% британских вложений, в топливную промышленность – 9.5%. Около 45% японских инвестиций приходится на топливную и деревообрабатывающую промышленность. Инвесторы из Германии также, в основном, ориентировались на российскую промышленность (54% немецких вложений в 2001 г. направлено в промышленность).

По итогам 2001 г. в общем объеме накопленных иностранных инвестиций лидируют Германия, США, Кипр, Великобритания и Франция, доля которых составляет 67.7% (2000 г. – 73,2%). На первую пятерку стран-инвесторов приходится также 63.7% прямых инвестиций (2000 г. – 69.5%), 57.9% портфельных (2000 г. – 57.8%) и 72.9% прочих инвестиций (2000 г. – 77.5%).

Как показала практика, иностранные инвесторы проявляют большой интерес к инвестициям в российскую экономику, отмечая при этом необходимость законодательных гарантий, повышения прозрачности рынка, а также возможность получения информации о состоянии российских предприятий.

Рост притока прямых иностранных инвестиций окажет позитивное влияние на макроэкономические показатели России. Если бы годовой объем ПИИ на душу населения в России был аналогичен среднему объему ПИИ/душу населения в странах Восточной Европы за последние несколько лет, то совокупный показатель инвестиций (внутренних и иностранных) вырос бы практически в два раза.

Данный процесс привел бы не только к существенному росту прибыли компаний, но и повысил бы качество инвестиций, предоставил бы России доступ к западному ноу-хау и современным технологиям, а также увеличил бы давление на естественные монополии. Все это в совокупности благоприятно отразилось на состоянии российской экономики.

Причины отсутствия значительного притока *прямых иностранных инвестиций* в Россию вполне очевидны и подразделяются на две категории – неэффективная институциональная структура и общий рыночный риск. В *табл. 5* приведены результаты анализа, проведенного руководством одной из иностранных компаний, осуществивших инвестиции в российские активы.

Что касается *иностранных портфельных инвестиций*, то основными сдерживающими факторами для инвесторов являются недостаточная прозрачность деятельности компаний, их финансовой отчетности и структуры корпоративного управления, а также риски, связанные с российскими активами и отечественным фондовым рынком. Сферами преимущественной активности большинства фондов являются акции предприятий нефтяной и газовой отраслей, энергетики, телекоммуникаций. Значительно ниже объем портфельных инвестиций в легкую, пищевую и фармацевтическую промышленность, машиностроение, наукоемкие отрасли.

Таблица 5. Причины для иностранных инвесторов не инвестировать в российские активы (первое полугодие 2001 г.)

	По 10-бальной шкале (10 - наиболее важный пункт)
Нестабильная налоговая среда	8.5
Государственное регулирование, бюрократизация	8.3
Юридическая незащищенность	7.9
Неравноправные условия деятельности	7.8
Коррупцированные правоохранительные органы	7.4
Криминализация	5.6
Ненадежность поставщиков	4.4
Коррупцированная судебная система	3.2
Коррупцированная госвласть	2.0

Источник: Министерство по антимонопольной политике и поддержке предпринимательства

С точки зрения *стратегических инвесторов* наиболее негативными являются следующие факторы:

- *Налоговая среда.* Наиболее важный барьер для ведения бизнеса в России представляет налоговая среда. Данную проблему можно рассматривать с двух точек зрения. Во-первых, фактическая ставка налогообложения является достаточно высокой. Во-вторых, что является наиболее важным, налоговая среда нестабильна. Налоговое законодательство изменялось достаточно быстро в течение последнего десятилетия, и его внедрение на практике не было последовательным. В данной связи помимо этого необходимо учитывать сомнительную легитимность налогов, отчисляемых в региональные бюджеты, а также несовершенство действующего налогового законодательства. Кроме того, российская налоговая система предъявляет слишком жесткие требования к налогоплательщикам.

- *Бюрократизация.* «Государственное регулирование», «юридическая незащищенность» и «отсутствие равноправных условий деятельности» являются очередными тремя наиболее важными проблемами, ограничивающими приток прямых иностранных инвестиций на российский рынок. Данные три аспекта отражают нестабильную институциональную среду, которая мешает развитию бизнеса в России. «Государственное регулирование» является весьма противоречивым фактором, поскольку, во-первых, оно весьма активное и, во-вторых, осуществляется на нерегулярной основе. Компании юридически не защищены, поскольку в результате бюрократизации органов власти возможна разная трактовка и применение положений законодательства в каждом конкретном случае. Условия деятельности не являются равноправными в результате того, что регулирование деятельности компаний осуществляется в зависимости от статуса и политической важности определенной компании.
- *Коррупционированность органов власти* – менее важный фактор. Необходимо отметить, что коррупционированность судебных органов и органов государственной власти не является важным фактором. Коррупционированность правоохранительных органов рассматривается как более весомый фактор по сравнению с двумя предыдущими. Таким образом, это вновь подтверждает то, что перспектива ежедневного соприкосновения с бюрократическим аппаратом является важным фактором, который препятствует притоку прямых иностранных инвестиций, а не само государственное регулирование.

С точки зрения *портфельных и стратегических инвесторов* существуют следующие типичные сценарии нарушений прав акционеров:

- *Новые выпуски акций* (в связи с переоценкой уставного капитала, так и проводимые вне связи с такой переоценкой): по инициативе правления производится разводнение акций, принадлежащих «сторонним» акционерам, и уменьшение тем самым доли интереса таких акционеров в АО (Приморское морское пароходство, Коминетфть);
- *Порядок выплаты дивидендов:* дивиденды, которые были объявлены и утверждены на собрании акционеров АО, не выплачиваются или принимаются решения общих собраний о выплате дивидендов только части акционеров (обычно – работающих в АО);
- *Реестры акционеров:* умышленное удаление записей из реестра акционеров (на Красноярском алюминиевом заводе директор просто вычеркнул иностранных акционеров под предлогом «наказания» за неуплату перерегистрационной пошлины) или ведение реестров зависимыми от АО реестродержателями;

- *Непосредственно корпоративное управление:* акционеры не уведомляются вообще, либо уведомляются не в установленный законом срок о собраниях акционеров, либо не уведомляются о существенных вопросах повестки дня собраний, советы директоров, утвержденные при корпоратизации АО, не переизбираются на общем собрании, как этого требует законодательство, не соблюдаются процедурные требования голосования на общих собраниях.

Несмотря на негативные факторы, совокупный объем инвестиций в российскую экономику (иностраннх и внутренних) составил в 2001 г. USD55 млрд, из которых на долю прямых иностранных инвестиций пришлось USD4 млрд. В целом рост инвестиций с 1998 г. был обусловлен внутренними капиталовложениями. Годовой объем прямых иностранных инвестиций оставался без изменений. Исходя из предположения, что ПИИ в расчете на душу населения достигнут через пять лет уровня Восточной Европы то годовой рост ПИИ составит 46%.

С точки зрения предложения, рост притока прямых иностранных инвестиций повлияет на увеличение производства и чистой прибыли российских компаний и, как следствие, на увеличение заработной платы и налоговых отчислений, в результате чего вырастет объем потребления и государственные расходы.

Пакеты, приобретенные на настоящий момент стратегическими инвесторами, означают, что последние готовы платить премию к оценкам стоимости компаний на фондовом рынке. В табл. 6 приведены суммы, уплаченные за стратегические пакеты акций российских компаний по производству пива в сравнении с ценой, уплаченной за доли в сопоставимых компаниях на развитых рынках. Средний показатель стоимости на развитых рынках составляет USD1.45/литр продукции, а средний для России показатель – USD1.53/литр продукции.

Таблица 6. Цена, уплаченная за стратегические приобретения

Покупатель	Приобретение	Пакет акций	Уплаченная сумма, USD млн
Adolph Coors (США)	Carling Brewers (Великобритания)	100%	1 900
Heineken	Heineken Espana (Испания)	15.3%	60
Scottish & Newcastle	Hartwall (50% of BBH)	100%	1 900
Scottish & Newcastle	Балтика (36.5% через 50% в BBH)	37.5%	676
Холдинг Балтика (BBH)	Вена (Россия*)	50%	35
Heineken	Bravo International (Россия)	100%	400

*Цена данной сделки не была раскрыта ; USD35 млн - оценочная сумма

Источник: Ренессанс Капитал

Данный феномен объясняется рядом причин. Во-первых, стратегические акционеры обладают более существенными правами по сравнению с портфельными инвесторами. Право назначать представителя в совет директоров и право блокировать принимаемые решения при условии владения 25%-ной долей теоретически существенно сокращают рисковую премию по инвестициям в акции для стратегического инвестора. Тем не менее, как очевидно из сделки между ВР и СИДАНКО, стоимость данных теоретических прав полностью зависит от потенциальной способности использовать данные права на практике. Поскольку существует достаточно мало прецедентов, когда иностранные акционеры предпринимали попытку использовать свои права на практике, то практическая стоимость данных прав под вопросом. И, во-вторых, стратегические инвесторы оценивают компании более оптимистично, чем портфельные инвесторы.

Существует мнение аналитиков, что уровень восприятия рисков, присущих деятельности в России, снизился по сравнению с уровнем потенциальной доходности вложенного капитала, а также, что стратегические иностранные инвестиции постепенно начинают возвращаться в Россию. В 2002 г. было осуществлено пять значительных инвестиционных сделок с участием стратегических западных инвесторов. Скорее всего, это является началом новой тенденции. На фоне сохранения достаточно жесткого инвестиционного климата в России, потенциальная доходность инвестиций продолжает расти. Кроме того, несмотря на барьеры на пути иностранных инвестиций, доходность вложенного капитала вполне оправдывает усилия.

Одним из наиболее существенных опасений аналитиков с точки зрения макроэкономической конъюнктуры остается монополизация экономики и отсутствие развитого банковского сектора, что в свою очередь обусловит неадекватность качества инвестиций. Значительные объемы прямых иностранных инвестиций приведут к росту конкуренции российским монополиям и обеспечат источник капитала помимо ограниченного финансирования, предоставляемого нефункционирующим банковским сектором.

Из рисков, упомянутых выше, существенно сократился рыночный риск наряду с улучшением институциональной среды по мере осуществления на практике программы реформирования, разработанной администрацией В.Путина. Несмотря на сохранение ряда рисков и неэффективности системы, тем не менее, в целом ситуация коренным образом улучшилась.

Ниже представлены сделки, которые могут явиться свидетельством того, что волна прямых иностранных инвестиций докатилась о России. Три сделки из пяти, совершенных в 2002 г., относятся к пищевой промышленности, одна – к деревообрабатывающей и одна – к нефтегазовому сектору.

- Приобретение пивоваренного завода «Браво» голландской компанией Heineken. В начале февраля 2002 г. голландская компания по производству пива Heineken приобрела один из крупнейших российских пивоваренных заводов Bravo International, заплатив USD400 млн за 100%-ный пакет акций компании.
- Крупнейший производитель пива в Великобритании корпорация Scottish&Newcastle приобрела пакет акций «Балтики». В середине февраля прошлого года Scottish&Newcastle приобрела финскую компанию по производству пива Hartwell, которой принадлежит 50%-ный пакет акций Baltic Beverage Holdings, в свою очередь контролирующего 75%-ную долю в акционерном капитале российской компании «Балтика». Данная инвестиция была осуществлена с единственной целью получить доступ на быстро развивающийся российский рынок пива.
- Французская группа Danone приобрела пакет акций Вимм-Биль-Данн. В ходе первичного размещения акций ВБД французская Группа Danone приобрела 4%-ный пакет акций компании за сумму около USD33 млн, что свидетельствует о стратегическом интересе международной компании на российском рынке.
- Сыктывкарский лесоперерабатывающий комбинат (СЛПК) перешел под контроль Mondi, лесоперерабатывающего подразделения корпорации Anglo-American. Доля Mondi была в капитале СЛПК увеличена с 19.4% до 87.9%. Стоимость приобретенного пакета составила около USD252 млн, и компания заявила о своих намерениях осуществлять дальнейшие инвестиции в капитал СЛПК.
- ВР приобрела 15%-ный пакет СИДАНКО. ВР приняла решение об увеличении своей доли в акционерном капитале российской нефтяной компании СИДАНКО с 10% до 25%, инвестировав USD375 млн.

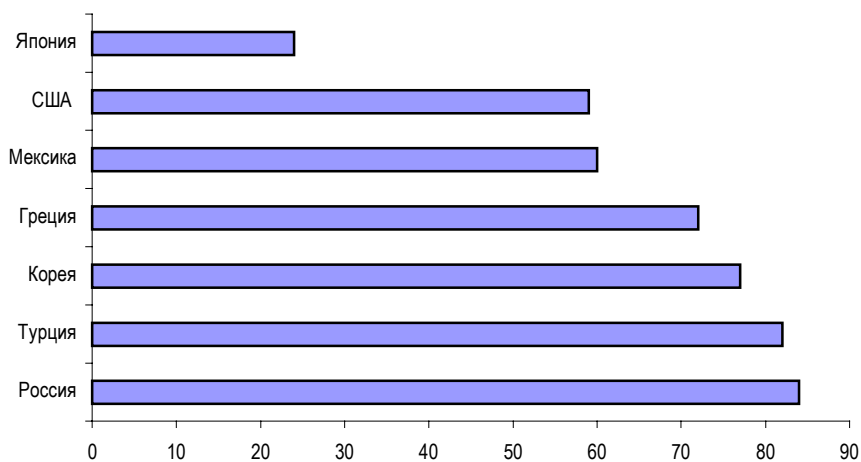
Данные сделки свидетельствуют о значительном повышении интереса со стороны иностранных компаний к России. Значительный рост прямых иностранных инвестиций будет иметь ряд позитивных последствий.¹

¹ В данном случае приводится экспертная оценка.

Наиболее важным аспектом станет качество инвестиций, а также приток и развитие современных технологий, которые последуют за капиталом. Наконец, приход на российский рынок крупных международных компаний обусловит развитие конкуренции российским монополиям.

Всегда существует временной разрыв между периодом осознания инвесторами факта улучшения инвестиционного климата и периодом фактического принятия инвестиционных решений. Крупные институциональные инвесторы начали осуществлять серьезные инвестиции в Россию только в октябре 2001 г., портфельные инвесторы реагируют на изменение инвестиционного климата в стране значительно быстрее (так после кризисного 1998 г. они уже довольно активно инвестировали в российские активы – см. рис. 2). На фоне роста индекса РТС, начиная с сентября 2001 г. фондовым рынкам нужна позитивная информация для поддержания интереса инвесторов.

Рисунок 2. Наиболее динамичные фондовые рынки мира в 1999-2000 гг., годовой рост в %



Источник: Bloomberg

Тот факт, что иностранные инвесторы стали больше верить в финансовую устойчивость и платежеспособность российского государства, подтверждается повышением кредитных рейтингов России на мировых финансовых рынках, позволяющим стране привлекать иностранный капитал на несколько более выгодных условиях. Однако с точки зрения стимулирования долгосрочных иностранных инвестиций кредитные рейтинги принципиального значения не имеют. Для оценки инвестиционного климата в России решающую роль продолжают играть сложившееся на Западе представление о ней как о стране коррумпированной, криминализованной, институционально и технически отсталой.

Иностранных инвесторов настораживают особенности деловой практики и бухгалтерского учета российских корпораций, слабая правовая защищенность предпринимательства и особенно миноритарных акционеров, широкий размах теневой деятельности, далеко выходящий за рамки того, что принято считать допустимым в западных рыночных экономиках.

И действительно, по данным одного из отечественных исследований, доля неучтенных операций в промышленности РФ составляет на различных стадиях производства и сбытовой деятельности от 23% до 50%, а средний процент искажения операций с фондами оплаты труда в разных отраслях колеблется от 33% до 67%.¹

Несмотря на то, что либеральный экономический курс российских властей пользуется принципиальной поддержкой со стороны западных деловых кругов, конкретная деятельность российского государства по регулированию экономики, являющаяся очень важной частью такого понятия как «инвестиционный климат», воспринимается довольно критично.

Например, по данным одного из международных исследований, в рейтинге 160 стран по качеству государственного регулирования экономики Россия была помещена на 158 место. Добавим к этому, что иностранные инвесторы, осуществляющие долгосрочные вложения (а это в первую очередь прямые инвестиции) в сферу производства, зачастую нуждаются в протекционистской защите принимающей страны (не говоря уже о стабильности ее таможенного режима), как и отечественные производители, но российская внешнеторговая политика такой защиты объективно не обеспечивает.

Принимая во внимание наличие негативных факторов, зарубежные инвесторы, тем не менее, довольно активно рассматривают российский фондовый рынок в целях инвестирования. Это вызвано, с одной стороны, стагнацией мировой экономики, а во-вторых – постепенным улучшением экономической и политической ситуации в России, большей стабильностью и последовательностью процесса реформ. Тем не менее, увеличение притока иностранных инвестиций в Россию представляет собой фактор, пока еще не учтенный в котировках акций российских компаний. Объявление о крупных стратегических инвестиционных проектах в ближайшее время повлияет на резкий рост российского фондового рынка. При этом мы видим взаимосвязь портфельных и стратегических инвестиций. Изменение восприятия инвесторами рискованности прямых инвестиций приводит к увеличению их объема и улучшению положения предприятий, а это в свою очередь позитивно отражается на котировках ценных бумаг компаний, что соответствует интересам портфельных инвесторов.

Рассмотрев специфику восприятия иностранными инвесторами отечественного рынка, мы можем сделать вывод, что основными причинами отсутствия значительного притока прямых иностранных инвестиций являются неэффективная институциональная структура и общий рыночный риск. К числу сдерживающих факторов для иностранных портфельных инвестиций относятся недостаточная прозрачность деятельности компаний, их финансовой отчетности и структуры корпоративного управления, а также риски, связанные с российскими активами и отечественным фондовым рынком. С точки зрения макроэкономической конъюнктуры наибольшие опасения высказываются относительно монополизации экономики и отсутствие развитого банковского сектора, что приводит к неадекватности качества зарубежных инвестиций.

Несмотря на наличие негативных факторов на российском рынке, иностранные инвесторы рассматривают его в качестве довольно перспективного рынка с точки зрения предоставляемых возможностей вложения капитала. Данная тенденция обусловлена постепенным улучшением инвестиционного климата в России на фоне проводящихся реформ в экономике страны, а также затянувшимся периодом застоя на мировых финансовых рынках, что само по себе повышает привлекательность инвестиций на emerging markets.

Увеличение объема инвестиций позитивно отразится на состоянии российской экономики – так, рост прямых инвестиций привел бы к усилению конкуренции российским монополиям и обеспечил бы источник капитала помимо ограниченного финансирования, предоставляемого нефункционирующим банковским сектором. Улучшение качественных и количественных показателей портфельных инвестиций повысило бы ликвидность российского фондового рынка и степень его эффективности, а также позволило компаниям привлекать средства с помощью механизмов рынка акций и долговых обязательств.

Далее мы попытаемся определить основных иностранных игроков на отечественном фондовом рынке, а также выделим наиболее распространенные стратегии инвестирования, применяемые институциональными инвесторами с целью достижения оптимального соотношения рискованности и доходности вложений.

¹ Курьеров В. Иностранные инвестиции в экономику России в 2002 г. // ЭКО, 2003, №10. – С.69.

2.3. Основные зарубежные инвесторы и стратегии инвестирования в российский рынок

В последнее время все больше инвестиций (особенно портфельных) осуществляют институциональные инвесторы. В промышленно развитых странах институциональные инвесторы включают публичные и частные пенсионные фонды, компании страхования жизни и другие страховые компании, взаимные фонды, страховые фонды и др. Деятельность институциональных инвесторов способствует снижению рискованности вложений на международном фондовом рынке. Аккумулируя средства вкладчиков, они диверсифицируют портфель принадлежащих им финансовых инструментов, решая задачу стабилизации риска и доходности.¹ В связи с тем, что инвестиционные фонды как институты коллективных инвестиций формируют значительную часть спроса со стороны зарубежных инвесторов, мы сконцентрируем внимание именно на них.

До кризиса 1998 г. иностранные институциональные и частные инвесторы наиболее активно вкладывали средства в российские акции и долговые инструменты через портфельные фонды, такие как Hermitage, Regent, Lexington и т.д. Интерес же к прямым инвестициям, требующим более долговременной стратегии и большей стабильности, был относительно невелик. Тогда успешно работали Russia Partners (USD150 млн), First NIS (USD160 млн), AIG-Brunswick (USD300 млн), государственные американские фонды US-Russia Investment и Defense Enterprise Fund (USD70 млн).

Примерно за полгода до кризиса ряд существующих фондов (например, Russia Partners) предприняли попытку привлечь второй транш финансирования. EPIC организовывал новый фонд для России, шведская группа Investor AG и американский фонд AEA Capital Partners также попытались создать фонд прямых инвестиций (более USD150 млн).²

Однако из всех инициатив того времени только нескольким удалось привлечь реальные деньги, в том числе фонду TPG Aurora Barings. Такая мощная инвестиционная группа, как The Carlyle Group, ограничилась лишь открытием офиса в Москве и выделением средств под конкретные проекты, одним из которых является «Аптека Холдинг», созданный еще в 1997 г. Другой фонд – EPIC вообще закрыл бизнес в России и передал свой портфель в управление Baring Vostok. CSFB отказалось от идеи создания российского фонда.³

До кризиса наблюдалась высокая концентрация активов зарубежных фондов. Так, 70% активов 20 крупнейших фондов приходилось на пять из них: Hermitage Fund (USD708 млн), First

¹ Хмыз О. *Международный рынок капиталов*. – М., 2002. – С. 227.

² Селиванова-Шофф О. *Инвестиционные фонды в России – робкое оживление // Рынок ценных бумаг, 2001, №4 (187)*. – С. 62.

³ Там же. – С.62.

Russian Frontiers (USD201 млн), Fleming Russian Securities (USD192 млн), Russian Prosperity Fund (US168 млн), Lexington Troika Dialog Fund (USD140 млн). Такая концентрация усиливала зависимость рынка от внутренних решений и проблем конкретных фондов.¹

В результате кризиса 1998 г. величина активов практически всех ведущих фондов сократилась более чем на 80%. По оценкам Micgoral, осуществляющей мониторинг динамики активов ведущих зарубежных инвестиционных фондов, вкладывающих средства в акции российских предприятий, только за январь 1998 г. сокращение чистых активов фондов составило 12%, а с августа 1997 г. – 24%.

Принимая во внимание объем активов 20 крупнейших фондов на конец четвертого квартала 1997 г., равный почти USD2 млрд, можно говорить о том, что в абсолютном выражении фонды потеряли порядка USD630 млн. Эта цифра ошеломляюще велика, если учесть, что объем годовых инвестиций иностранных инвесторов в России колеблется вокруг USD3-4 млрд. Конечно, есть и обратная сторона потерь. Даже с потерями за год фонды заработали около 100%, а с учетом январского падения – 80-90%. Таким образом, убытки фондов – это своего рода коррекция полученной за год значительной прибыли.² После дефолта 1998 г. около половины инвестиционных фондов свернули свою деятельность в России, многие из них оказались в убытки. Однако стоит отметить, что это были спекулятивные вложения в акции и ГКО-ОФЗ.

В настоящее время интерес инвестиционных фондов к вложениям средств на российском рынке существенно возрос. Из всех инвестиционных фондов, работающих на Нью-Йоркской фондовой бирже, по меньшей мере, восемь нацелены на вложения в Россию, в том числе два закрытых фонда. Так, например, один из крупнейших институциональных фондов США Capital Group нарастил свою долю в ЛУКОЙЛе с 6% почти до 10%, вложив в это USD1 млрд. Этот факт является очевидным свидетельством того, что иностранные инвесторы перенаправляют портфельные инвестиции на российский фондовый рынок. У инвестиционных фондов имеются уже сейчас значительно большие лимиты на покупку российских ценных бумаг.³

¹ На основе доклада Федеральной комиссии по ценным бумагам и фондовому рынку при Правительстве РФ, 1998 г.

² Миловидов В. Иностранные инвестиционные фонды в России: противоречивое начало года // Рынок ценных бумаг, 1998, №2. – С.56.

³ Булатов В. Указ. соч. – С.164.

В 2001 г. американские паевые фонды акций в основном несли убытки. Фондам облигаций едва удалось получить небольшую прибыль. Но некоторые инвесторы все-таки смогли достичь впечатляющих успехов. Наибольшие доходы получили фонды, инвестирующие в акции российских компаний. Доход десяти самых успешных американских паевых фондов акций составил от 38% до 70%. Между тем столь впечатляющие результаты резко контрастируют с данными по всему сектору. Средний показатель доходности фондов, инвестирующих в акции американских компаний, составил 13.62%, а фонды, инвестирующие в зарубежные акции, понесли убытки в размере 19.05%. Доход от инвестиций фондов облигаций составил 4.51%.¹

Наиболее впечатляющие результаты показал фонд Pilgrim Russia. По данным американской инвестиционной компании Lipper, отслеживающей деятельность паевых фондов, доход Pilgrim Russia с начала года составил 69.3%. Успеху фондов, инвестирующих в акции российских компаний, способствовал рост индекса РТС. Хороший доход получил также фонд Third Millennium Russia (29.2%).

Семь мест в десятке лучших заняли фонды, вкладывающие средства в акции компаний с низкой капитализацией, однако их успех стал следствием не столько роста котировок, сколько грамотной работы менеджеров.² Таким образом, иностранные инвесторы постепенно оправляются от финансового потрясения 1998 г., однако настроения инвесторов весьма противоречивы. При наличии существенного потенциала роста российский рынок очень волатилен, а инвестиции в него по-прежнему рассматриваются как высокорисковые.

Определим основные группы иностранных фондов, осуществляющих инвестиции на российском рынке.³ Во-первых, важной группой инвесторов являются группы *прямых* инвестиций, оперирующие в глобальном масштабе на развивающихся рынках, прежде всего уже имеющие опыт работы в России, пусть даже и по другим направлениям. Эти игроки, как правило, специализируются на крупных и средних предприятиях. Среди таких инвесторов стоит выделить Capital International, Global Environment Funds, Carlyle Group, J.P. Morgan и Morgan Stanley.⁴

¹ Булатов В. Указ. соч. – С.164.

² Там же. – С.165.

³ В целях настоящего исследования рассматриваются компании, осуществляющие прямые и портфельные инвестиции (о чем говорилось выше), и не принимаются во внимание венчурные фонды, поскольку они вкладывают средства в небольшие некотирующиеся компании, имеющие существенный потенциал роста в будущем.

⁴ Хромушин И. Результаты фундаментального исследования деятельности в России инвестиционных фондов // Рынок ценных бумаг, 2001, №4 (187). – С.72.

В настоящее время можно также выделить несколько групп *портфельных* инвесторов на российском рынке ценных бумаг:

- *Специализированные на России фонды* – это ограниченный круг, как правило, небольших инвестиционных фондов (размер фондов USD10-20 млн), около десяти фондов имеют размер USD40-80 млн. Единственным исключением является фонд The Hermitage – USD298 млн). Высокую степень активности проявляют скандинавские инвесторы, причем размер таких фондов зачастую превышает средний по группе.

Небольшие фонды на Россию имеют крупнейшие инвестиционные группы Chase Fleming, Templeton, Baring, Schroders, информация об этих продуктах, как правило, не предоставляется в свободном доступе, а доступна лишь по запросам. Не имея возможности осуществлять страновую диверсификацию, эти фонды вынуждены нести существенные потери в периоды спада российского рынка. В связи с высоким риском вложений зачастую специализированные на России фонды предлагаются инвесторам только через специализированных инвестиционных консультантов. Рекомендованный период вложений в такие фонды обычно превышает три-пять лет.

После кризиса 1998 г. проявилась следующая негативная тенденция – ранее специализировавшиеся на России инвестиционные фонды начали уходить в Центральную и Восточную Европу. Например, фонд Pictet First Russian Frontiers Trust даже сменил название на The Eastern European Trust. Аналогичная ситуация сложилась в 1998 г. и с фондом Morgan Stanley Russia and New Europe Fund (Morgan Stanley Dean Witter Eastern Europe Fund).¹

- *Фонды, специализированные на странах Центральной и Восточной Европы*, гораздо более многочисленны. В этой категории нередки фонды, размер которых превышает 300 млн евро; еще одна категория фондов находится в диапазоне 65-120 млн евро; многочисленна и категория фондов размером менее 10 млн евро.

Около 15% ориентированных на Центральную и Восточную Европу фондов не имеют вложений в Россию. Наиболее перспективными считаются Польша, Венгрия и Греция. Доля России обычно колеблется в диапазоне от 10% до 40% в зависимости от стратегии фонда и ситуации на российском рынке.

¹ Хромушин И. Указ. соч. – С.72.

Данная группа инвесторов широко применяет возможности страновой диверсификации, их показатели более стабильны и в целом более успешны. Особо стоит выделить фонд Griffin Eastern European Fund, созданный второго октября 1998 г., в период максимального падения российского рынка акций и провала рынков в странах Центральной и Восточной Европы (доля России в нем составляет сегодня 27%).

Большое количество ориентированных на Центральную и Восточную Европу фондов различных управляющих компаний говорит о том, что регион обладает высокой степенью инвестиционной привлекательности. Но небольшой объем большей части этих фондов подтверждает сохраняющиеся высокие риски инвестиций в страны региона.

- *Глобальные фонды* – доля России в структуре вложений этих фондов была значительно сокращена с лета 2000 г. Сейчас, как правило, она составляет 1-3% и практически никогда не превышает 7-8%. Однако средний размер таких фондов существенно выше, чем фондов двух предыдущих категорий – примерно USD300-400 млн. Нередко можно встретить фонды размером USD0.8-3.0 млрд, размер лидеров достигает USD40 млрд. Так, в фонде EuroPacific Growth Fund доля России составляет 0.19% (АДР ЛУКОЙЛа), что эквивалентно примерно USD60 млн. Доля России в двух глобальных фондах Templeton составляет 1.2 и 1.3% соответственно, что эквивалентно USD20 млн и USD24 млн.

Региональные фонды (Центральная и Восточная Европа), как правило, предлагаются дислоцированными в Европе инвестиционными группами. Американские инвесторы больше ориентированы на Global Emerging markets в целом и Латинскую Америку. Интересно отметить предложение восточноевропейских инвестиционных продуктов дислоцированными в Азии подразделениями ряда инвестиционных групп (Nomura, Invesco ITMCo Credit Suisse ITMCo, JF Funds и т.д.). Однако (за исключением Templeton) размер их, как правило, весьма незначителен.

- *Отраслевые фонды.* Объемы инвестиций в Россию этой группы фондов пока еще минимальны. Инвестиционные продукты, в том числе глобальные продукты, в основном ориентированы на развитые рынки, а также захватывают лишь ведущих эмитентов новых индустриальных стран. Однако следует отметить усилившуюся тенденцию предложения отраслевых продуктов для стран с развивающимися рынками (например, созданный в сентябре 2000 г. Mercury Selected Trust Emerging Markets Telecommunications Fund).¹

¹ Хромушин И. Указ. соч. – С.73.

В России основными отраслями вложений являются топливно-энергетический комплекс, электроэнергетика, металлургия и связь. Прежде всего, речь идет о «голубых фишках». Многие фонды испытывают существенные трудности из-за низкой ликвидности даже акций первого эшелона. Мало кто решается проводить операции с акциями второго эшелона и менее ликвидными ценными бумагами, за исключением, может быть, двух-пяти региональных компаний Связьинвеста и ряда региональных энергетических компаний.

Инвесторы в развивающиеся рынки применяют в своей деятельности различные стратегии инвестирования, однако все они сходятся во мнении относительно высоких рисков инвестирования в российские активы. В то же время подобные инвестиции приносят хороший доход – за последние четыре года индекс фондовых рынков развивающихся стран, рассчитываемый Morgan Stanley, обогнал индекс стран «большой семерки» на 30%, а за 15 лет – на 100%. Многие аналитики и управляющие фондами верят, что в будущем emerging markets¹ продолжают показывать высокие результаты и смогут сделать портфель инвестора, работающего на мировых рынках, более доходным и безопасным.

Аналитики отмечают также тот факт, что иностранные инвесторы зачастую не понимают, либо понимают превратно, положение дел в России (ведь большинство иностранцев узнает о ситуации в нашей стране со страниц Wall Street Journal и Financial Times). Причем даже у тех аналитиков, кто постоянно отслеживает ситуацию в России, существует некоторый лаг в десять месяцев в оценке происходящих событий. Однако те инвесторы, кто, несмотря на стагнацию развитых рынков (а, возможно, именно по этой причине), не боится осуществлять инвестиции в российские активы, получают довольно высокий стабильный доход.

В то же время существуют разные трактовки причин получения инвесторами доходов на emerging markets, в частности, нередко это объясняется осторожностью инвесторов. Аналитик Объединенной финансовой группы Д.Дмитриев считает, что люди склонны переоценивать риски, поэтому зачастую бумаги на развивающихся рынках торгуются по ценам ниже справедливого уровня. Но зато и растут эти бумаги стремительно.² Однако не стоит забывать, что развивающиеся рынки таят в себе более высокие риски, а в ситуациях нестабильности ведут себя непредсказуемо.

¹ К Emerging Markets эксперты относят финансовые рынки стран с развивающейся экономикой – Аргентины, Бразилии, Мексики, Индонезии, Малайзии, Польши, Румынии, Китая, Индии, Южной Кореи, России и др.

² Оверченко М., Мязина Е. Развивающиеся фондовые рынки растут вдвое быстрее, чем в странах «большой семерки» // Ведомости, 2003, №33 (833). – С.Б1.

Одним из основных индикаторов целесообразности вложения средств в emerging markets служит рассчитываемый Morgan Stanley Capital International индекс развивающихся стран MSCI Emerging Market Free (MSCI EMF). Этот индекс отражает изменение стоимости входящих в его расчет активов. Вес России в данном индексе составляет сейчас почти 3%, чему во многом способствовало включение в расчет индекса в мае 2002 г. лидера российской нефтяной отрасли – компании ЮКОС.

С момента введения (15 лет назад) по конец 2002 г. MSCI EMF вырос на 292% и обогнал индекс стран «большой семерки» MSCI World более чем на 100%. Более доходными были и короткие инвестиции на фондовых рынках развивающихся стран, чему в немалой степени способствовало воцарение «медведей» на западных рынках. Как отмечает аналитик CSFB Д.Гарнер, «emerging markets росли быстрее развитых на протяжении последних четырех лет. В нынешнем (2003) году, прогнозирует он, превышение составит 10-15%».¹

При наличии общих ориентиров динамики рынка иностранные инвесторы в зависимости от целей инвестирования и готовности принимать на себя риски выбирают различные инвестиционные стратегии, применяемые на фондовом рынке. Рассмотрим, прежде всего, инвестиционные стратегии фондов *прямых инвестиций*.

Необходимо отметить, что бизнес прямых инвестиций получил второе рождение после кризиса 1998 г. и начал серьезно развиваться, причем новым образом. Если до кризиса в России существовало порядка 12-15 международных фондов прямых инвестиций, основным принципом работы которых была скупка российских предприятий при приватизации по очень низкой цене и последующей продаже их, а понятия «рыночная стоимость» практически не существовало, то сегодня ситуация изменилась кардинальным образом.

Управляющий директор Russia Partners Management В.Андриенко при характеристике особенностей российского рынка отмечает: «Иностранные инвесторы – достаточно пугливые люди. Ведь рынок прямых инвестиций почти ничего не потерял от самого дефолта 1998 г. Больше ущерба нашему бизнесу было нанесено крахом банковской системы. Однако та волна слухов вокруг кризиса, которая распространилась по миру, нанесла огромный ущерб рынку».² Так или иначе, существуют определенные приемы и стратегии прямых инвестиций, успешно применяемых в мире в целом и в России в частности.

¹ Оверченко М., Мязина Е. Указ соч. – С.Б1.

² Андриенко В. Невозможно управлять российским фондом прямых инвестиций, находясь в Лондоне? // Рынок ценных бумаг, 2003, №6. – С.54.

Стоит отметить, что в последние годы бизнес по управлению активами инвестиционных фондов оказался полем не только для конкурентной борьбы, но и противостояния теоретических концепций.¹ Однако существует ряд общепризнанных приемов, используемых многими фондами прямых инвестиций.

Идеально модель прямых инвестиций включает в себя пять стадий: покупку пакета акций по сходной цене; консолидацию контрольного пакета; налаживание профессионального управления компанией; выход на стадию естественного роста; укрупнение путем слияний и поглощений. Суть прямых инвестиций заключается в активном участии инвестора в работе компании. Вкладывая деньги в компанию, инвестор способствует совершенствованию ее управленческой структуры, делает более понятной и прозрачной финансовую отчетность, что создает дополнительный комфорт для других инвесторов и кредиторов. На каждом этапе существует определенная премия, которая может быть получена владельцем при выходе из проекта. Можно пройти с компанией полный цикл или ограничиться одной стадией. Разумеется, размер прибыли в этих случаях будет разным.

Стратегия консолидации заключается в приобретении больших пакетов акций предприятий – региональных лидеров, консолидации их в рамках национального холдинга и привлечении капитала для его развития. Эта стратегия активно осуществляется в кондитерской промышленности. В силу сложившейся производственной структуры отрасли большинство работающих компаний контролируют лишь по одной кондитерской фабрике. При этом крайне высока степень однородности производимой продукции – зачастую продукция различных предприятий имеет даже одинаковые названия. В такой ситуации единая система маркетинга и продаж выделяет предприятие среди конкурентов и часто оказывается даже важнее современных производственных мощностей.

Стратегия роста основывается на большом потенциале внутреннего рынка. При реализации данной стратегии главным залогом успеха являются выдающиеся предпринимательские способности команды менеджеров, действующих на основе четкой стратегии на захват рынков, в том числе и новых. Рынок потенциально большой, но реализация потенциала идет медленно в силу ряда причин: во-первых – бедности населения, во-вторых – огромного количества предприятий, выживающих только в силу неэффективности рынка. В результате рост часто достигается поглощениями конкурентов и созданием более мощных компаний с другим масштабом бизнеса.²

¹Миронов Е. Инвестиционные фонды: борьба концепций за деньги инвесторов // Рынок ценных бумаг, 2000, №1 (160). – С.45.

²Костяшкин А. Стратегии фондов прямых инвестиций: First NIS Regional FundСтратегии // Рынок ценных бумаг, 2000, №17 (176). – С.35.

К потенциально перспективным высокорентабельным предприятиям, финансовое состояние которых осложняет высокая степень обремененности социальными объектами, оставшимися еще с советских времен или же вновь возникшими для обслуживания бартерных операций, подсобными и смежными производствами, применяется *стратегия реструктуризации*. В рамках стратегии реструктуризации задача фонда заключается в том, чтобы помочь крупному предприятию адаптироваться к изменившимся условиям внешней среды, рассматриваются варианты выделения непрофильных производств и переориентации продукции на другой рынок.

Использование недостаточной оцененности активов. Существует ряд предприятий, особенно в секторе природных ресурсов, существенные доли в которых могут быть приобретены только при чрезвычайно привлекательных оценках. Эти компании не всегда финансово прозрачны, и обычно их акции не торгуются активно. Такие компании, как правило, имеют существенный потенциал роста стоимости и могут реализовать его, становясь более прозрачными и доступными для большинства инвесторов. Примером такой стратегии в First NIS Fund служат Славнефть, ЮКОС, СИДАНКО и Сбербанк, где фонд стал одним из первых внешних акционеров, купивших пакеты акций по невысокой цене.¹

Рассмотрев основные стратегии фондов прямых инвестиций, уделим внимание специфике *портфельного инвестирования*. Одной из распространенных *стратегий пассивного управления* при инвестировании в корпоративные акции является *стратегия «купил-и-держи»*. Эффективность этой стратегии в значительной мере зависит от уровня недооцененности акций и выбранного периода времени. Наибольшая безопасность и доходность при использовании стратегии «купил-и-держи» достигается при длительных сроках инвестирования. Ее применение оправдано на растущей фазе рынка к акциям, которые имеют значительный потенциал роста.

В 1997 г., по данным агентства АК&М, использование этой стратегии по отношению к обыкновенным акциям Аэрофлота обеспечило бы годовую рублевую доходность 592.3%, акциям Уралтелекома – 587.7%, акциям ГАЗа – 433.9%. Если же рассматривать эффективность этой стратегии при игре на «падающем рынке», то вряд ли ее применение можно оценить положительно.²

¹ Костяшкин А. Указ. соч. – С.36.

² Михеев Ю. Иностранные фонды: стратегии инвестирования // Банковские технологии, 1998, №7. – С.34.

Перспективы роста акций могут определяться на основе разных подходов. С точки зрения оценки стоимости имущества (value approach), для определения уровня недооцененности могут быть использованы чистые активы на 1 акцию (net asset value per share), остаточная стоимость основных фондов и отношение показателя к рыночной цене. Недостаток этих индикаторов заключается в том, что величина активов далеко не всегда говорит об их «работоспособности».

Другой подход обусловлен тем, что перспективы роста акций связаны с финансовым состоянием предприятия-эмитента, эффективностью его работы и ожидаемым ростом прибыли. В рамках данного подхода обычно используют показатели P/E ratio, (отношение цены к чистой прибыли на одну акцию), отношение капитализации к объему продаж, либо отраслевым натуральным показателям (добыче, запасам нефти и газа, объему электроэнергии, монтажной емкости и т. д.). Например, иностранные фонды часто применяют стратегию инвестирования в акции с малым P/E. Однако использование в отечественных условиях относительных показателей, основанных на прибыли, может значительно исказить уровень недооцененности акций. Это связано с неэффективной системой налогообложения, проблемой неплатежей и нежеланием предприятий показывать свою прибыль. В таком случае показатель P/E будет искусственно завышен, что далеко не всегда свидетельствует о переоцененности акций.¹

Другой разновидностью стратегии пассивного управления является *стратегия индексного фонда*. Она основана на том, что структура портфеля должна отражать движение выбранного фондового индекса, характеризующего состояние всего рынка ценных бумаг (или его наиболее важных сегментов). Виды ценных бумаг и их доля определяются таким же образом, как при подсчете индекса. Главной задачей инвестора становится воспроизведение в своем портфеле структуры рынка и периодическая его корректировка, скажем, через полгода или год. Управление осуществляется по отклонению структуры портфеля от структуры индекса.

При использовании этой стратегии реальные доходы, как правило, можно получить при сроках вложения не менее года. Основная прибыль образуется в результате роста курсовой стоимости наиболее недооцененных акций. Помимо формирования структуры портфеля, индекс может быть использован в качестве среднерыночного индикатора для оценки той или иной стратегии. Соответственно если рост (падение) стоимости активов фонда оказался выше (ниже) роста (падения) индекса, то выбранную стратегию можно признать эффективной, и наоборот.²

¹ Михеев Ю. Указ. соч. – С.35.

² Штольте П. Инвестиционные фонды. – М., 1996. – С.67.

Рассмотрим некоторые виды *активных стратегий* инвестирования. Если взять за основу классификации стратегий получение дохода, то иностранные участники традиционно выделяют *стратегии, основанные на:*

- *Росте капитала;*
- *Получении регулярного текущего дохода;*
- *Сочетании роста капитала и текущего дохода.*

Стратегия роста капитала заключается в получении дохода за счет увеличения курсовой стоимости ценных бумаг. В портфель в различных пропорциях включаются государственные ценные бумаги, акции «голубых фишек», а также наиболее недооцененные акции предприятий второго и третьего эшелонов. В зависимости от темпа роста иногда выделяют вспомогательные стратегии *консервативного, умеренного и агрессивного* роста. Например, стратегия *консервативного* роста заключается в том, что не менее 70% активов вкладывается в государственные ценные бумаги и акции «голубых фишек». Для *стратегий умеренно-консервативного роста* эта доля колеблется в диапазоне 25-60%. Наконец формирование и управление портфелем *агрессивного роста* преследует цель получить максимальную доходность, значительно превышающую среднерыночную при разумном инвестиционном риске. В этом случае консервативные финансовые инструменты (государственные ценные бумаги и акции «голубых фишек») в портфель, как правило, не включаются.¹

Стратегия регулярного текущего дохода предполагает получение хорошо прогнозируемых доходов за счет дивидендов по акциям, процентов и дисконта при погашении долговых ценных бумаг. В портфель включаются государственные ценные бумаги с фиксированным доходом (ОФЗ, ОВФЗ), привилегированные акции «голубых фишек» и ГКО с регулярными сроками погашения.²

Однако в отношении данной стратегии следует сделать несколько оговорок. В российской практике корпоративного управления, к сожалению, довольно много примеров нарушения компаниями своих обязательств по выплате дивидендов, а обвал рынка государственных долговых обязательств ставит под вопрос обоснованность постулата о невысокой рискованности вложения средств в данные инструменты.

¹ Блохина Т. Рынок институциональных инвестиций: состояние и перспективы // Вопросы экономики, 2000, №1. – С.36.

² Там же. – С.28.

Стратегия сбалансированного роста предполагает получение регулярного текущего дохода и обеспечение среднего роста вложенного капитала. В этом случае в портфель включаются как бумаги, обеспечивающие регулярные выплаты процентов и дивидендов, так и акции, имеющие определенный потенциал роста курсовой стоимости.¹

Помимо существующих легальных стратегий инвестирования есть и так называемые приемы манипулирования рынком. Подобные стратегии запрещены в целях создания эффективного фондового рынка, однако на практике они, к сожалению, применяются (причем на российском рынке – довольно часто). *Разбойничья стратегия* заключается в том, что одно лицо или группа лиц в целях получения материальной выгоды, стремятся манипулировать рынком путем оказания влияния на цену финансового инструмента с целью побудить других инвесторов купить его, продать или воздержаться от этих действий.

Например, несколько крупных компаний, которые могут своими действиями повлиять на рыночные ожидания, снабжают других участников недостоверной или заведомо ложной информацией. Эти фирмы создают искусственный ажиотаж, перепродавая друг другу ценные бумаги того или иного эмитента. После того как рынок оказывается достаточно «разогретым», в него включаются другие инвесторы, рост котировок усиливается. Когда другие участники все еще ожидают продолжения тенденции к повышению, компании, использующие разбойничью стратегию, сбрасывают акции на верхнем ценовом экстремуме и выходят из дальнейшей игры. В результате рынок становится неликвидным, а цены падают. Возможен и другой сценарий, когда без явных фундаментальных причин создается иллюзия падения рынка (например, за счет перепродажи друг другу по более низким ценам акций «голубых фишек», которые оказывают наибольшее влияние на колебания индекса РТС). Одновременно с падением цен начинается скупка подешевевших акций наиболее перспективных предприятий. Опасность этой стратегии для ее исполнителей связана с тем, что достаточно сложно манипулировать рынком в течение продолжительного времени. Рано или поздно это станет очевидным для контролирующих органов и других игроков, и фирмы, использующие эту стратегию, подорвут свою репутацию. Защита остальных участников заключается в проведении самостоятельного анализа рынка и внутреннем ограничении аппетита доходности. В последнее время ФКЦБ довольно активно рассматривает проблемы манипулирования рынком и ужесточения борьбы с подобной практикой, что имеет принципиальное значение для становления цивилизованного фондового рынка в России.

¹ Михеев Ю. Указ. соч. – С.37.

Разбойничья стратегия довольно активно используется международными финансовыми спекулянтами на развивающихся финансовых рынках отдельных стран и целых регионов. Она вполне укладывается в рамки теории Дж.Сороса, в соответствии с которой формирование рыночной цены определяется не столько фундаментальными причинами, сколько рыночными ожиданиями, которые можно в известной мере создать искусственно.¹

Одна из особенностей отечественного рынка корпоративных акций заключается в преобладании средств иностранных инвесторов, которые достаточно часто применяют стратегию «пылесоса». Такая стратегия использовалась во время российской приватизации, в результате которой акции, приобретаемые у населения и на приватизационных аукционах и конкурсах, оказывались в собственности отечественных и иностранных стратегических и портфельных инвесторов.

На стадии быстрого роста в начале и середине 1997 г. этот процесс шел интенсивно, и большинство профессиональных участников получили прибыль. В ходе затяжного финансового кризиса состояние равновесия нарушилось. С одной стороны, фонды-нерезиденты охладели к слишком рискованным развивающимся рынкам, и некоторые из них начали массированные продажи, что только усугубило ситуацию. С другой стороны, население и отечественные участники не всегда хотели продавать акции по слишком низким ценам. Собственный капитал многих региональных компаний не всегда позволяет им работать на долгосрочную перспективу и, опасаясь снижения курса, в период кризиса они вынуждены продавать акции с убытком. Ситуация нестабильности позволяет спекулянтам создавать панику среди инвесторов, обеспечивая необходимую силу «наддува» и скорость перетекания ценных бумаг и денежных средств.²

В целом же в зависимости от портфельных предпочтений, фонды, инвестирующие в российские акции, упрощенно можно разбить на два типа: *спекулятивные* и *ориентирующиеся на долгосрочную перспективу*. *Спекулятивные фонды* активно играют в «голубые фишки», они не заинтересованы в долгосрочных инвестициях. Их цель – быстрые (краткосрочные) прибыли в результате купли-продажи ценных бумаг. Спекулятивно настроенные фонды достаточно часто используют негативные (позитивные) новости и играют на понижение (повышение), обеспечивая волатильность рынка. Спекулятивный капитал обычно избегает инвестиций в акции «второго эшелона», так как они низколиквидны, что не позволяет оперативно выводить средства в случае кризисных ситуаций. Именно такие фонды до финансового кризиса преобладали в России.

¹ Макаревич Л. *Отечественный и иностранный капитал в российской экономике* // *Общество и экономика*, 2000, № 11-12. – С.63.

² Кравченко П. *Проблемы и перспективы развития рынка ценных бумаг Российской Федерации* // *Менеджмент в России и за рубежом*, 2000, №2. – С.24.

Для фондов, ориентирующихся на долгосрочную перспективу (не менее года) проблема ликвидности отходит на второй план. Основной инвестиционной целью большинства крупных иностранных фондов является долговременный рост капитала, они планируют получить доход не ранее, чем через один-два года. В связи с этим в портфель помимо госбумаг и «голубых фишек» включаются низколиквидные, наиболее недооцененные акции «второго эшелона», которые имеют наибольший потенциал роста.

Имеющие значительный опыт работы на развивающихся рынках и управляемые зачастую одними и теми же инвестиционными институтами, эти два типа фондов могут проводить согласованную политику и координировать свои действия. Например, спекулянты, которые работают с «голубыми фишками», «валят» рынок, а фонды, ориентирующиеся на долгосрочные вложения, постепенно могут скупать подешевевшие акции наиболее перспективных и недооцененных предприятий.

Что касается отраслевых предпочтений, то сферами преимущественной активности большинства фондов являются акции предприятий нефтяной и газовой отраслей, энергетики, телекоммуникаций. Значительно ниже объем портфельных инвестиций в легкую, пищевую и фармацевтическую промышленность, машиностроение, наукоемкие отрасли.¹

Для более наглядного отражения стратегий, используемых иностранными фондами, рассмотрим структуру их вложений. В приведенной ниже таблице зафиксированы показатели, характеризующие структуру портфельных инвестиций некоторых зарубежных фондов в период, предшествовавший кризису. На основе этих данных можно будет сделать вывод об инвестиционных предпочтениях крупнейших фондов, активно оперировавших в России до 1998 г., а также отметить современные тенденции в этом направлении.

Объем портфельных инвестиций варьируется от USD20 млн до USD1000 млн, а общая сумма активов пяти крупнейших фондов составляет около USD2 млрд, что, как мы уже отмечали, свидетельствует о высокой монополизации рынка. Многие фонды имеют сумму активов менее USD100 млн, что свидетельствует об их спекулятивных настроениях, поскольку небольшой объем вложений позволяет им быстро и оперативно выводить средства. В основном фонды-нерезиденты в тот период времени придерживались стратегии консервативного роста или краткосрочного инвестирования и вкладывали средства в ГКО и «голубые фишки». Намного скромнее была деятельность фондов долгосрочного инвестирования, вкладывавших средства в акции компаний второго эшелона.

Таблица 7. Инвестиционные предпочтения ряда зарубежных инвестиционных фондов

Название фонда	Тип фонда (открытый, закрытый)	Управляющая компания	Инвестировано в Россию	Наиболее приоритетные отрасли (с указанием доли в активах)	Наиболее приоритетные ценные бумаги (с указанием доли в активах)	Декларируемый хар-р инвестиций	Доходность за 1997 г., % годовых
Eldon New Capital Markets Class C Share	Открытый	Eldon Management Capital	65%	Энергетические предприятия, инженерные, фармацевтические компании	85% российских капиталовложений инвестировано в корпоративные акции, 15% в долговые обязательства и финансовые рынки	--	--
Templeton Russia Fund	Закрытый	Templeton Investment Management	--	Телекоммуникации, потребительская сфера, тяжелое машиностроение, индустрия высоких технологий	36% активов инвестировано в корпоративные акции незарегистрированных на бирже компаний.	Долгосрочный	--
Regent European Securities в том числе Red Tiger, White Tiger Blue Tiger	--	Regent Fund Managment	75%	Энергетическая и газовая отрасли «голубые фишки» акции «второго эшелона»	ПАО ЕЭС России, Лукойл, Юганскнефтегаз, ГКО Иркутскэнерго, Ростелеком НК Сургутнефтегаз Газпром (ADR) АО Сургутнефтегаз Мосэнерго, Татнефть, МГТС	--	--
Hermitage Fund	Открытый	Hermitage Capital Management	100%	Нефтяные компании -- 44%, электросвязь -- 16%, газовый сектор -- 11%	«Голубые фишки»	--	228.17
Fleming Russia Securities Fund Limited	Закрытый	Fleming Investment Management Limited	Б.ч.	Нефтегазовая -- 34%, телекоммуникации -- 29%, энергетика, металлургическая и горнодобывающая -- 7%, автомобилестроение -- 2%, целлюлозно-бумажная промышленность -- 1%, другие активы -- 7%	МГТС -- 10.3%, Лукойл -- 9.3%, ПАО ЕЭС -- 8.9%, Сургутнефтегаз -- 8.7%, Мосэнерго -- 6.1%, Газпром -- 4.8%, Татнефть -- 4.8%, Норильский никель -- 4.8%, Ростелеком -- 4.1%, Томснефть -- 2.6%	--	--
Firebird Fund L.P.	--	Firebird Adv	--	--	Акции, зарегистрированные в РТС	--	--
Clariden Russia Fund	Открытый	Clariden	100%	Нефтяная, газовая электросвязь энергетика «голубые фишки» -- 80%, акции «второго эшелона» -- 20%	Газпром ЕЭС России Ростелеком	Долгосрочный	110.97
Gems Russia Fund	Закрытый	Kenmar Gems	100%	«Голубые фишки» и золотодобыча	«Голубые фишки», акции золотодобывающих компаний	--	--
Signet New Capital Markets	--	--	Б.ч.	Нефтяная и газовая отрасли	ГКО и «голубые фишки»	--	128.91

Примечание: б.ч. - большая часть

¹ Михеев Ю. Указ. соч. – С.37.

Об эффективности применявшихся стратегий инвестирования иностранных фондов говорят следующие цифры. Самый большой доход (228.17%) получил фонд Hermitage, который является одним из крупнейших фондов, инвестирующих в акции российских предприятий. Для сравнения компания «Тройка Диалог», управляющая активами американского паевого фонда Lexington Troika Dialog Russia Fund, в 1997 г. обеспечила ему доходность 67.4%.

Сопоставление доходности фондов, использующих различные стратегии инвестирования, в связи с отсутствием данных не всегда возможно. Тем не менее, некоторые выводы сделать можно. Например, фонд Hermitage, обеспечивший в 1997 г. максимальную доходность, использовал стратегию консервативного роста и 100% своих активов вложил в «голубые фишки». Другие фонды, которые придерживались стратегии консервативного или умеренно-консервативного роста и инвестировали более 80% средств в наиболее ликвидные активы в 1997 г. получили доходность от 57 до 141% годовых.

Черета кризисов, вызванных как внутренними, так и внешними причинами, значительно ухудшила ситуацию на отечественном рынке корпоративных акций. Тем не менее, фонды, начавшие инвестировать в российские акции за два-три года до кризиса (Regent Blue Tiger, Fleming Russia Securities Fund, Clariden Russia Fund, Hermitage Fund и т. д.) смогли увеличить свои активы в несколько раз.¹

После кризиса и довольно продолжительного затишья в инвестиционном бизнесе на рынке постепенно стали появляться крупные игроки с более долгосрочными планами. О крупных стратегических приобретениях, совершенных иностранными инвесторами в конце прошлого и начале текущего года, мы уже говорили выше.

Что же касается портфельного инвестирования, то здесь наблюдается предпочтение инвесторами не столько «голубых фишек», сколько акций компаний второго эшелона (ко второму эшелону участники рынка относят низколиквидные акции, сделки с которыми совершаются не каждый день, а дневные обороты не превышают USD100-200 тыс.).²

Мода на второй эшелон сформировалась в конце октября 2002 г. С тех пор объемы торгов и число сделок с этими бумагами превысило половину от показателей за предыдущие 12 месяцев. Это нашло отражение и в котировках. С ноября прошлого года практически все бумаги подорожали, тогда как «голубые фишки» вели себя ровно наоборот.

¹ Михеев Ю. Указ. соч. – С.37.

² Козицын С. Инвесторы пересаживаются во второй эшелон // Ведомости, 2003, N 21 (821). – С.Б1.

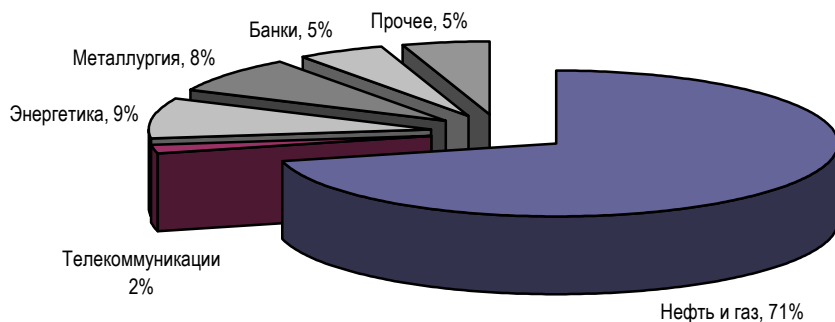
За указанный период половина «голубых фишек» подешевела на 3-20% , а максимальный рост пришелся на акции Норильского Никеля – 21% , что несопоставимо с 60-80% у ряда АО-энерго и более 100% у акций СУАЛа и Мечела. Как отмечают эксперты, спрос на бумаги второго эшелона всегда провоцировали стратегические инвесторы, а затем его подхватывали спекулянты.

Начало динамике, фиксируемой в настоящее время, положили покупки бумаг региональных АО-энерго в четвертом квартале прошлого года, после чего рост перекинулся в акции машиностроительных компаний, мелких нефтяных предприятий и новых региональных операторов связи. В конце октября и начале ноября прошлого года всего за неделю обыкновенные акции Хабаровскэнерго выросли в цене почти на 48%, а бумаги Челябэнерго – почти на 25% (индекс РТС за это же время вырос на 1.3% , а акции РАО ЕЭС – на 8%). В начале этого года брокеры снова активизировали покупку акций энергетических компаний. С начала года акции Пермэнерго выросли вдвое, заметно подорожали бумаги Челябэнерго и Ростовэнерго. На 20-40% подорожали акции Нижновэнерго, Кировэнерго, Свердловэнерго, Кубаньэнерго.¹

Аналитики по-разному объясняют такое оживление в покупке акций энергетических компаний. Одни из них усматривают за скупкой акций региональных АО-энерго крупные промышленные компании. По их словам, акциями Пермэнерго, Комизэнерго и Нижновэнерго интересуется ЛУКОЙЛ, у которого в этих регионах расположены нефтеперерабатывающие заводы. Другие аналитики утверждают, что оживление традиционно можно объяснить тем, что на рынок приходят свежие деньги после пересмотров портфелей западных инвесторов.

Спрос на акции второго эшелона, как и на другие инструменты, в последнее время активно поддерживается отечественными инвесторами. Подобная тенденция не может не вселять оптимизм, поскольку для эффективного функционирования отечественного фондового рынка активность российских инвесторов имеет принципиальное значение. Довольно высокий интерес инвесторы традиционно проявляют к акциям нефтяных компаний, поскольку 71% капитализации рынка акций приходится на нефтяной сектор и большинство лучших акций рынка также находятся в этом секторе (рис. 3). В центре внимания инвесторов в этом году будет реструктуризация трех крупнейших монополий – РАО ЕЭС, Газпрома и Сбербанк. К сожалению, история реструктуризации по инициативе правительства в России не очень обнадеживает. Опыт реформы РАО ЕЭС в прошлом году, консолидации нефтяной отрасли, саги «кредиты за акции» – все это свидетельствует о том, что первый период реструктуризации обычно сопровождается снижением капитализации.

Рисунок 3. Доля в индексе РТС



Источник: РТС

Безусловно, инвесторы проявляют интерес к реструктуризации таких монополий, как Газпром, РАО ЕЭС и Сбербанк. И хотя это наиболее рискованные инструменты инвестиций среди ликвидных российских акций, однако они же и предлагают наибольший потенциал роста.

В то же время следует отметить, что круг доступных для инвестирования инструментов сужается. В последние четыре года объем государственного долга стабильно снижается. Количество свободно обращающихся акций на рынке также падает по мере того, как компании выкупают собственные акции. Это ставит вопрос о том, во что будут инвестированы накапливаемые фонды.

В краткосрочной перспективе это позитивно для уже существующих финансовых активов, и мы ожидаем, что этот фактор будет позитивным для рынка. В долгосрочной перспективе это может спровоцировать развитие более широкого рынка капитала. В 2002 г. мы стали свидетелями быстрого роста внутреннего рынка корпоративных облигаций и ожидаем, что компании будут все более активно привлекать средства с финансовых рынков, особенно после завершения выборного цикла.

Как отмечают многие аналитики, в настоящее время в России остается все меньше инструментов, предоставляющих сугубо спекулятивные инвестиционные возможности. И хотя российский рынок акций сохраняет инвестиционную привлекательность даже после роста в последние два года, потенциал роста заметно снизился. Россия больше не является рынком, на котором можно получить доход на инвестиции в 100% без достижения котировками фундаментально оправданных уровней. Это приводит к снижению рисков, а соответственно, и премий за риск, в связи с чем краткосрочное спекулятивное инвестирование уже не представляется сверхприбыльным, а более перспективными оказываются более долгосрочные вложения.

¹ Козицын С. Указ. соч. – С. 61.

При этом, хотя российский фондовый рынок и был самым быстрорастущим в мире за последние 12 месяцев, следует отметить наличие потенциала его роста. По одному из ключевых показателей капитализация/прибыль российский рынок акций представляется значительно недооцененным при коэффициенте P/E на уровне 6.5, несмотря на прошлогодний рост.

Таблица 8. Действительно ли российские активы по-прежнему недооценены?

Название	Страна	Цена/чистая прибыль 2003	Последний пок-ль	Изменение за 1 мес., %	Изменение за 3 мес., %	Изменение за год, %
Российский индекс РТС \$	Россия	6.5	339.6	-3.1	1.4	48.0
PRAGUE STOCK EXCH PX 50	Чехия	13.0	464.1	3.2	3.7	19.0
FTSE All-World Index Series. I	Израиль	н.д.	н.д.	10.2	7.8	14.8
BUDAPEST STOCK EXCH INDX	Венгрия	10.728	8074.5	6.2	8.1	12.3
WSE WIG INDEX	Польша	18.7	14564.4	5.2	10.1	7.6
JAKARTA COMPOSITE INDEX	Индонезия	6.9	400.4	7.0	-4.7	6.9
MEXICO BOLSA INDEX	Мексика	6.6	6186.0	6.3	1.7	-1.4
ISE NATIONAL 100 INDEX	Турция	н.д.	12392.5	-8.9	36.3	-2.9
FTSE/JSE AFRICA ALL SHR	ЮАР	н.д.	9083.8	-5.8	-6.2	-8.5
S&P/ASX 200 INDEX	Австралия	15.2	2986.7	-0.6	-4.4	-9.2
DOW JONES INDUS. AVG	США	17.5	8627.4	0.6	5.1	-12.8
HANG SENG INDEX	Корея	14.186	9747.0	-1.2	2.6	-15.0
BRAZIL BOVESPA STOCK IDX	Бразилия	9.4	10771.1	9.0	11.6	-16.6
NIKKEI 225 INDEX	Япония	36.5	8494.0	-0.1	-8.1	-19.2
S&P 500 INDEX	США	18.1	910.4	0.1	4.2	-19.7
MILAN MIB30 INDEX	Италия	19.1	24872.0	2.6	2.0	-19.8
SWISS MARKET INDEX	Швейцария	21.2	4940.1	-1.7	-0.3	-20.1
FTSE 100 INDEX	Великобритания	16.9	3984.0	-2.6	-1.5	-21.3
BLOOMBERG EUROPEAN 500	Европа	17.1	153.9	-1.3	-1.0	-25.0
CAC 40 INDEX	Франция	17.3	3173.9	0.4	1.0	-26.9
ASE GENERAL INDEX	Греция	14.2	1817.4	-0.7	-6.4	-29.3
AMSTERDAM EXCHANGES INDX	Голландия	15.0	335.5	-0.8	-0.3	-29.5
NASDAQ COMPOSITE INDEX	США	27.6	1400.3	-0.8	11.1	-29.5
DAX INDEX	Германия	18.4	3205.3	0.4	-3.4	-34.7
OMX (STOCKHOLM) INDEX	Швеция	19.1	534.2	-1.6	4.6	-34.8

Источники: I/B/E/S через Bloomberg

В целом, как было показано выше, хотя кризис 1998 г. и нанес ощутимый удар по деятельности институциональных инвесторов на российском рынке, постепенно интерес зарубежных фондов к отечественным активам повышается. В области портфельных инвестиций обнадеживает тот факт, что инвесторов в настоящее время интересуют не только отрасли-лидеры (топливно-энергетический комплекс, электроэнергетика и телекоммуникации), но и акции компаний второго эшелона. Это свидетельствует об уменьшении спекулятивной составляющей в инвестициях.

В сфере прямых инвестиций следует отметить следующую тенденцию: если до кризиса основным принципом работы многих фондов была скупка предприятий в ходе приватизации по низкой цене, то теперь они нацелены на долгосрочные вложения капитала. Это позитивный фактор для экономики, поскольку инвестор, вкладывая деньги в компанию, способствует совершенствованию ее управленческой структуры, добивается большей прозрачности отчетности, вводит новые технологии и т.д.

До кризиса 1998 г. иностранные институциональные и частные инвесторы наиболее активно вкладывали средства в российские акции и долговые инструменты через портфельные фонды, такие как Hermitage, Regent, Lexington и т.д. Интерес же к прямым инвестициям, требующим более долговременной стратегии и большей стабильности, был относительно невелик. Тогда успешно работали Russia Partners, First NIS, AIG-Brunswick, государственные американские фонды US-Russia Investment и Defense Enterprise Fund. В настоящее время среди фондов прямых инвестиций стоит выделить Capital International, Global Environment Funds, Carlyle Group и др.

Фонды портфельных инвестиций представлены: специализированными на России фондами (The Hermitage, JP Morgan Chase Fleming, Schroders, фонды Brunswick, ING Russia Fund, Prosperity, UFG Russia и др.), фондами, специализированными на странах Центральной и Восточной Европы (Griffin Eastern European Fund и др.), глобальными фондами (EuroPacific Growth Fund, два глобальных фонда Templeton и др.) и отраслевыми фондами (Mercury Selected Trust Emerging Markets Telecommunications Fund).

Как портфельные, так и стратегические инвесторы, принимая решение об инвестициях в российские активы, оценивают риски инвестирования и ожидаемую доходность. В качестве ориентиров обычно рассматриваются суверенные рейтинги, присваиваемые стране международными рейтинговыми агентствами S&P, Fitch, Moody's, а также динамику индекса MSCI EMF, отражающего темпы роста emerging markets. Тем не менее, стратегии, применяемые прямыми и портфельными инвесторами, различны.

Стратегические инвесторы, как правило, используют следующие стратегии: стратегию консолидации, стратегию роста, стратегию реструктуризации, использование недооцененности активов. При портфельном инвестировании обычно используется стратегия индексного фонда или приобретение недостаточно оцененных активов. Существуют также стратегии активного инвестирования, основанные на росте капитала (покупка долевых ценных бумаг) или получении регулярного дохода (приобретение государственных или корпоративных долговых обязательств).

В зависимости от портфельных предпочтений фонды можно разделить на краткосрочные и долгосрочные (планируют получить доход не ранее, чем через несколько лет). Зачастую эти фонды взаимосвязаны между собой, могут проводить согласованную политику и осуществлять на рынке взаимосвязанные действия. Например, спекулятивные инвесторы добиваются существенного снижения котировок акций, а затем их по заниженной цене покупают фонды, ориентирующиеся на долгосрочные вложения. Как было показано выше, существуют и другие приемы манипулирования на фондовом рынке – оказание влияния на цену финансового инструмента с целью побудить других инвесторов купить его, продать или воздержаться от этих действий. Однако в последнее время ФКЦБ ужесточила борьбу с подобной практикой в целях повышения эффективности рынка.

Что касается возможностей для инвестиций, то в обозримом будущем внимание инвесторов будет привлечено к реструктуризации РАО ЕЭС, Газпрома и Сбербанка. Этот процесс сопровождается разногласиями в правительственных и деловых кругах, тогда как акции монополий представляются инструментами рискованными, но обладающими существенным потенциалом роста. В целом же круг доступных для инвестирования инструментов сужается в связи с тем, что на фоне покупки компаниями собственных акций количество акций в свободном обращении снижается. В то же время в России становится все меньше активов, предоставляющий спекулятивные возможности. И хотя акции многих компаний остаются недооцененными, все чаще их рыночная цена приближается к фундаментальной стоимости.

Рассмотрев деятельность иностранных инвесторов на российском рынке и особенности современных стратегий инвестирования, можно заключить, что в настоящее время наблюдается процесс изменения приоритетов инвестирования зарубежными фондами в отечественный рынок. Происходит уменьшение спекулятивной составляющей в инвестициях и повышение заинтересованности к инвестированию в российские активы. Тем не менее, несмотря на растущую привлекательность *emerging markets* в глазах иностранных инвесторов на фоне затянувшейся рецессии на мировых рынках, в России не происходит существенного увеличения потока инвестиций. Это объясняется зачастую неблагоприятным имиджем страны в глазах зарубежных инвесторов и недостатками внутригосударственного регулирования инвестиционного климата страны. Ниже мы рассмотрим проблемы, связанные с привлечением в Россию зарубежного капитала, а также различные эффекты, оказываемые иностранными инвестициями на экономику страны.

Глава 3. Иностранные инвестиции в российские активы – проблемы и пути решения

3.1. Неоднозначность результатов деятельности иностранных инвесторов на российском рынке

Выше мы неоднократно отмечали, что в привлечении иностранных инвестиций можно найти и благотворное влияние на экономику, и наносящее ей вред. В связи с тем, что иностранный капитал исторически занимал достаточно прочные позиции в экономике России¹, экономисты и политические деятели высказывали различные точки зрения относительно данного процесса. Так, в конце 1900 г. газета «Биржевые ведомости писала: «Экономическая политика нынешнего правительства ведет к нашествию иностранных капиталов, которые скупают Россию на корню...». Отвечая на критику, тогдашний министр финансов России Сергей Витте писал: «Подобные опасения высказывались у нас со времен Петра Великого, но государи русские с ними никогда не считались, и история вполне оправдала их прозорливость. На примере Соединенных Штатов мы можем видеть, как страна, постоянно привлекавшая иностранные капиталы, достигла постепенно такого развития производственных сил, что стала уже выкупать за границей свою внешнюю задолженность».²

Приведенная историческая ремарка свидетельствует о том, что дискуссия сторонников и противников привлечения иностранного капитала в экономику страны имеет глубокие корни. Однако в современных российских условиях данный вопрос приобретает особую остроту и значимость, поскольку положение с иностранными инвестициями в отечественную экономику продолжает оставаться крайне противоречивым, даже учитывая те позитивные изменения, о которых говорилось выше. Западные инвестиции на российском рынке ценных бумаг – это в основном средства различных фондов, многие из которых специализируются на спекулятивных вложениях в развивающиеся рынки. Их мотивация при вложении средств в ценные бумаги российских предприятий – это стабильные цены на энергоресурсы, а также продолжение экономического роста в России. При малейшей заминке с выполнением этих условий они немедленно сбрасывают бумаги и способны моментально обрушить рынок.

¹ Одними из первых иностранных инвесторов в России были французские и бельгийские предприниматели, которые вложили значительные средства в создание металлургических и металлообрабатывающих предприятий. Немецкие капиталы концентрировались в горнодобывающей и химической промышленности, а английские предприниматели специализировались на добыче и переработке нефти.

² Андрианов В. Место и роль иностранного капитала в экономике России: Объем и структура иностранных инвестиций // Общество и экономика, 2001, №1. – С.73.

Одним из наиболее существенных недостатков вложений западных фондов прямых инвестиций в российскую экономику является то, что все эти вложения имеют временный характер, так как все они рассчитаны на семь-десять лет при минимальной ежегодной доходности 30%. Затем, инвестор, как правило, выходит из проекта путем продажи акций менеджменту самого предприятия, распродажи мелкими пакетами и т.д. Доходы, получаемые портфельными инвесторами, осуществляющими спекулятивные сделки, оказываются еще выше. Так, пять портфельных фондов управляющей компании Prosperity Capital Management по итогам 2001 г. получили доход от 93% до 241%.¹

Безусловно, подобной практики могут придерживаться и отечественные инвесторы, однако принципиальное отличие заключается в том, что в этом случае полученные акционерами деньги не выводятся из России. И хотя иностранные фонды теоретически могут реинвестировать полученные средства, скорее всего, они уйдут на другой развивающийся рынок. Следовательно, то позитивное, что несут с собой западные венчурные фонды и фонды прямых инвестиций, нивелируется их уходом из российской экономики после того, как они сняли «сливки» с ее развития. Таким образом, модернизация отечественной экономики работает не на благо российского населения, а в интересах западных акционеров.

В данном контексте следует упомянуть и проблему бегства капитала. Россия вывозит капитал столь же интенсивно, как развитые страны, и намного интенсивнее, чем страны с переходной экономикой. Более того, вывоз не компенсируется ввозом капитала. Можно согласиться с мнением, что одной из причин финансового кризиса в России является чрезмерная зависимость страны от импорта иностранного капитала в условиях, когда ежегодно до USD20-25 млрд уходят за границу.²

В основном деньги уходят за рубеж в форме торговых и неторговых кредитов, а также банковских депозитов. Основными странами-получателями являются США, Нидерланды, Кипр и Британские Виргинские острова. Все это свидетельствует о наличии значительного внутреннего инвестиционного потенциала, который не используется в России, а перемещается на Запад. Парадоксальность ситуации заключается в том, что выведенные из России деньги могут вернуться в страну под видом иностранных инвестиций, однако, по сути, эти средства являются беглым российским капиталом. Отследить и зафиксировать подобные процессы практически невозможно, поэтому официальная статистика Госкомстата не может объективно отражать динамики экспорта и импорта капитала.

¹Эпштейн Е. Все собирают деньги: в моду входят фонды прямых инвестиций // Ведомости, 2002, №11. – С. А3.

²Абалкин Л. Спасти Россию. – М., 1999. – С. 88.

Таблица 9. Иностранные инвестиции, полученные в течение года, и доходы от них, направляемые за рубеж, USD млн

Год	Объем инвестиций, поступивших в страну	Доходы, ушедшие за границу	Чистые доходы от иностранных инвестиций (инвестиции минус доходы, ушедшие за границу)
1995	2983	7650	-4667
1996	6970	9768	-2698
1997	12295	13071	-756
1998	11773	16106	-14333
1999	9560	11336	-1766
2000	10300	11172	-872

Источники: Российский статистический ежегодник, IMF International Statistics

Как следует из приведенной выше таблицы, становясь объектом иностранного инвестирования, страна не только получает определенные денежные суммы, но и отдает их в форме обслуживания иностранных займов и перевода части прибыли от прямых и портфельных вложений. Если страна регулярно получает прямые и портфельные вложения, а также иностранные займы в неизменном и тем более в уменьшающемся размере, даже когда инвестиции растут, через определенное время такая система превращается из способа получения страной дополнительных доходов в мощный «насос», вытягивающий из нее увеличивающийся поток денежных средств. Именно так и действует эта система в российских условиях.

Россия является практически уникальной страной с переходной экономикой, поскольку является страной нетто-экспортером капитала в развитые страны. При этом вывоз капитала постоянно в несколько раз превышает ввоз. В связи с этим иностранный капитал нужен российской экономике не столько как финансовый ресурс, сколько как капитал, трансформирующий и модифицирующий институциональную среду предпринимательства. Однако иностранный капитал пока мало дает для структурной перестройки. Позитивным фактором было бы появление новых технологий в различных отраслях отечественной промышленности и введение западных принципов корпоративного управления.

Отдельно стоит отметить диспропорцию иностранных инвестиций, поступающих в Россию. Если приток прямых иностранных инвестиций в основной капитал в России в 90-е гг. прошлого столетия был незначительным по сравнению с потребностями, то портфельные вложения оказались просто чрезмерными. Несколько раз на рынке складывались ситуации, когда проявлялась спекулятивная нацеленность западных инвесторов.

В 1994-95 гг. иностранные спекулянты скупили только появившиеся на вторичном рынке акции промышленных предприятий по предельно низким ценам, а затем за короткий срок взвинтили котировки этих акций и уже по ценам, в несколько раз более высоким, продали эти акции в конце 1995 г. и ушли с рынка. Похожие ситуации складывались на фондовом рынке в октябре 1997 г. и весной-летом 1998 г., когда все закончилось государственным дефолтом.

Тем не менее, стоит отметить, что спекулятивные инвесторы важны для рынка, поскольку следствием их операций на фондовом рынке является придание ему ликвидности (которая способствует привлечению значительных инвестиционных ресурсов в реальный сектор экономики), а также они принимают на себя основные риски инвестирования. Однако на столь неразвитом рынке, каким является российский фондовый рынок, спекуляции могут приводить к чрезмерному перегреву рынка и неминуемому обвалу. Преобладание спекулянтов на фондовом рынке приводит к тому, что сам рынок не может эффективно работать. Известно, что превышение доходности операций на фондовом рынке по сравнению с рентабельностью реального производства в результате спекулятивной игры уводит денежные ресурсы из производственной сферы.

Неблагоприятная динамика конъюнктуры на фондовом рынке создает негативные последствия для всей экономики. Динамика курса ценных бумаг складывается стихийно. Она оказывается в отрыве от реального производства и перестает служить достоверным барометром развивающихся процессов. Спекулятивный потенциал российских акций в период до кризиса был достаточно высок. Возможности быстрого оборота и значительного приращения вложений стимулировались процессом перераспределения собственности и концентрации капитала в национальном масштабе. В пользу приобретения российских акций также свидетельствовала их низкая рыночная стоимость по сравнению с размером активов предприятий-эмитентов. Это обстоятельство привлекало свехрисковых спекулятивных инвесторов, которые планировали играть на повышение и не имели планов стратегического сотрудничества с российскими предприятиями на долгосрочную перспективу.

Дополнительный импульс развитию спекулятивных тенденций придала широкая либерализация рынка капиталов и его открытость для международных инвесторов. Спекулятивный иностранный капитал способствовал необоснованно быстрому взлету рыночных цен российских корпоративных акций в 1996-97 гг. Велика была доля зарубежных инвесторов и на рынке внутренних долговых государственных бумаг. Обвал рынка акций, а затем пирамиды ГКО-ОФЗ нанес сильнейший удар по всем российским субъектам хозяйствования, снизил инвестиционный потенциал банковской системы и населения, подорвал доверие к фондовому рынку в целом.

Кризисное положение российского фондового рынка и отсутствие полноценного спроса на корпоративные ценные бумаги явилось следствием бесконтрольной накачки рынка спекулятивными капиталами. Способствовало этому принятие массой инвесторов спекулятивного подхода в оценке российских акций – подхода с позиций сравнения рыночной цены активов отечественных и иностранных компаний, а не рентабельности производства. Однако чем больше в общей массе участников рынка инвесторов, которые озабочены не оценкой производственно-финансовых возможностей компаний-эмитентов, а попыткой угадать изменения в оценке различных факторов под воздействием коллективной психологии этой массы инвесторов, тем в большей степени затруднен рыночный процесс финансирования капитальных вложений в реальный сектор российской экономики.

Финансовый кризис 1998 г. доказал ошибочность мнения, что чем больше нерезидентов работают на этом рынке, тем выше его емкость и устойчивость, а значит, и больше условий для устойчивости валюты. Оказалось, что капитал нерезидентов очень чувствительно реагирует на факты политической нестабильности, ожидание всплеска инфляции и возможность резкого изменения курса рубля. В связи с этим должен быть предложен экономически обоснованный предел доступа нерезидентов на фондовый рынок и другие возможные правила их поведения в экстремальных ситуациях.¹

В настоящее время столь масштабные спекулятивные операции невозможны в связи с тем, что сам рынок еще мал. Таким образом, можно сказать, что противоречивость сложившегося положения в том, что неразвитость фондового рынка сберегает национальный капитал. Что касается потенциала привлечения иностранного капитала посредством эмиссии акций предприятий, то он ограничивается как внутренними структурными и институциональными проблемами, провоцирующими высокую рискованность вложений, так и конкуренцией со стороны зарубежных рынков, где торгуются депозитарные расписки акций отечественных предприятий. Торговля российскими акциями примерно наполовину выведена за рубеж, где осуществляется в основном в форме американских депозитарных расписок (АДР).

Подобная ситуация вызвана желанием зарубежных инвесторов уменьшить валютные и инфраструктурные риски, связанные с осуществлением операций на российском рынке. Смещение торговли в пользу зарубежных площадок приводит к тому, что повышается зависимость российского рынка от динамики иностранных рынков, на которых обращаются АДР или ГДР.

¹ Сенчагов В. *Экономическая безопасность: геополитика, глобализация, самосохранение и развитие.* – М., 2002. – С.52.

Следует также отметить, что иностранные инвесторы, работающие на рынках АДР-ГДР, являются краткосрочными спекулянтами. Данные, публикуемые JP Morgan по акциям и АДР российских компаний, дают возможность дать количественные оценки степени спекулятивности, присущей иностранным игрокам. Доля спекулятивных инвесторов по рассматриваемым компаниям составляет не менее 60-65%, включая особо агрессивных и рискованных спекулянтов.¹

Подобная тенденция также негативна для российского рынка, поскольку движение котировок АДР-ГДР во многом обусловлено темпами роста или снижения нефтяных цен, что может привести как к перегреву, так и к обвалу рынка депозитарных расписок. Следствием реализации подобного сценария станет падение цен на российские акции в Российской торговой системе, а затем – на ММВБ и МФБ. Таким образом, зависимость от рынка АДР-ГДР повышает риски отечественного фондового рынка, увеличивает его волатильность, а также значительно уменьшает уровень его ликвидности.

В целом *негативные факторы*, вызванные присутствием иностранных инвесторов на российском рынке, можно свести к следующим:

- Приоритетное внимание иностранных компаний к добыче и экспорту энергоносителей приводит к ускоренному истощению невозобновляемых запасов, а также демонстрирует слабость государственного контроля и регулирования процесса привлечения иностранного капитала.
- Участие западного капитала в приватизации государственной собственности при крайне заниженном курсе рубля позволило ему за бесценок скупить ряд важных объектов. В пользу приобретения российских акций свидетельствовала их низкая рыночная стоимость по сравнению с размером активов предприятий-эмитентов. Это обстоятельство оказалось крайне привлекательным для сверхрисковых спекулятивных инвесторов.
- Иностранные капиталовложения нередко используются как способ отмывания «грязных» денег с Запада; кроме того, нередко под видом иностранных инвестиций в Россию поступает собственный (так называемый беглый) капитал, выведенный из страны через офшоры (об этом свидетельствует, например, значительный поток инвестиций со стороны Кипра).

¹ Миркин Я. Указ. соч. – С.171.

- Спекулятивная направленность краткосрочных иностранных инвестиций является одним из важнейших дестабилизирующих факторов на российском рынке. Свидетельством тому является скупка спекулянтами акций отечественных компаний по заниженным ценам в 1994-95 гг., взвинчивание цен, а затем продажа подорожавших активов и уход с рынка.

Наиболее же ярким примером деятельности спекулятивно настроенных инвесторов стали события 1997-98 гг., когда спекулянты своими действиями способствовали обвалу отечественного фондового рынка. Инвестируемый спекулянтами капитал чрезвычайно быстро реагирует на изменение текущей ситуации в экономике страны и в силу своей достаточно высокой подвижности может быть довольно быстро выведен на другой развивающийся рынок, на котором в данный конкретный момент складываются более благоприятные условия, меньшие риски и более высокие уровни доходности.

- Негативным фактором является также тот факт, что спекулятивные фонды и долгосрочные (планируют получить доход не ранее, чем через несколько лет) зачастую взаимосвязаны между собой, могут проводить согласованную политику и осуществлять на рынке взаимосвязанные действия. Например, спекулятивные инвесторы добиваются существенного снижения котировок акций, а затем их по заниженной цене покупают фонды, ориентирующиеся на долгосрочные вложения. Существуют и другие приемы манипулирования на фондовом рынке – оказание влияния на цену финансового инструмента с целью побудить других инвесторов купить его, продать или воздержаться от этих действий. Несмотря на то, что ФКЦБ ужесточает меры борьбы с подобной практикой, она, к сожалению, остается достаточно распространенным явлением на российском рынке.
- В настоящее время происходит смещение торговой активности в пользу зарубежных фондовых площадок. Крупные компании активно выпускают американские и глобальные депозитарные расписки, обращающиеся на иностранных биржах. С одной стороны, это позволяет компаниям привлекать необходимое финансирование на международном рынке капитала, с другой – это приводит к тому, что повышается зависимость российского рынка от динамики рынков, на которых обращаются АDR/ГДР.

Отразив негативные факторы деятельности иностранных инвесторов на российском рынке, нельзя не остановиться на *позитивном воздействии* зарубежного капитала. Следует отметить, что трудно переоценить важность вливания иностранных денежных потоков в отечественную экономику. Для преодоления кризисных явлений, поддержания роста экономики, проведения структурных реформ, выхода на устойчивый рост, России, по различным оценкам, требуется ежегодно USD20-40 млрд новых капиталовложений. При этом около половины этих средств может приходиться на прямые иностранные инвестиции.¹

Преимущества *прямых* инвестиций заключаются в следующем:

- активизация деятельности частного сектора;
- расширение выхода на внешние рынки;
- облегчение доступа к новым технологиям и методам управления;
- повышение вероятности реинвестирования прибыли внутри страны;
- создание новых рабочих мест;
- расширение налогооблагаемой базы;
- замещение импорта товаров и услуг товарами и услугами отечественного производства.

Рост притока прямых иностранных инвестиций оказал бы позитивное влияние на макроэкономические показатели России, привел бы к существенному росту прибыли компаний, а также увеличил бы давление на естественные монополии.

В отличие от прямых инвестиций, которые, как правило, направляются в какой-то конкретный проект, *портфельные* инвестиции направляются в целом на фондовый рынок и показывают степень доверия инвесторов к возможности привлекать средства с помощью механизмов рынка акций и долговых обязательств. Фондовый рынок – стратегически важная отрасль экономики, которая в России пока не в полной мере выполняет главное предназначение – мобилизацию инвестиций (в том числе и иностранных) и обеспечение трансформации накоплений в доступные для производителей финансовые ресурсы.

¹ Андрианов В. Место и роль иностранного капитала в экономике России: Объем и структура иностранных инвестиций // Общество и экономика, 2001, №1. – С.75.

Для того, чтобы российский фондовый рынок стал элементом механизма привлечения капитала в производственную сферу, желательно, чтобы динамика курсовой стоимости акций плавно возрастала в долгосрочной и среднесрочной перспективе и не имела значительных спекулятивных колебаний, подрывающих устойчивость рынка. Рост рыночной стоимости акций является более предпочтительной формой поощрения акционеров с точки зрения эмитентов, чем дивиденды, поскольку капитализация всей полученной компанией-эмитентом прибыли увеличивает ее капитал, что весьма важно для осуществления новых эмиссий ценных бумаг.

С одной стороны, предпочтение компаниями-эмитентами формы поощрения инвесторов в виде выплаты дивидендов в условиях отсутствия поступательного движения вверх рыночных цен акций, когда дивиденды становятся основным источником дохода владельцев акций, может сформировать негативное отношение большинства акционеров к планам вторичных эмиссий акций.

С другой стороны, интересам долгосрочных стратегических инвесторов, представленных главным образом инвестиционными и другими фондами, отвечает стабильно растущий уровень дивидендов. Таким образом, в рамках фондового рынка должны сочетаться разумная дивидендная политика и политика роста курсовой стоимости.

Для повышения эффективности портфельных инвестиций необходимы позитивные изменения самого фондового рынка. Важнейшей характеристикой рынка ценных бумаг является наличие широкого спектра финансовых инструментов, которые повышают возможность аккумулировать сбережения.

Крупнозернистая структура рынка (преобладание крупных пакетов и незначительный объем акций в свободном обращении), а также наметившаяся тенденция скупки компаниями собственных акций на открытом рынке сокращают число инструментов, являющихся привлекательными с точки зрения инвестирования в них средств.

Необходимо существенно расширить долю корпоративных облигаций в общей структуре оборота ценных бумаг и организовать обращение менее известных в России видов корпоративных бумаг (различных типов привилегированных акций, опционов на акции, конвертируемых облигаций и т.д.). Это позволит диверсифицировать общий риск инвестиций в ценные бумаги и привлечь большие капиталы. Число же вторичных эмиссий акций должно существенно возрасти и значительно превышать текущий уровень в 0.3% от инвестиций в основной капитал.¹

¹ Булатов В. Указ. соч. – С.235.

В целом, как нам удалось заключить, деятельность иностранных инвесторов на российском рынке оказывает неоднозначное влияние на рынок и экономику страны. Признавая важность и целесообразность привлечения иностранного капитала (как стратегического, так и портфельного) для финансирования нужд национальной экономики, мы не можем не отмечать негативные эффекты, которые сопровождают этот процесс.

Непродуманная политика в привлечении иностранных инвестиций не может обеспечить экономические интересы принимающей стороны. К тому же мировой опыт привлечения инвестиций свидетельствует о том, что многие страны весьма осторожно использовали это специфическое «лекарство». Так, Япония, например, строго контролировала и ограничивала привлечение иностранного капитала. Огромные суммы затрачивались на закупку иностранных лицензий для создания своей техничеcки передовой экспортной базы.¹

Экономическая действительность России 90-х гг. характеризовалась большим количеством финансовых махинаций в сфере бизнеса, а подчас и фактическим грабежом сбережений широких слоев населения с помощью различных государственных и негосударственных пирамид. Ограниченная ликвидность и емкость российского фондового рынка, на котором обращается малая часть акционерного капитала, стала во многом результатом грубых просчетов в период ускоренной приватизации. Современная структура корпоративной собственности с преобладанием крупных и контрольных пакетов акций, которая является тормозом для функционирования фондового рынка, была создана благодаря стремлению авторов реформ к достижению скорейшего разгосударствления собственности. В то же время задача рационального распределения и управления собственностью практически не ставилась.

Таким образом, в 90-х гг. прошлого века были созданы условия для господства крупных акционеров в корпоративной собственности в России, не были разработаны легитимные способы защиты от «набегов» спекулятивного международного капитала, способного оказать разрушительное воздействие на экономику страны. Открытость для внешних спекулятивных капиталов на фоне ограниченной емкости российского фондового рынка и либеральных правил его функционирования повлияли на высокую степень колебаний цен акций, а следовательно, на его повышенную рискованность. Это, в свою очередь, заставило инвесторов при принятии решений о купле-продаже ценных бумаг на рынке использовать главным образом спекулятивный по своей сути техничеcкий анализ вместо фундаментального анализа, нацеленного на долгосрочное инвестирование.

¹ Маренков Н.Л., Маренков Н.Н. *Управление инвестициями российского предпринимательства*. – М., 2001. – С. 84.

Следовательно, выделяемый нами в качестве основного дестабилизирующего фактора спекулятивный интерес инвесторов на российском рынке был обусловлен непродуманностью инвестиционной политики государства. Видимо предполагалось, что рынок, в том числе и фондовый, как и во времена Адама Смита, все урегулирует. Однако для того, чтобы рынок что-то регулировал, направлял и обеспечивал, по меньшей мере, необходимо иметь сам рынок.

В настоящий момент объективная действительность такова, что отечественный фондовый рынок продолжает оставаться недостаточно ликвидным, имеющим ограниченный набор инвестиционных возможностей и довольно большое число спекулятивно настроенных инвесторов. И хотя в последнее время наблюдаются позитивные изменения в сфере прямых инвестиций (различные приобретения крупных пакетов стратегическими зарубежными фондами) и портфельных вложений капитала (смещение приоритетов инвесторов в пользу акций компаний второго эшелона, ориентация на более долгосрочные инвестиции и снижение спекулятивной составляющей в связи с достижением рыночными котировками акций компаний фундаментально оправданных уровней), структурные диспропорции российского фондового рынка сохраняются.

Несмотря на позитивные изменения в практике корпоративного управления, повышение степени прозрачности деятельности российских компаний и подготовку отчетности в соответствии с международными стандартами учета, в глазах многих инвесторов Россия по-прежнему воспринимается как слишком рискованный рынок для инвестиций. Это в немалой степени обусловлено наличием значительного временного лага между реальным улучшением ситуации в экономике страны и объективным изменением ее имиджа с точки зрения потенциальных и реальных инвесторов.

Государству предстоит еще многое сделать, чтобы добиться улучшения инвестиционного климата в России и создания благоприятных условий для привлечения в экономику более «длинных» денег зарубежных инвесторов. Ниже мы рассмотрим перспективы совершенствования российского рынка ценных бумаг в целях инвестирования и возможные пути решения существующих проблем.

3.2. Перспективы совершенствования российского рынка ценных бумаг в целях инвестирования

В настоящее время аналитики отмечают наличие потенциала притока средств иностранных инвесторов, поскольку многие институциональные инвесторы, в особенности крупные, как правило, придерживаются достаточно консервативной и жестко регламентируемой инвестиционной политики. Для некоторых фондов инвестиции в Россию могут быть запрещены внутренними правилами как особенно рискованные вложения (так, например, в России практически не представлены средства пенсионных фондов, т.к. они обычно вкладываются в наименее волатильные инструменты).¹

От степени доверия к ведущим российским эмитентам зависит общее отношение инвесторов к рынку, возможности выхода на рынок и привлечения инвестиций более мелкими компаниями и в целом развитие российского рынка ценных бумаг на среднесрочную перспективу. При этом надо понимать, что для существенного изменения отношений инвесторов к рынку усилий одной компании явно недостаточно. Необходимы подвижки в области корпоративного управления как минимум в четырех-шести компаниях.

В целом инвесторы хотели бы достичь более четкого понимания сценария экономического развития страны. Выработанные на официальном уровне программные заявления, не сопровождающиеся четкими и последовательными действиями, явно недостаточны. Имея перед глазами примеры десятков стран, инвесторы больше доверяют последовательным действиям, нежели словам.

Широкомасштабный приток инвестиционных ресурсов возможен лишь в развивающуюся экономику. В России же при удовлетворительной ситуации в большинстве ориентированных на экспорт отраслей, в части отраслей массового розничного спроса продолжается деградация производственного потенциала в промышленности и сельском хозяйстве.

Без изменения этой ситуации (даже при внешних признаках стабильности, временном росте экономики) инвестиции в экономику России будут высокорискованными, а число привлекательных инвестиционных проектов и их отраслевая диверсификация будут неуклонно сокращаться.²

¹ Браудер У. Перспективы привлечения портфельных инвестиций на российский рынок ценных бумаг // Рынок ценных бумаг, 2001, №11 (194). – С.26.

² Хромушин И. Указ. соч. – С.73.

Для вложения капитала с ориентацией на долгосрочную перспективу инвесторам необходимо быть уверенными в стабильности политики государства и последовательности осуществляемых структурных реформ. Портфельные фонды, в особенности региональные и глобальные, нацелены на более краткосрочный период вложений, они гораздо более гибки в определении степени своего присутствия в России, реагируют даже на события меньшего масштаба, поэтому добиться существенного притока средств от этой категории инвесторов реально в большем объеме и в более короткие сроки.

Большой ясности для всех категорий инвесторов требуется и при осуществлении приватизации пакетов, оставшихся в государственной собственности. Стоит отметить, что приватизация и административный режим играют особую роль для инвесторов. Административный режим распределяет ответственность между правительственными и местными властями, доступ к важной информации о правовых условиях, конкретных проектах, способах и объектах приватизации. Сам же процесс приватизации зависит от общих условий накопления, но создает большие возможности для инвестиций.

В настоящее время в собственности государства находятся пакеты ряда компаний. Помимо ситуаций отложенной приватизации, когда пакеты акций целенаправленно закреплялись, как правило, в федеральной собственности, в распоряжении региональных органов по приватизации оставались по различным причинам разрешенные к продаже, многочисленные пакеты акций, которые условно можно назвать «непроданными» или остаточными.

Эти пакеты, величина которых в зависимости от избранного коллективом предприятия варианта льгот при акционировании составляет 20-30% уставного капитала (включая 5-10% акции, составляющие фонд акционирования работников предприятия), были оставлены на этапе чековой приватизации для возможной в будущем продажи за реальные деньги, имея в виду также и необходимость инвестиционной поддержки предприятий (см. табл. 10).

В настоящее время приватизация все в большей степени выполняет *фискальную функцию*. Одной из целей приватизации в России в 2003 г. будет получение дополнительных средств для выплат по внешним долгам. Поступления от приватизации формально идут на покрытие дефицита бюджета, однако фактически направляются на выплаты основной части внешнего долга.

Таблица 10. Количество акционерных обществ с остаточными пакетами акций, принадлежащих государству в 1994-2000 гг.

Период	Количество созданных АО	Количество АО, по которым проданы все акции подлежащие продаже		Количество АО, по которым проданы не все акции подлежащие продаже (т. е. с остаточными госпакетами)	
		Всего	В % к количеству созданных АО	Всего	В % к количеству созданных АО
1994	9814	3061	31.2	6753	68.8
1995	2816	1071	38.0	1745	62.0
1996	1123	532	47.4	591	52.6
1997	496	206	41.5	290	58.5
1998	360	124	34.4	236	65.6
1999	258	101	39.1	157	43.6
1994-1999	14867	5095*	34.3*	9772*	65.7*

* - рассчитана как сумма величин за каждый год в указанный период и не означает количества АО, по которым проданы все акции подлежащие продаже и количества АО с остаточным участием государства в капитале к началу 2000 г., поскольку к настоящему моменту часть из ранее нереализованных пакетов акций продана.

Источник: Статистические бюллетени о ходе приватизации государственных и муниципальных предприятий (объектов) за январь-декабрь 1994 (с. 31, 33), 1995 (с. 66), 1996 г. (с. 66), 1997 г. (с. 66), 1998 (с. 78, 80), 1999 (с. 78, 80). М., Госкомстат России

Основными приватизационными сделками, которые должны облегчить для правительства выплаты по внешним долгам, является продажа 5.9% акций компании ЛУКОЙЛ на западных фондовых рынках, приватизация Славнефти и продажа 25% минус две акции телекоммуникационного холдинга Связьинвест, а также реализация 18%-ного пакета акций Магнитогорского металлургического комбината.

Как сообщает агентство *Reuters*, первый заместитель министра имущественных отношений А.Браверман считает, что «пример Славнефти показывает ярким образом, как в компании, которая управляется государством, государство не является эффективным управленцем: в компании появляется два президента, реализуются решения суда с помощью силовых структур. Эту систему необходимо менять». У правительства в настоящее время нет планов приватизировать компанию Роснефть, являющуюся оператором по целому ряду государственных программ. По словам А.Бравермана, «правительство считает необходимым оставить одну государственную нефтяную компанию. Это – Роснефть, которая реализует два важных соглашения: о разделе продукции и соглашения по Чечне. Остальные (нефтяные) компании должны быть частными».¹

В приведенных выше примерах мы показали, что на современном этапе приватизация служит целям пополнения государственной казны. Однако существует ряд ключевых моментов, по которым властям предстоит принять решение. Во-первых, это касается *реприватизации*. Суть проблемы состоит в том, что этот процесс в России уже давно идет, причем в самых разнообразных формах:

¹ Правительство пыталось в 1998 г. продать Роснефть, но отказалось от этой идеи из-за отсутствия интереса со стороны инвесторов.

- *на уровне общей идеологии и политической борьбы:* наиболее ярким примером является принятие Федерального закона от 07.05.98 №74-ФЗ «Об особенностях распоряжения акциями Российского акционерного общества энергетики и электрификации «Единая энергетическая система России» и акциями других акционерных обществ электроэнергетики, находящимися в федеральной собственности».

В соответствии со ст. 3 установлено, что в собственности иностранных государств, международных организаций, иностранных юридических лиц, а равно их аффилированных российских юридических лиц, иностранных физических лиц может находиться до 25 процентов всех видов акций РАО. При этом на момент принятия закона в иностранной собственности уже находилось около 30% акций РАО.

- *пересмотр приватизационных сделок:* намерение РФФИ и Генпрокуратуры РФ пересмотреть итоги 17% конкурсов с инвестиционными условиями до 31 июля 1997 г.
- *возврат пакетов акций государственным структурам за долги* (в 1999 г. наиболее известны примеры КамАЗа (в сентябре РФ стала владельцем 26.7% акций, Татария – 27%) и АвтоВАЗа (в декабре под программу реструктуризации долгов в залог государству передан контрольный пакет акций)).
- *формирование новых (в том числе государственных) холдингов,* в которые передаются государственные пакеты акций. Если ранее государственный пакет фактически никем не управлялся или был «приватизирован» де-факто для голосования, то при формировании новых или слиянии уже существующих структур происходит формальное или реальное усиление роли государственных органов. Это особенно характерно для корпораций ВПК.
- *использование реприватизации менеджерами как инструмента корпоративной борьбы* (скандал 1999 г. вокруг Ломоносовского фарфорового завода). Существуют также примеры попыток добровольного возврата государству приватизированных АО.
- *активность региональных властей по установлению контроля над бюджетообразующими предприятиями* (чаще всего – через назначение внешних управляющих). Отдельным аспектом проблемы является начавшийся в 1998-99 г. процесс возвращения через суд ранее переданной в регионы федеральной собственности (например, 40% акций Иркутскэнерго).

Во-вторых, властям необходимо уделить внимание ускорению процессов перераспределения собственности в России и ужесточению корпоративных конфликтов. Среди наиболее известных корпоративных конфликтов 1999-2000 гг. — противостояние СИДАНКО и ТНК, Транснефть, Ломоносовский фарфоровый завод, Выборгский ЦБК (вооруженный захват), Ачинский глиноземный завод (вооруженный захват), Кузнецкий металлургический комбинат, Качканарский ГОК (вооруженный захват), Нижнесабинский металлургический комбинат (вооруженный захват), угольные разрезы в Красноярском крае и Кузбассе, алюминиевые предприятия, Мосхимфармпрепарат (унитарное предприятие, попытка вооруженного захвата), Орско-Халиловский металлургический комбинат (фактически впервые в корпоративной истории России выпущены альтернативные дополнительные эмиссии). Подобные конфликты свидетельствуют о недостаточной зрелости российского фондового рынка, негативно сказываются на инвестиционном имидже России и отпугивают иностранных инвесторов от долгосрочных инвестиций в российские активы. Таким образом, как мы видим, процесс перераспределения форм собственности в России еще далек от завершения. Сохраняющаяся неопределенность в этой сфере имеет негативные последствия для структуры акционерного капитала российских компаний, а следовательно, и для иностранных инвестиций.

Немаловажной целью властей должна стать ликвидация фрагментарности нормативно-правовой базы и обеспечение должной защиты прав инвесторов. Система санкций за нарушения на рынке ценных бумаг должна быть максимально гибкой с точки зрения степени жесткости наказания: наиболее мягкие — штрафы, средние — приостановка лицензий, отказ в регистрации документов, жесткие — меры уголовного характера. В целом же для привлечения иностранных инвестиций необходимо, прежде всего, гарантировать их безопасность, льготный режим (в стратегически важных для структурной перестройки отраслях), развитие необходимой инфраструктуры, резкое упрощение бюрократических процедур (дебюрократизация экономики является в настоящее время одним из основных приоритетов правительства) и исключение коррупции.

В настоящее время в России существует достаточно разветвленная система органов государственного регулирования инвестиционной деятельности. Каждый из этих органов и учреждений, количество которых доходит до двух десятков структур, выполняет одну или ряд функций. Уже одно это показывает, что существующая система государственных учреждений, регулирующих инвестиционную деятельность в России, неэффективна. Во-первых, она слишком громоздка и на ее поддержание затрачиваются значительные средства. Во-вторых, при отсутствии четкого разграничения полномочий и на фоне произвола чиновников такая система коррумпирована.

В-третьих, при такой численности бюрократического аппарата процедура реализации инвестиционных проектов затягивается. Действие этого негативного фактора удерживает многих отечественных и зарубежных инвесторов от осуществления стратегических инвестиций и повышает привлекательность спекулятивных сделок. В-четвертых, большинство органов государственного регулирования инвестиционной деятельности в России дублируют друг друга. Это усложняет процесс координации их деятельности и создает дополнительные трудности для инвесторов, у которых формируется весьма неясное представление о существующей в России системе экономико-правовых институтов. В-пятых, ряд созданных структур не смогли решить поставленные перед ними задачи и коммерциализировались.

Наконец, в-шестых, до сих пор нет федерального органа, который бы координировал деятельность всех других структур в сфере привлечения иностранных инвестиций и отвечал бы за формирование и реализацию государственной политики в этой области. Таким образом, существующая институциональная система в России не только не облегчает осуществление капиталовложений в экономику нашей страны, но, напротив, усложняет этот процесс.

Из всего изложенного следует вывод, что основная роль в формировании благоприятной и устойчивой экономико-правовой среды для иностранных инвесторов принадлежит государству. При этом необходимо подчеркнуть, что данный процесс должен осуществляться комплексно. Для этого требуется сформировать отвечающую долгосрочным национальным интересам государственную инвестиционную стратегию, составными частями которой явились бы концентрация привлечения иностранного частного капитала в национальных интересах, а также система отраслевых и региональных предпочтений и преференций.

Принципиальное значение имеет улучшение инвестиционного климата в стране. С точки зрения иностранных инвесторов, для российской практики характерны следующие проблемы:

- противоречие интересов акционеров;
- склонность предпринимателей к сокрытию реальных показателей деятельности, непрозрачность финансовой отчетности;
- сложность выявления сделок со «связанными» сторонами (родственниками и т.д.)
- процветание практики протекционизма.¹

¹ Копылова Е. Десять заповедей инвесторов в российскую экономику // *Банковские технологии*, 2000, №5. – С. 84.

В отношении двух последних пунктов следует отметить, что на Западе недопущение возможности «связанных» сделок и протекционизма – это негласная, а иногда и зафиксированная административная норма. Однако отечественная профессиональная этика находится в таком состоянии, что «связанные» сделки и протекционизм и есть норма нашей жизни.

Как мы видим на основе всего изложенного выше, проблемы развития рынка ценных бумаг в России носят комплексный характер и требуют объединения усилий профессиональных участников и регулирующих органов для качественного его изменения. В то же время необходимо не только добиваться создания благоприятного инвестиционного климата в России, но и сдерживать потоки спекулятивного иностранного капитала. В этих целях было бы целесообразно допускать к обращению за пределами страны негосударственные ценные бумаги в объеме не выше 5-10% капитализации внутреннего рынка акций и рыночной стоимости облигаций в свободном обращении (в настоящее время ФКЦБ активно работает в этом направлении). Позитивным фактором для рынка было бы введение налоговых льгот для долгосрочных иностранных инвесторов.

Помимо этого, как справедливо отмечает Я.Миркин, необходимо ввести запрет на заключение сделок с ценными бумагами и перерегистрации прав собственности на них внутри страны с проведением расчетов по сделкам за границей. Необходима также обязательная регистрация через организованные рынки ценных бумаг крупных сделок блоками, осуществляемых долгосрочными прямыми или портфельными иностранными инвесторами без ограничения 15%-ной доли (*примечание – подобное ограничение распространялось бы лишь на сделки, не относящиеся к долгосрочной инвестиции*) с указанием цели сделки и согласия покупателя на запрет перепродажи ценных бумаг в течение года.¹

Однако все эти меры по сдерживанию спекулятивных иностранных инвестиций окажут позитивный эффект лишь на фоне общей структурной перестройки рынка и формирования широкого круга отечественных инвесторов. Игнорирование внутренних инвестиционных ресурсов и погоня за инвестициями уже привели в России к созданию экономических условий, при которых легко увеличивались, как нигде в мире, денежные капиталы, вложенные в спекулятивно-посреднические сделки. Лишь после кардинального изменения внутреннего инвестиционного климата, когда инвестиции в реальный сектор экономики станут выгодными, и на этой основе в России возникнет экономический бум отечественного инвестирования в сферу производства, можно ожидать существенного притока иностранных инвестиций в Россию, в реальную экономику, а не в спекулятивно-посреднические операции.

¹ Миркин Я. Указ. соч. – С.495.

В целях активизации использования возможностей рынка ценных бумаг для обеспечения потребностей предприятий производственного сектора экономики можно было бы рассмотреть следующие меры:

- повышение эффективности работы с отечественными эмитентами, поддержка при проведении эмиссий корпоративных ценных бумаг (акций и облигаций);
- распространение на корпоративные ценные бумаги комплекса льгот, предусмотренных для инвесторов на рынке государственных ценных бумаг (льготное налогообложение доходов по акциям и корпоративным облигациям), что позволит обеспечить унификацию ставок налогов и принципов налогообложения в отношении инструментов рынка ценных бумаг, его профессиональных участников и инвесторов;
- обеспечение поэтапного сокращения объемов внутренних заимствований, осуществляемых посредством эмиссии государственных долговых обязательств и перелив свободных денежных средств инвесторов на рынок корпоративных ценных бумаг;
- обеспечение возможности беспрепятственного доступа всем заинтересованным лицам ко всем публичным документам и материалам, связанным с эмиссией корпоративных ценных бумаг;
- дальнейшее усовершенствование инфраструктуры рынка корпоративных ценных бумаг, а также информационного обеспечения профессиональных участников;
- содействие созданию единого информационно-аналитического центра по обобщению передового опыта по организации дополнительных эмиссий акций и облигационных займов корпоративных эмитентов в России и за рубежом;
- формирование условий для развития системы коллективного инвестирования, наиболее полное вовлечение через механизм рынка ценных бумаг свободных денежных средств населения;
- расширение сектора корпоративных заимствований, производимых отечественными компаниями путем выпуска рублевых облигаций и еврооблигационных займов;
- обеспечение организационного единства государственного регулирования рынка ценных бумаг, налаживание четкого взаимодействия министерств и ведомств (в частности, ЦБ РФ и ФКЦБ).

Из всего вышесказанного следует, что процесс преобразования рынка ценных бумаг России в целях повышения его инвестиционной привлекательности многопланов. С одной стороны, задачей государства является создание благоприятного инвестиционного климата, а с другой – осуществление протекционистских мер в целях защиты национальной экономики от потоков иностранного спекулятивного капитала. В этих мерах нет противоречия, напротив, все нацелены на одно – формирование в России эффективного и действующего рынка ценных бумаг.

Сейчас необходимо вернуть доверие к фондовому рынку, существенно подорванному потрясениями в 1997-98 гг. При соответствующей институциональной организации, строгом государственном регулировании и контроле работы профессиональных участников фондового рынка и эмитентов этот рынок должен стать удобным и надежным механизмом вложения средств в форме инвестиций в реальный сектор экономики. Он позволит российским корпорациям эффективно диверсифицировать имеющиеся у них накопления в инновации и вовлечь в хозяйственный оборот огромный потенциальный инвестиционный ресурс, находящийся на руках у населения в виде наличных сбережений в рублях и иностранной валюте.

К сожалению, стоит признать, что сейчас российский фондовый рынок является совершенно иным механизмом. В сегменте государственных ценных бумаг заимствования осуществляются не для финансирования крупных проектов, а для обслуживания внешнего долга. Региональные и муниципальные займы также призваны покрывать дефицит, соответственно, региональных и муниципальных бюджетов. Сегмент корпоративных облигационных заимствований лишь отчасти работает на финансирование развития производства, однако этот сектор в последнее время стремительно развивается. Вторичные эмиссии действующих компания представляют собой довольно редкое явление, поскольку держатели крупных пакетов не стремятся к размыванию долевых ценных бумаг и снижению степени контроля над предприятиями.

Как мы видим, на отечественном фондовом рынке сохраняются структурные проблемы, отягощаемые присущими российскому рынку диспропорциями и высокими рисками. Для решения задачи повышения эффективности отечественного рынка ценных бумаг и привлечение инвестиций в реальный сектор экономики с использованием механизмов фондового рынка необходимо реализовать комплекс взаимосвязанных мер. При этом важная роль отводится государству, которое должно своими действиями способствовать созданию в стране благоприятного инвестиционного климата для привлечения иностранных инвестиций, а также повышению привлекательности вложения средств в реальный сектор со стороны отечественных инвесторов. Именно последние должны стать основой экономического роста российской экономики.

Заключение

В настоящем исследовании был освещен широкий круг проблем, касающихся деятельности иностранных инвесторов на российском рынке ценных бумаг. Прежде всего, нами была рассмотрена специфика первичного закрепления прав собственности в российских условиях и формирования места иностранных инвесторов на новообразованном фондовом рынке. Как нам удалось выявить, процесс первичного закрепления прав собственности и создания основ акционирования в России привел к формированию диспропорций отечественного фондового рынка. Это касается сохранения регионально-отраслевого монополизма и создания изначально закрытого для внешних инвесторов капитала российских компаний. Следует отметить неоднозначность роли государства, которое, с одной стороны, декларировало приоритет создания частной собственности в стране, а с другой – сохраняло за собой существенные пакеты в различных отраслях экономики. Все это приводило к «неуправляемости» государственных пакетов в новообразованных корпорациях. Особо следует отметить и проблему создания эффективной законодательной базы. Поскольку построение и развитие российского фондового рынка регулировалось множеством ведомств, его законодательная база была (и до сих пор остается) достаточно объемной, противоречивой и не удовлетворяющей требованиям участников рынка ценных бумаг.

Мы далеко не случайно уделили столь пристальное внимание созданию основ акционирования в России посредством приватизации, поскольку проблемы неэффективности российского фондового рынка и его спекулятивной направленности являются следствием недочетов при проведении в стране первичного закрепления прав собственности. В результате приватизации для инвестора, не обладающего контрольным пакетом, оказывалось невыгодно быть акционером. В связи с этим ни эмитенты, ни инвесторы не выражали заинтересованности в функционировании фондового рынка при условии, когда права собственности на предприятия уже перераспределены. При этом рядовых акционеров не могли удовлетворять те незначительные дивиденды, которые выплачивались по акциям подавляющего большинства российских эмитентов. Изначальное формирование непрозрачного рынка в отсутствие действующих законов и на фоне существенного участия государства в акционерных капиталах компаний привело к тому, что фондовый рынок становился не эффективным механизмом перераспределения капиталов и привлечения инвестиций, а сугубо спекулятивным инструментом. При этом акции российских компаний оказывались существенно недооцененными, а рынок государственных долговых обязательств предлагал инвесторам сверхвысокие доходности.

Таким образом, формировались спекулятивные инвестиционные ориентиры – инвесторы были в большей степени заинтересованы в краткосрочных спекуляциях, нежели в долгосрочном участии в акционерном капитале компаний. Подобное смещение приоритетов привело к тому, что отечественный фондовый рынок оказался беззащитным перед любыми мировыми экономическими потрясениями. Иностраный спекулятивный капитал, который к концу 90-х гг. более чем на 50% финансировал рост объема и курсовой стоимости рынка акций, оказывался одним из основных дестабилизирующих факторов. При появлении признаков кризисных явлений спекулятивный капитал зарубежных инвесторов был выведен с рынка, что повлекло за собой его обвал. Однако негативный опыт способствовал оздоровлению рынка и созданию более цивилизованных его форм. В настоящее время иностранные инвесторы все чаще оценивают российский фондовый рынок с точки зрения перспективы долгосрочного вложения капитала, хотя проблемы преобладания крупных пакетов акций, отсутствия достаточного количества высокодоходных инструментов («голубых фишек»), региональных диспропорций, высоких рисков и значительной волатильности сохраняются.

Во второй главе настоящего исследования мы поставили перед собой задачу выделить основных зарубежных игроков на российском рынке, более подробно осветили особенности восприятия зарубежными инвесторами отечественного рынка, что определяет стратегии инвестирования, их отраслевую направленность, а также степень риска и ожидаемой доходности. Как нам удалось выявить, прямые и портфельные инвесторы в операциях на фондовом рынке преследуют разные цели и используют специфические стратегии. Однако формальный фактор отнесения инвестиций к прямым или портфельным не учитывает данного различия. Отсутствие четкой классификации инвестиций на прямые и портфельные на уровне инвестиционного законодательства усиливает юридические риски инвестирования и негативно отражается на инвестиционном климате страны.

Рассмотрев специфику восприятия иностранными инвесторами отечественного рынка, можно сделать вывод, что основными причинами отсутствия значительного притока прямых иностранных инвестиций являются неэффективная институциональная структура и общий рыночный риск. К числу сдерживающих факторов для иностранных портфельных инвестиций относятся недостаточная прозрачность деятельности компаний, их финансовой отчетности и корпоративного управления. Несмотря на наличие негативных факторов на российском рынке, иностранные инвесторы рассматривают его в качестве довольно перспективного рынка с точки зрения предоставляемых возможностей вложения капитала. Данная тенденция обусловлена постепенным улучшением инвестиционного климата в России на фоне проводящихся реформ в экономике страны, а также затянувшимся периодом застоя на мировых финансовых рынках, что само по себе повышает привлекательность инвестиций на emerging markets.

Далее мы определили основных иностранных игроков на отечественном фондовом рынке, а также выделили наиболее распространенные стратегии инвестирования и текущие тенденции. В целом, как следует из проведенного анализа, хотя кризис 1998 г. и нанес ощутимый удар по деятельности институциональных инвесторов на российском рынке, постепенно интерес зарубежных фондов к отечественным активам повышается. В области портфельных инвестиций инвесторов в настоящее время интересуют не только отрасли-лидеры, но и акции компаний второго эшелона, что свидетельствует об уменьшении спекулятивной составляющей в инвестициях. Если до кризиса в сфере прямых инвестиций основным принципом работы многих фондов была скупка предприятий в ходе приватизации по низкой цене, то теперь они нацелены на более долгосрочные вложения.

Как портфельные, так и стратегические инвесторы оценивают риски инвестирования и ожидаемую доходность. В качестве ориентиров обычно рассматриваются суверенные рейтинги, присваиваемые стране рейтинговыми агентствами S&P, Fitch, Moody's, а также динамику индекса MSCI EMF, отражающего темпы роста emerging markets. В последнее время рейтинговые агентства регулярно повышают суверенный рейтинг России, а индекс MSCI EMF фиксирует позитивную динамику, что является благоприятным фактором для российского рынка.

До кризиса 1998 г. иностранные институциональные и частные инвесторы наиболее активно вкладывали средства в российские акции и долговые инструменты через портфельные фонды, такие как Hermitage, Regent, Lexington и т.д. Интерес же к прямым инвестициям, требующим более долговременной стратегии и большей стабильности, был относительно невелик. В настоящее время среди фондов прямых инвестиций стоит выделить Capital International, Global Environment Funds, Carlyle Group и др.

Фонды портфельных инвестиций представлены: специализированными на России фондами (The Hermitage, JP Morgan Chase Fleming, Schroders, фонды Brunswick, ING Russia Fund, Prosperity, UFG Russia и др.), фондами, специализированными на странах Центральной и Восточной Европы (Griffin Eastern European Fund и др.), глобальными (EuroPacific Growth Fund, два глобальных фонда Templeton и др.) и отраслевыми (Mercury Selected Trust Emerging Markets Telecommunications Fund).

В зависимости от портфельных предпочтений фонды можно разделить на спекулятивные и долгосрочные (планируют получить доход не ранее, чем через несколько лет). Зачастую эти фонды взаимосвязаны между собой, могут проводить согласованную политику и осуществлять на рынке взаимосвязанные действия. Например, спекулятивные инвесторы добиваются существенного снижения котировок акций, а затем их по заниженной цене покупают фонды, ориентирующиеся на долгосрочные вложения.

Рассмотрев особенности современных стратегий инвестирования, можно заключить, что в настоящее время наблюдается процесс изменения приоритетов инвестирования зарубежными фондами в отечественный рынок. Происходит уменьшение спекулятивной составляющей в инвестициях и повышение заинтересованности к инвестированию в российские активы. С точки зрения инвестиционных возможностей, внимание инвесторов в перспективе будет привлечено к реструктуризации РАО ЕЭС, Газпрома и Сбербанка. Акции монополий представляются инструментами рискованными, но обладающими потенциалом роста. В целом же круг доступных для инвестирования инструментов сужается – на фоне покупки компаниями собственных акций количество акций в свободном обращении снижается. В России становится все меньше активов, предоставляющих спекулятивные возможности, и хотя акции многих компаний остаются недооцененными, все чаще их рыночная цена приближается к фундаментальной стоимости.

В заключительной главе настоящего исследования мы попытались оценить неоднозначность эффектов, оказываемых присутствием иностранных инвесторов на российском рынке, а также выявить пути повышения привлекательности отечественного рынка в инвестиционных целях. Нами была рассмотрена проблема того, что в 90-х гг. прошлого века были созданы условия для господства крупных акционеров в корпоративной собственности в России, а также не были разработаны дееспособные способы защиты от «набегов» спекулятивного международного капитала, способного оказать разрушительное воздействие на экономику страны. Открытость для внешних спекулятивных капиталов на фоне ограниченной емкости российского фондового рынка и либеральных правил его функционирования повлияли на высокую степень колебаний цен акций, а следовательно, на его повышенную рискованность. Это, в свою очередь, заставило инвесторов при принятии решений о купле-продаже ценных бумаг на рынке использовать главным образом спекулятивный по своей сути технический анализ. Следовательно, выделяемый нами в качестве главного дестабилизирующего фактора спекулятивный интерес иностранных инвесторов на российском рынке был вызван непродуманностью инвестиционной политики государства.

На данный момент основная проблема отечественного фондового рынка заключается в том, что он по-прежнему остается неликвидным, имеет ограниченный набор инвестиционных возможностей и довольно большое число спекулятивных инвесторов. И хотя в последнее время наблюдаются позитивные изменения в сфере прямых инвестиций (различные приобретения крупных пакетов стратегическими зарубежными фондами) и портфельных вложений капитала (смещение приоритетов инвесторов в пользу акций компаний второго эшелона, снижение спекулятивной составляющей в связи с достижением рыночными котировками акций компаний фундаментально оправданных уровней), структурные диспропорции российского фондового рынка сохраняются.

В глазах многих инвесторов Россия по-прежнему воспринимается как слишком рискованный рынок для инвестиций, несмотря на позитивные изменения в практике корпоративного управления, повышение степени прозрачности деятельности российских компаний и подготовку отчетности в соответствии с международными стандартами учета. Это отчасти вызвано значительным временным лагом между реальным улучшением ситуации в экономике страны и объективным изменением ее имиджа с точки зрения потенциальных и реальных инвесторов.

Таким образом, процесс преобразования рынка ценных бумаг России в целях повышения его инвестиционной привлекательности многопланов. С одной стороны, задачей государства является создание благоприятного инвестиционного климата, а с другой – осуществление протекционистских мер в целях защиты национальной экономики от потоков иностранного спекулятивного капитала. В этих мерах нет противоречия, напротив, все нацелены на одно – формирование в России эффективного и действующего рынка ценных бумаг.

Как нам видится, прежде всего, необходимо вернуть доверие к фондовому рынку, существенно подорванному потрясениями в 1997-98 гг. При соответствующей институциональной организации, строгом государственном регулировании и контроле работы профессиональных участников фондового рынка и эмитентов этот рынок должен стать удобным и надежным механизмом вложения средств в форме инвестиций в реальный сектор экономики. Эффективно работающий рынок позволил бы российским корпорациям эффективно диверсифицировать имеющиеся у них накопления в инновации и вовлечь в хозяйственный оборот огромный потенциальный инвестиционный ресурс, находящийся на руках у населения в виде наличных сбережений в рублях и иностранной валюте.

К сожалению, стоит признать, что сейчас российский фондовый рынок является совершенно иным механизмом. В сегменте государственных ценных бумаг заимствования осуществляются не для финансирования крупных проектов, а для обслуживания внешнего долга. Региональные и муниципальные займы также призваны покрывать дефицит, соответственно, региональных и муниципальных бюджетов. Сегмент корпоративных облигационных заимствований лишь отчасти работает на финансирование развития производства. Вторичные эмиссии действующих компания представляют собой довольно редкое явление, поскольку держатели крупных пакетов не стремятся к размыванию долевых ценных бумаг и снижению степени контроля над предприятиями.

Как мы видим, на отечественном фондовом рынке сохраняются структурные проблемы, отягощаемые присущими российскому рынку диспропорциями и высокими рисками. Для решения задачи повышения эффективности отечественного рынка ценных бумаг и привлечение инвестиций в реальный сектор экономики с использованием механизмов фондового рынка необходимо реализовать комплекс взаимосвязанных мер. При этом важная роль отводится государству, которое должно своими действиями способствовать созданию в стране благоприятного инвестиционного климата для привлечения иностранных инвестиций, а также повышению привлекательности вложения средств в реальный сектор со стороны отечественных инвесторов.

На наш взгляд, стоит еще раз отметить, что именно российские инвесторы должны стать основой экономического роста страны при разумной политике государства в сфере привлечения иностранного капитала. В целом, увеличение объема инвестиций позитивно отразится на состоянии российской экономики – так, рост прямых инвестиций привел бы к усилению конкуренции российским монополиям и обеспечил бы источник капитала помимо ограниченного финансирования, предоставляемого нефункционирующим банковским сектором. Улучшение качественных и количественных показателей портфельных инвестиций повысило бы ликвидность российского фондового рынка и степень его эффективности, а также позволило бы компаниям привлекать средства с помощью механизмов рынка акций и долговых обязательств.

Библиография

Абалкин Л. Спасти Россию. - М., 1999.

Аврущенко Д. К вопросу о правовых гарантиях иностранных инвесторов // Деньги и кредит, 2001, №12.

Андрианов В. Место и роль иностранного капитала в экономике России: объем и структура иностранных инвестиций // Общество и экономика, 2001, №1.

Андрианов В. Место и роль иностранного капитала в экономике России: правовые механизмы инвестиционного процесса // Общество и экономика, 2001, №2.

Андрианов В. Россия на мировом рынке капиталов // Международный бизнес России, 1996, №7.

Андриенко В. Невозможно управлять российским фондом прямых инвестиций, находясь в Лондоне? // Рынок ценных бумаг, 2003, №6.

Бабанова К., Мицкевич В. Фондовые рынки стран Восточной Европы: опыт, полезный для России // Рынок ценных бумаг, №3, 2001.

Березин И.С. Краткая история экономического развития.- М., 1999.

Блохина Т. Рынок институциональных инвестиций: состояние и перспективы // Вопросы экономики, 2000, №1.

Браудер У. Перспективы привлечения портфельных инвестиций на российский рынок ценных бумаг // Рынок ценных бумаг, 2001, №11 (194).

Булатов В. Фондовый рынок в структурной перестройке экономики. - М., 2002.

В Россию с любовью: Западные банки верят в наш фондовый рынок // Ведомости, 2003, №74 (874).

Вавилов А., Трофимов Г. Стабилизация и управление государственным долгом России // Вопросы экономики, 1997, №12.

Вознесенская Н. К вопросу о правовом регулировании инвестиций в России // Государство и право, 2001, №6.

Доронина Н. Комментарий к Закону об иностранных инвестициях. - М., 2000.

Евстигнеев В. Портфельные инвестиции в мире и России: выбор стратегии. - М., 2002.

Инвестиции в России, тенденции, проблемы и пути решения с учетом зарубежной практики. - М., 2000.

Козицын С. Инвесторы пересаживаются во второй эшелон // Ведомости, 2003, N 21 (821).

Коловантин П.М., Рыбаков Ф.Ф. Экономическое реформирование России в XX веке. - СПб., 1996.

Конотопов М.В., Сметанин С.И. История экономики. - М., 1999.

- Копылова Е. Десять заповедей инвесторов в российскую экономику // Банковские технологии, 2000, №5.
- Костяшкин А. Стратегии фондов прямых инвестиций: First NIS Regional Fund Стратегии // Рынок ценных бумаг, 2000, №17 (176).
- Кравченко П. Проблемы и перспективы развития рынка ценных бумаг Российской Федерации // Менеджмент в России и за рубежом, 2000, №2.
- Курьеров В. Иностраннные инвестиции в экономику России в 2002 г. // ЭКО, 2003, №10.
- Макаревич Л. Отечественный и иностранный капитал в российской экономике // Общество и экономика, 2000, № 11-12.
- Маренков Н.Л., Маренков Н.Н. Управление инвестициями российского предпринимательства. - М., 2001.
- Миловидов В. Иностраннные инвестиционные фонды в России: противоречивое начало года // Рынок ценных бумаг, 1998, №2.
- Миркин Я. Рынок ценных бумаг России: воздействие фундаментальных факторов, прогноз и политика развития. - М., 2002.
- Миронов Е. Инвестиционные фонды: борьба концепций за деньги инвесторов // Рынок ценных бумаг, 2000, №1 (160).
- Михеев Ю. Иностраннные фонды: стратегии инвестирования // Банковские технологии, 1998, №7.
- Никологорский Д.Ю. От плана к рынку: институциональные изменения в экономике России. - М., 1997.
- Оверченко М., Мязина Е. Развивающиеся фондовые рынки растут вдвое быстрее, чем в странах "большой семерки" // Ведомости, 2003, №33 (833).
- Плакин В. Кризис инвестиционной сферы российской экономики и пути его преодоления // Вопросы экономики, 1996, №12.
- Правовое обеспечение экономических реформ. Инвестиции. 1999. /Под ред. В.Кузьмина и В.Мазаева. - М., 2000.
- Пять лет ваучерной приватизации: Научно-практический семинар - М.,1997.
- Радыгин А., Энтов Р. Институциональные проблемы развития корпоративного сектора: собственность, контроль, рынок ценных бумаг. - М., 1999.
- Российский статистический ежегодник
- Рубцов Б.Б. Мировые рынки ценных бумаг. - М., 2002.
- Селиванова-Шофф О. Инвестиционные фонды в России - робкое оживление // Рынок ценных бумаг, 2001, №4 (187).

Сенчагов В. Экономическая безопасность: геополитика, глобализация, самосохранение и развитие. - М., 2002.

Хмыз О. Международный рынок капиталов. - М., 2002.

Хмыз О. Привлечение иностранных инвестиций в Россию: Особенности. - М., 2002.

Хорошев С. Реформа собственности // Журнал для акционеров, 1998, N 2 (70).

Хромушин И. Результаты фундаментального исследования деятельности в России инвестиционных фондов // Рынок ценных бумаг, 2001, №4 (187).

Штольте П. Инвестиционные фонды. - М., 1996.

Экономика переходного периода. Очерки экономической политики посткоммунистической России 1991-1997. - М., 1998.

Эпштейн Е. Все собирают деньги: в моду входят фонды прямых инвестиций // Ведомости, 2002, №11.

Makarevich L. Foreign Investors in the Emerging Russian Market. - М., 2003.

Ben Aris Privatization all over again // Euromoney, April 2001.

The New-York Times. - 2002. - 15 jan.

www.akm.ru

www.bloomberg.com

www.imf.org

www.reuters.com

www.rts.ru

www.trustnet.com

Приложение

Наименование фонда	EURO	Изменение стоимости чистых активов на акцию (пай) 29.01.1999- 01.02.2002 г., %	Место в рейтинге S&P Microcap	Дата запуска фонда	Размер фонда на декабрь 2001 г.	Сектор	Юрисдикция фонда
Russian Prosperity		632.46	1	19.09.1996	105.5	Акции Россия и СНГ	<i>Cayman Islands</i>
The Hermitage		225.09	12	21.04.1996	388.25	Акции Россия и СНГ	<i>Guernsey</i>
Griffin Eastern European Fund	01.01.1999/D EM	66.49	3	07.10.1998	66.87	Акции Центральная и Восточная Европа	<i>Eire</i>
Pictet T.F. Eastern Europe P	08.01.1999/D EM	45.52	5	30.06.1995	137.59	Акции Центральная и Восточная Европа	<i>Luxembourg</i>
Schroder Eastern European		35.73	7	14.12.1994	98.71	Акции Центральная и Восточная Европа	<i>Guernsey</i>
UniEM Osteuropa	01.01.1999/D EM	33.59	9	04.10.1994	100.14	Акции Центральная и Восточная Европа	<i>Luxembourg</i>
Baring GUF Eastern Europe		31.21	9	27.09.1996	346.99	Акции Центральная и Восточная Европа	<i>Eire</i>
DWS Osteuropa	01.01.1999/D EM	19.87	14	06.11.1995	117.18	Акции Центральная и Восточная Европа	<i>Luxembourg</i>
ABN AMRO Eastern Europe Eqty	05.01.1999/D EM	15.76	21	16.06.1995	154.57	Акции Центральная и Восточная Европа	<i>Luxembourg</i>
JPMF Emerging Europe Eq A-USD		11.88	24	16.04.1997	73.75	Акции Центральная и Восточная Европа	<i>Luxembourg</i>
Mercury ST Emg Europe A	04.01.1999/D EM	7.73	30	01.01.1996	164.33	Акции Центральная и Восточная Европа	<i>Luxembourg</i>
Pioneer Eastern Europe Eq E	04.01.1999/I TL	6.02	33	30.11.1998	181.85	Акции Центральная и Восточная Европа	<i>Luxembourg</i>
JPMF Eastern Europe Eq A-EUR	04.01.1999/D EM	4.81	37	04.07.1994	362.19	Акции Центральная и Восточная Европа	<i>Luxembourg</i>
Vontobel Fd East Europe Eq B	04.01.1999/D EM	4.32	38	22.08.1994	64.06	Акции Центральная и Восточная Европа	<i>Luxembourg</i>
CS EF (Lux) Eastern Europe	04.01.1999/D EM	1.61	44	26.09.1997	84.54	Акции Центральная и Восточная Европа	<i>Luxembourg</i>
UBS (Lux) EF-Central Europe	01.12.2000/C HF	-10.37	47	30.09.1996	71.08	Акции Центральная и Восточная Европа	<i>Luxembourg</i>
DIT-Dresdner Osteuropa USD		-10.73	20	16.10.1995	191.64	Акции Центральная и Восточная Европа	<i>Eire</i>
DWS Europe Convergence Eq		н. д.	:	14.02.2000	121.44	Акции Центральная и Восточная Европа	<i>Luxembourg</i>
Thames River Nevsky Fund		н. д.	:	20.09.2000	99.99	Хедж-фонд Акции	<i>Cayman Islands</i>
The Novy Tygr A Ord Shares		н. д.	:	13.01.2000	77.5	Акции Россия и СНГ	<i>Cayman Islands</i>
Среднее значение		65.94	17		150.41		

Примечание: в представленной таблице приведены данные о результатах работы за три года и текущем размере 20 ведущих фондов, деятельность которых частично или полностью связана с инвестированием в Россию

Источники: S&P, Рынок ценных бумаг, 2002, №6

