Федеральное государственное образовательное бюджетное учреждение высшего образования
«Финансовый Университет при Правительстве Российской Федерации»

Кредитно-экономический факультет
Кафедра «Финансовые рынки и финансовый инжиниринг»

«Допускаю к защите»
Зав. кафедрой,
проф.Рубцов Б.Б.

_____
(подпись)
«__» _____ _____ года

Выпускная квалификационная (бакалаврская) работа

Холодовой Елены Сергеевны

на тему:

«Современные кризисы фондовых рынков: зарубежная и российская практика»

Направление 080100.62 – «Экономика»
Профиль подготовки – «Финансы и кредит»

Научный руководитель:

к.э.н., доцент
Станик Наталья Андреевна

_____
(подпись)

_____
(подпись автора работы)

Москва – 2015

Содержание

ВВЕДЕНИЕ..... 3

ГЛАВА 1. ТЕОРЕТИЧЕСКИЕ ОСНОВЫ ФОНДОВЫХ КРИЗИСОВ 6

1.1Содержание фондового кризиса 6

1.2. Механизмы переплетения кризисов..... 19

ГЛАВА 2. МЕЖДУНАРОДНЫЙ ОПЫТ ФОНДОВЫХ КРИЗИСОВ 25

2.1. Кризисы на развитых фондовых рынках..... 25

2.2. Кризисы на развивающихся фондовых рынках..... 32

ГЛАВА 3. РОССИЙСКАЯ ПРАКТИКА ФОНДОВЫХ КРИЗИСОВ..... 36

3.1 Хронология кризисных явлений на российском фондовом рынке..... 36

3.2 Факторы кризисной уязвимости российского фондового рынка и пути совершенствования 53

ЗАКЛЮЧЕНИЕ 67

СПИСОК ИСПОЛЬЗОВАННЫХ ИСТОЧНИКОВ 70

Приложение А 73

ВВЕДЕНИЕ

Фондовые рынки прошли многовековую историю развития, и процесс этот продолжается до сих пор. На протяжении всего своего пути рынки ценных бумаг не раз сотрясали кризисы, как специфические, затрагивающие исключительно фондовый рынок, так и циклические, относящиеся к финансовому рынку в целом. Так, с 1887 года произошло 9 мировых финансовых кризисов, количество же фондовых кризисов, произошедших за это время, сложно поддается исчислению, однако, выделим несколько основных фондовых кризисов и крахов[1]XX-XXIвв., т.к. они имеют наибольшую актуальность, а их последствия привели к потрясениям, невиданным на рынке ранее: это кризисы 1901 и 1907 годов, произошедшие в рамках мировых финансовых кризисов и затронувших США и Европу, крах 1914 года (США, Англия, Франция, Германия), кризис на Wall Street 1921года, биржевой крах 1929 года положил начало Великой Депрессии 1929-1933гг., очередной крах Wall Streetслучился в 1937-1938гг. на пороге Второй Мировой войны, Энергетический кризис 1973-1974 повлек за собой резкий обвал стоимости акций в США, Японии, Англии, Франции, Италии и др., вслед за ним следует мировой экономический кризис 1974-1975 годов, следующим значительным событием стал крах в 1987 году фондового рынка США, на падение которого моментально отреагировали крупнейшие фондовые рынки всего мира – упали фондовые биржи Великобритании, Японии, Швейцарии, Канады, Бразилии и т.д., в 1990 году случился резкий обвал индекса Токийской фондовой биржи – Nikkei, в том же году упал рынок спекулятивных облигаций в США, все это сопровождалось банковским кризисом, в 1992 году также наблюдалась фондовая нестабильность, причиной которой во многом послужило начало войны в Персидском заливе, 1997 год ознаменовался падением азиатского фондового

[1] Различие между терминами будет раскрыто в первой главе данной работы

рынка, в 1998 году фондовые рынки вновь оказались нестабильными из-за краха американского хедж-фонда LTCM, дефолт в России также отразился на общемировых настроениях на фондовых рынках, 2000 год – крах «доткомов»[2] на бирже NASDAQ затронул не только США, но и Великобританию, Канаду и Финляндию, в 2002 году серия банкротств потрясла США, вследствие чего началась паника на мировых финансовых рынках, 2008-2009гг. – мировой финансово-экономический кризис, май 2010 – «flash crush»[3] индекс Dow Jonesупал почти на 1000 пунктов в течение одной торговой сессии, август 2011 – повышенная волатильность фондовых рынков по всему миру[4].

Краткий исторический экскурс позволяет легко понять тенденцию, наметившуюся еще в прошлом веке – фондовые кризисы потрясают финансовый рынок все чаще, более того, они носят системные и международный характер, так, проседания на фондовых биржах США моментально находят отражения во всем мире. Принимая во внимание тот факт, что мировой финансовый рынок сейчас находится в процессе глобализации, тенденция учащения и усиления финансовых кризисов (в том числе фондовых) является вполне закономерной – как отраслевые, так и национальные рынки становятся все более зависимыми друг от друга. В сложившихся условиях финансовой нестабильности и учащения фондовых кризисов вопросы о преодолении их последствий приобретают наибольшую актуальность.

Целью данной работы является изучение мирового опыта фондовых кризисов с акцентом на российскую практику.

---

[2]Дотком (dotcom, dot.com) – это компании, чья бизнес-модель полностью основана на работе в сети Интернет. Электронный ресурс URL: http://www.investopedia.com/terms/d/dotcom.asp

[3]Индекс Dow Jonesупал на 9% за считанные минуты, отсюда и название, которое дословно переводится как «моментальный крах»

[4] При подготовке исторического экскурса были использованы материалы:
Миркин Я.М. Финансовый конструктивизм. Электронный ресурс URL: http://www.mirkin.ru/fin-future/part2/11/400-years-of-financial-crises.html
К. Рейнхарт, К. Рогофф. На этот раз все будет иначе. Восемь столетий финансового безрассудства [пер. с англ. Д.Стороженко]. – М.: Карьера-Пресс, 201. – 470с.

Для достижения поставленной цели предполагается рассмотрение таких понятий, как «финансовый кризис», «фондовый кризис», «пузырь», проведение классификации фондовых кризисов и рассмотрение их основных характеристик; анализ механизма переплетения частных кризисов и их причинно-следственных связей.

В дипломной работе были использованы такие общенаучные методы познания, как абстрактно-логический, аналитический, статистический и экономико-математической.

Основой для написания данной работы является находящиеся в свободном доступе статистические данные, статьи, публикации и исследования о фондовых рынках и кризисах, документы, публикуемые государственными и международными институтами, Интернет-ресурсы и прочие информационные источники.

Работа состоит из трех глав. В первой главе будет рассмотрено понятие финансового кризиса и фондового кризиса, как его составляющей, раскрыто его содержание и приведена классификация, представлено сравнение понятия «фондовый кризис» с терминами, используемыми в иностранной литературе, подробно будет рассмотрено понятие «финансового пузыря», как неотъемлемой составляющей фондового кризиса, также. В рамках изучения механизма фондового кризиса предполагается выявление причинно-следственных связей кризисов рынка ценных бумаг, а также каналов распространения финансовой инфекции.

Вторая глава предполагает анализ международной практики фондовых кризисов и выявление причин их возникновения с упором на специфику возникновения и течения кризисов на развитых и развивающихся фондовых рынках.

Третья глава посвящена анализу фондовых кризисов в России и включает описание хронологии событий, идентификацию факторов уязвимости российского фондового рынка, а также меры по преодолению имеющихся проблем.

ГЛАВА 1. ТЕОРЕТИЧЕСКИЕ ОСНОВЫ ФОНДОВЫХ КРИЗИСОВ

1.1Содержание фондового кризиса

Фондовый кризис[5] представляет собой комплексное явление, единого определения которому на сегодняшний день в литературе нет.[6] Кризис рынка ценных бумаг рассматривают как составляющую или предпосылку финансового кризиса, а также как изолированный специфический кризис. Рассмотрение сущности фондового кризиса, как самостоятельного явления невозможно без понимания, что же представляет собой такое понятие, как «финансовый кризис». Сразу стоит отметить тот факт, что и относительного данного термина единого мнения среди специалистов, изучающих финансовые нет.

Для начала обратимся к трактовке термина «кризис». Современная энциклопедия дает следующее определение: «кризис (от греческого krisis - решение, поворотный пункт, исход)– резкий, крутой перелом в чем-либо, тяжелое переходное состояние; острый недостаток, нехватка чего-либо, тяжелое положение.[7]Большой энциклопедический словарь дает практически такое же определение.[8] Таким образом, данный термин включает в себя сразу два аспекта. С одной стороны – это затруднительное положение, т.е. негативный аспект, с дугой стороны, понятие «кризис» подразумевает под собой переходный момент к чему-то качественно-новому, здесь мы можем наблюдать положительный аспект такого явления как кризис, хотя, как правило, при употреблении данного термина, мы подразумеваем именно

---

[5] О специфике употребления терминов фондовый, биржевой кризис и кризис рынка ценных бумаг смотрите далее

[6]Финансовые рынки: электронный учебник. Под ред. С.В.Брюховецкой, Б.Б.Рубцова.– М.: Финансовый университет, кафедра «Финансовые рынки и финансовый инжиниринг»,2013

[7]Современная Энциклопедия, 2000, [Электронный ресурс]. – Режим доступа: URL: URL:http://dic.academic.ru/dic.nsf/enc1p/24870

[8] Большой Энциклопедический словарь, [Электронный ресурс]. – Режим доступа: URL: http://dic.academic.ru/dic.nsf/enc3p/168202

нечто отрицательное и губительное. Так, если мы обратимся к четырехфазной модели экономического цикла (рисунок 1), именно кризис является начальной стадией любого экономического цикла, он является исходной точкой, именно негативные последствия кризисной ситуации создают фундамент для последующих стадий подъёма, развития и достижения объемов производства, превосходящих предкризисные.

Таким образом, рассматривать кризис, с исключительно негативной стороны не совсем верно, т.к. по своей сути кризис – явление закономерное и неизбежное, которое, вслед за негативными последствиями и их преодолением, несет за собой возможность роста и развития.

Перенося вышеизложенное на финансовую сферу, рассмотрим понятие «финансовый кризис».

Учебник «Финансовые рынки», не так давно изданный коллективом преподавателей Финансового Университета, приводит следующее определение финансового кризиса в широком смысле: «это глубокое расстройство финансово-кредитной системы, сопровождающееся процессом ее трансформации, травматической адаптацией к новым условиям, реформированием, приводящим к крупным институциональным изменениям самых важных сегментов»[9] и в узком смысле: «ситуация, когда происходит серьезное нарушение в функционировании на одном из сегментов финансового рынка, которое может запускать широкомасштабный процесс метастазирования кризисных явлений в различных формах на все остальные взаимосвязанные сегменты рынка, сопровождаемое стремительным падением цен финансовых активов, убытками участников рынка, банкротствами финансово-кредитных учреждений…»[10]. Однако Финансово-кредитный энциклопедический словарь дает совсем иную трактовку: «глубокое расстройство функционирования всех основных составляющих финансовой системы страны, финансовый кризис, как правило, выражается в полной

[9]Финансовые рынки: электронный учебник. Под ред.С.В.Брюховецкой, Б.Б.Рубцова.– М.: Финансовый университет, кафедра «Финансовые рынки и финансовый инжиниринг»,2013
[10] Там же

неплатежеспособности основных финансовых институтов и сопровождается «финансовой паникой»…»[11] Здесь мы можем видеть уже институциональное понимание финансовой системы, при таком подходе финансовый кризис ассоциируется с кризисами ликвидности и банкротством кредитных учреждений, происходит замещение понятия «финансовый кризис» на «банковский кризис». Миркин Я.М. трактует финансовый кризис как « кризис, который системно охватывает финансовые рынки и институты финансового сектора, денежное обращение и кредит, международные финансы, государственные, муниципальные, корпоративные финансы…»[12]

В зарубежной практике также существует множество вариаций на тему определения финансового кризиса, к примеру: «финансовый кризис представляет собой нарушения в деятельности финансовых рынков, связанные, как правило, с падением цен на активы и несостоятельностью должников и посредников, которые распространяются на всю финансовую систему, нарушая тем самым способность рынка привлекать и распределять капитал»[13]. В данном определении основной акцент делается на долговую составляющую финансового кризиса. Проблемы с дефиницией возникают в первую очередь из-за того, что нет единого мнения о том, какие элементы включает в себя финансовый кризис.

Так, некоторые специалисты трактуют финансовый кризис, рассматривая его исключительно через призму государственных финансов, выделяя в связи с этим другие виды кризисов.[14] В соответствии с Портером и Айхергрином, главенствующую роль в системе финансового кризиса играет

---

[11]Финансово-кредитный энциклопедический словарь. — М.:— Финансы и статистика. Под общ.ред. А.Г. Грязновой. 2002. [Электронный ресурс]. – Режим доступа: URL: http://finance_loan.academic.ru/1910/

[12]Миркин Я.М. Рынок ценных бумаг. Учебное пособие. М.:— Финансовый университет. – стр. 5

[13]B.Eichengreen, Portes.R.The anatomy of financial crises,1987

[14] Макроэкономика. Теория и российская практика : учебник / под ред. А.Г. Грязновой и Н.Н. Думной.—6-еизд., стер. — М. : КНОРУС, 2011.— с. 107-123

кризис банковского сектора, которому аккомпанируют долговой и валютный кризисы[15]

А.В.Аникин рассматривает финансовый кризис как систему, включающую в себя валютный, банковский, фондовый, долговой, ликвидности бюджетный кризис, кризисы денежного обращения[16]. Я.М. Миркин приводит схожую интерпретацию, выделяя фондовые, долговые, валютные, банковские кризисы, а также кризисы ликвидности.[17]

Многообразие кризисов, как по формам, так и по характеру, привело к тому, что научная концепция фондовых кризисов до сих пор находится в стадии формирования, а исследователи фиксируют различное количество кризисов на одном и том же временном отрезке. Более того, не существует четких критериев идентификации фондовых кризисов, поэтому в современной практике наличие кризисной ситуации констатируется участниками рынка, а не определяется аналитическим методом.[18]

Под фондовым кризисом понимают «нарушение функционирования фондового сектора финансового рынка, сопровождаемое падением курсов ценных бумаг, уменьшением спроса и увеличением их предложения, остановкой (прекращением) работы рынков долговых обязательств, снижением ликвидности рынка, уменьшением операций (сокращением объема сделок), ростом транзакционных издержек, изменением состава операторов рынка, банкротством компаний − участников рынка, увеличением спрэда процентных ставок, ростом премий за риск по всем классам ценных бумаг»[19]

---

[15]B.Eichengreen, Portes.R.Theanatomyoffinancialcrises,1987,p.5

[16]Аникин А. В. О типологии финансовых кризисов // Вестник Московского университета. Сер. 6, Экономика. - 2001. - N 4.

[17]Миркин Я.М. «Национальный доклад: Риски финансового кризиса в России: факторы, сценарии и политика противодействия» - М.: Финакадемия, 2008.-.стр 6-7

[18]СтаникН.А.Кризисы на рынке ценных бумаг: характерные черты и методы ранней идентификации. Диссертация на соискание ученой степени кандидата экономических наук. М.: – Финансовый университет, 2013.

[19]Там же

В российской литературе используется несколько понятий – фондовый и биржевой кризис, а также кризис рынка ценных бумаг. Первые два термина являются синонимами, т.к. речь идет об организованной торговле ценными бумагами – акциями и облигациями. А вот третий термин несколько отличается и имеет более широкое значение. До 70-х годов, резкие падения курсов и значительное сокращение объемов торгов именно этими бумагами принято было считать фондовым или биржевым кризисами. Но с появлением новых финансовых инструментов и с развитием внебиржевой торговли, рынок ценных бумаг значительно изменился. Таким образом, при рассмотрении кризиса на рынке ценных бумаг, необходимо также учитывать ситуацию на внебиржевых рынках. При таком подходе понятия фондовый и биржевой кризис перестают соответствовать своему содержанию, кроме того, данные термины используются обычно именно для характеристики ситуации именно на рынке акций. В данной работе акцент делается именно на рынке акций, поэтому целесообразно использовать все три термина как тождественные.

Важно также отметить, что в зарубежной литературе вместо понятия «фондовый кризис» встречаются такие термины, как рыночная нестабильность (market distress), стресс на рынке акций (equity stress),биржевая паника (financial market panic), биржевой крах (crash) и другие.[20]Особое внимание стоит уделить тому факту, что термины «крах», «паника», «стресс» и кризис являются очень близкими по значению, однако в рамках данной работы под термином «крах» подразумевается внезапное и масштабное падение курсов ценных бумаг, который является одним из этапов фондового кризиса, а термин «паника», в свою очередь, тот момент, когда падения курсов являются самыми глубокими. Таким образом, крах и паника являются признаками существования на рынке кризисной ситуации.

[20]СтаникН.А. Кризисы на рынке ценных бумаг: характерные черты и методы ранней идентификации. Диссертация на соискание ученой степени кандидата экономических наук. М.: – Финансовый университет, 2013.

Возникновение кризиса тесно связано с наличием финансовой неустойчивости, или шока, происходящего извне (например, резкий рост процента), которые в последствие приводят к финансовой нестабильности. В такой ситуации ярко проявляются макрофинансовые диспропорции, перегрузка компаний заемными средствами, избежание кредиторами рисков (рис.1)

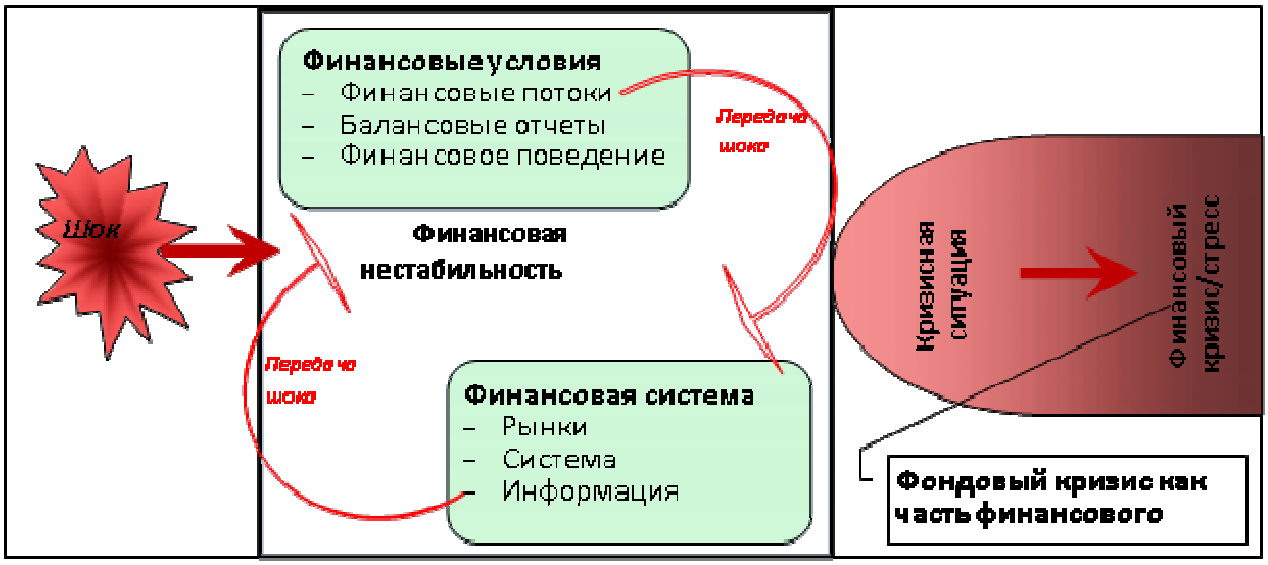

Рис.1 Финансовая нестабильность как предпосылка кризиса.*

* Источник: Станик Н.А. Кризисы на рынке ценных бумаг: характерные черты и методы ранней идентификации. Диссертация на соискание ученой степени кандидата экономических наук. М.: – Финансовый университет, 2013.

Таким образом, фондовый кризис может послужить спусковым крючком начала полномасштабного финансового кризиса, а может так и остаться специфическим.

Первоначальное состояние финансовой сферы определяет силу и глубину проявления финансового кризиса. Так, если доля заемных средств достаточно велика, а кредиторы, напуганные фондовым кризисом поднимут процентные ставки, то вероятность возникновения финансовой нестабильности очень велика. Еще одним немаловажным фактором является то, какие действия предпримет государственный регулятор. В независимости от того, является ли экономика страны развивающейся или рыночной, в кризисных ситуациях действия властей имеют определяющее решение.

Вмешательство центрального банка может сгладить последствия кризиса и ограничить их негативное влияние.

В процессе анализа истории фондовых кризисов становится очевидным, что чаще всего их причиной становятся финансовые пузыри.

Пузырь приводит к фондовому кризису в том случае, если происходит быстрое падение, т.е. пузырь схлопывается и происходит резкое снижение цен.

В качестве фаз фондового кризиса можно выделить фазу резкого раздувания пузыря, т.е. момент перехода рынка из роста в состояние перегрева, а затем – фазу краха рынка.[21]

Первые финансовые пузыри датируются XVII-XVIIIвв. Это так называемая «тюльпаномания» в Голландии 1634-1637гг., атак же печально известная Компания Южных морей в Англии.

Исследование такого феномена, как финансовый пузырь ведется еще с момента их первого появления, однако, теория финансовых пузырей пока не создана, вместо нее существует несколько отдельных направлений исследований в этой области.

В первую очередь тематику пузырей изучают в рамках психологии и социологии с точки зрения маниакального поведения толпы. Одной из самых известных работ в этой области является труд Чарльза Маккея (CharlesMackey) «Наиболее распространенные заблуждения и безумства толпы», в которой финансовые мании рассматриваются в той же плоскости, что и поиски философского камня или охота на ведьм, другие работы, например, «Мнение толпы» «Мнение толпы» (1901) Габриэля Тарда (GabrielTarde) носят более научный подход и ищут причины стадного поведения. Социологи же пытаются понять, как давление со стороны

[21]Согласно исследованию, проведенному Н.А. Станик в Диссертации «Кризисы на рынке ценных бумаг: характерные черты и методы ранней идентификации» под фазой роста понимается повышение фондового индекса от 20% и выше от дна до пика, при превышении темпом прироста значения 50%, рынок переходит в состояние перегрева.

общественности может заставить отдельного индивида следовать мнению большинства, даже если это мнение не верно.

Существует множество работ, анализирующих пузыри с исторической точки зрения. Где-то между социолого-психологическим и историческим подходом находится работа Чарльза Киндлебергера (CharlesKindleberger) «Мании, паники, крахи: история финансовых кризисов», возведенная в ранг классики финансовой литературы.

Специалисты в области бихевиористских финансов, а также макроэкономисты также не оставили проблему финансовых пузырей без внимания; и конечно же математики и даже физики начали работу над этой проблемой, т.к. представляется возможным применить к пузырям инструментарий, разработанный в рамках теорий катастроф и хаоса.

Таким образом, проблема финансовых пузырей касается сразу нескольких фундаментальных областей науки, поэтому отсутствие единой теории является вполне объяснимым.

Финансовый пузырь это явление на финансовом рынке, когда оценка стоимости некоторых активов участниками рынка значительно превышают их справедливую цену. Если рассматривать это явление графически, то это резкое отклонение курса товара/услуги/блага вверх от исторического тренда с последующим обвалом.

Посредством институционального анализа[22] пузыри можно разделить на три типа. Первый тип возникает при попытке устранить недостаточность финансирования, когда все инвестиции идут на покрытие предыдущих долгов. Второй тип пузырей возникает на благоприятной почве, когда участники рынка уверены в какой-либо отрасли и вкладывают в нее все свои средства. Как правило, такой пузырь связан с завышенными ожиданиями инвесторов и возникает на новых рынках, при этом переоценивается значение будущего дохода. Третьим и самым распространенным видом

[22]Кохен Д. Психология фондового рынка: страх, алчность и паника : Пер. с англ. - М. :СмартБук, 2009.

являются спекулятивные пузыри. Остановимся на их рассмотрении более подробно, т.к. именно они чаще всего служат причиной возникновения фондового кризиса.

Спекулятивный пузырь может быть любых объемов и масштабов. Он является самым простым явлением на рынке, отличительной характеристикой которого является всеобщая эйфория относительно успешности рынка, естественно сопровождающаяся ростом цен на нем. Еще одним признаком является резкий рост количества участника данного рынка, среди которого появляется множество неопытных игроков, которые следуют «эффекту толпы», тем самым все сильнее раздувая пузырь. Помимо «эффекта толпы» к причинам появления финансовых пузырей можно отнести азарт участников финансового рынка. Оценить азартность индивидуальных инвесторов достаточно сложно, однако можно предположить, что именно она заставляет инвесторов следовать за толпой, имея недостаточное количество информации. Последней причиной по порядку, но не по значимости, можно назвать слухи, которые создают идеи, а идеи, как известно, порождают действия.

Теперь, имея представление о природе финансовых пузырей, рассмотрим подробнее фазы фондового кризиса, схематично он изображен на рисунке 2.

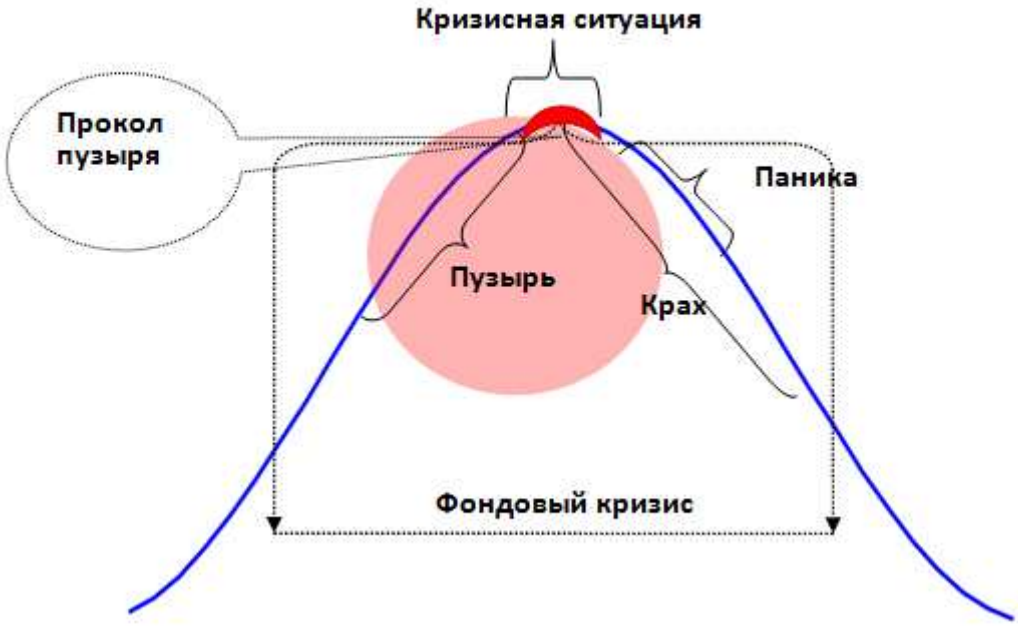

Рис.2. Схематичное изображение фондового кризиса*

* Источник: Станик Н.А. Кризисы на рынке ценных бумаг: характерные черты и методы ранней идентификации. Диссертация на соискание ученой степени кандидата экономических наук. М.: – Финансовый университет, 2013.

Кризисная ситуация –это точка потенциально возможного фондового кризиса. Именно в этот момент обычные условия деятельности рынка нарушаются, в любой момент может последовать крах рынка, под которым понимается внезапное и масштабное падение курсов акций. Крах выступает как фаза кризиса, а паника – его наиболее острый момент.

Таким образом, стержнем фондового кризиса является именно пузырь, прокол которого ведет к панике и краху на рынке.

Для наилучшего понимания проблематики фондовых кризисов необходимо рассмотреть их подробную классификацию. Классификация является достаточно широкой и включает в себя несколько классификационных признаков, таких как: масштаб проявления (или географический), уровень развитости рынка, длительность и глубина и т.д. Наиболее наглядно вид группы классификации представлены в таблице 1:

Таблица 1. Классификация фондовых кризисов*

Признак классификации	Вид фондового кризиса
По масштабам проявления кризисных явлений	-локальный; -региональный; -международный; -мировой (глобальный).
По страновой принадлежности	-на развитых рынках; -на формирующихся рынках.
По длительности и глубине	-мягкие кризисы; -жесткие кризисы.
По сфере обнаружения	-на рынке долевых бумаг; -на рынке долговых бумаг.
По своей связи с циклической динамикой	-циклический;

Признак классификации	Вид фондового кризиса
экономического развития	-специфический.
По своей связи с кризисными явлениями в социально-экономической системе	-независимый; -комплексный.
По своей связи с кризисными явлениями в других сегментах финансового рынка	-как часть финансового; -как самостоятельный.

* Источник: Станик Н.А. Кризисы на рынке ценных бумаг: характерные черты и методы ранней идентификации. Диссертация на соискание ученой степени кандидата экономических наук. М.: – Финансовый университет, 2013.

Итак, рассмотрим каждую группу и вид более подробно.

В зависимости от масштаба проявления различают следующие виды фондовых кризисов:

Локальный фондовый кризис – кризис, который охватывает только одну страну, факторы таких кризисов имеют исключительно страновую специфику.

Относительно количественного измерения локальных фондовых кризисов в литературе встречается несколько подходов. В соответствии с одним из них, наступление фондового кризиса (краха)[23] констатируется тогда, когда дневное возмещение (daily return) лежит ниже 5-го (95-го) квантиля эмпирического распределения прибыли за полный период выборки.[24]

Региональный фондовый кризис – кризис, охватывающий более трех или четырех стран. Так, в Латинской Америке, Азии, США или Европейском союзе кризисная ситуация возникает в том случае, если соответствующий региональный индекс имеет дневное возмещение (daily return) ниже 5-го (95-го) квантиля эмпирического распределения возмещения. Кроме того, в странах Латинской Америки и Азии региональный сбой происходит в том

[23]Важно отметить, что в исходном источнике употребляется термин «crash»
[24]Bae, K., Karolyi, A., and Stulz, R. (2003). A New Approach to Measuring Financial Contagion. Review of Financial Studies, 16:p.723

случае, когда четыре и более стран в регионе имеют показатели, описанные ранее.[25]

Существует и другой подход, в соответствии с которым, при определении региональных фондовых кризисов в расчет нужно брать не только фактическое падение регионального ценового индекса, но и тип рынка, к которому относится тот или иной регион. Команда J.P. Morganв своем исследовании приводит следующее определение: «Мы определяем обвал фондового рынка в качестве события, когда ценовой индекс в регионе снижается по отношению к историческому максимуму на 20% и более для развитых рынков и на 35% и более для развивающихся рынков» [26]

Международный фондовый кризис –это явление, характеризующееся синхронизацией кризисов в нескольких странах мира из разных регионов (по крайней мере один регион должен относиться к развитым рынкам)[27].

Глобальный (мировой) фондовый кризис – кризисное явление на фондовых рынках, происходящее в составе полномасштабного мирового финансово-экономического кризиса, затрагивающего один или более глобальных финансовых центров[28].

По страновой принадлежности выделяю, как уже было указано выше, кризисы на развитых и развивающихся рынках. Такая классификация связна в первую очередь с тем, что развивающиеся рынки менее устойчивы, из-за чего одни и те же факторы, оказывающие негативное влияние на рынок будут иметь меньшее количественное измерение для развивающихся рынков, а проседание на них произойдет, наоборот, большее. Более того, для развивающихся рынков характерны специфичные кризисные ситуации, которые редко можно встретить на развитых рынках. Это, например, бегство

[25] T. Markwat, E. Kole, D. Van Dijk //Contagion as Domino Effect in Global Stock Markets Econometric Institute, Erasmus University Rotterdam, April 3, 2009, p.6-7

[26]S. Patel and A. Sarkar Crises in Developed and Emergin Stock Markets, p.5

[27]T. Markwat, E. Kole, D. Van Dijk //Contagion as Domino Effect in Global Stock Markets Econometric Institute, Erasmus University Rotterdam, April 3, 2009, p.6-7

[28] В качестве глобальных финансовых центров рассматриваются страны, имеющие значительную (или доминирующую) долю общемирового ВВП, а также имеющие как непосредственное, так и опосредованное влияние на финансовые потоки других стран.

нерезидентов, которое влечет за собой существенный отток капитала; эффект домино, из-за которого кризис в одной отрасли быстро перекидывается на соседние и, как следствие, ввергает в стресс экономику в целом; очищающие кризисы, которые выводят с рынка наиболее слабых и неустойчивых игроков, позволяя тем самым укрепить свои позиции сильным участникам рынка.

По длительности и степени воздействия на экономику можно выделить мягкие и жесткие кризисы. Мягкие кризисы, как правило, не ведут к масштабным последствиям, падение фондовых показателей носит резкий, но непродолжительный характер, экономика в целом восстанавливается и возвращается к докризисным показателям в течении трех лет. Жесткие кризисы имеют еще более негативную природу и носят серьезные финансово-экономические последствия, характеризуются резким и глубоким падением фондовых индексов, с последующим их медленным восстановлением, основные макроэкономические показатели возвращаются к тренду более чем через три года.

Рассматривая взаимосвязь фондовых кризисов с общей циклической динамикой экономического развития, можно говорить о том, что фондовый кризис может опережать экономический цикл, следовать за ним или совпадать, ускоряя при этом или замедляя динамику его определенных фаз. В том случае, если кризис совпадает с экономическим циклом принято говорить о циклическом кризисы рынка ценных бумаг. Он характеризируется наличием нестабильности и снижением цен на фондовые активы, которые ведут к банкротству большого числа участников рынка. Источником такого кризиса является спад в развитии экономики, соответствующий определенной фазе экономического цикла, фондовый рынок, в свою очередь, следует за общеэкономическим трендом, проявляя тем самым свою цикличность во взаимосвязи со всей экономикой. Рынок ценных бумаг, как часть экономики, следует циклам экономического развития, только уже своим собственным, специфическим. В связи с этим, фондовый кризис может

проявлять как специфический, вне зависимости от общего состояния экономики. Он протекает самостоятельно и имеет узкий характер, и, как правило, вызван исключительно финансовыми факторами. Такие кризисы не имеют влияния на общий экономический цикл и не могут прервать существующую фазу, хотя вполне могут замедлить или снизить ее качественный уровень.

Таким образом, фондовый кризис может выступать как самостоятельное явление и далеко не всегда сопровождается наличием экономического кризиса, с другой стороны, полномасштабный экономический кризис чаще всего будет сопровождаться кризисной ситуацией на фондовом рынке.

Кризисные явления в социально-экономической сфере могут сопровождаться кризисом на рынке ценных бумаг, т.е. он может быть кризисом внутри кризиса или переплетаться с кризисными явлениями в социально-экономической, политической духовной и культурной сферами.

Чаще всего фондовый кризис является частью финансового кризиса и взаимодействует с кризисными проявлениями в других его сегментах, например банковском, валютном, долговым и т.д, но, как уже было отмечено выше, может иметь абсолютно самостоятельный характер.

1.2. Механизмы переплетения кризисов

Как уже было сказано выше, кризисы на финансовых рынках могут носить локальный (самостоятельно) характер, а могут и переплетаться друг с другом, именно в данном случае последствия этих кризисов носят наиболее тяжелый характер. В виду тесной взаимосвязи элементов финансово-кредитной сферы, кризис одного из ее звеньев может послужить началом цепной реакции, последствием которой могут стать как кризисы в других сегментах финансовых рынков (так, фондовый кризис может повлечь за собой банковский и долговой кризисы), а также кризисы на других территориях (например, банковский криз в США 2008 года, начавшийся с

банкротства одного из крупнейших инвестиционных банков Lehman Brothers, стал одной из причин дефолта целой суверенной страны – Исландии)

На сегодняшний день наиболее изученными являются валютные, банковские, долговые кризисы, а также кризисы ликвидности причем, как по отдельности, так и во взаимодействии друг с другом. Так, экспертами Международным Валютным Фондом был проведен количественный анализ самостоятельных, двойных и тройных кризисов (рис.3)[29]

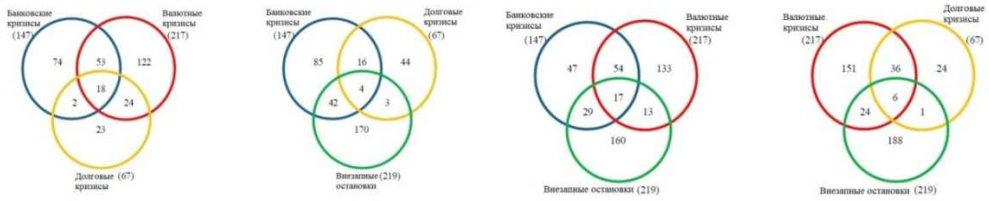

Рис.3 Переплетение финансовых кризисов*

*Источник: Доклад МВФ Claessens, Stijn; Kose, M. Financial Crises: Explanations, Types andImplications, 2013. : [Электронный ресурс]. – Режим доступа: URL: http://www.imf.org/external/pubs/cat/longres.aspx?sk=40283.0 стр. 60

Допустим, что истоки кризиса лежат в банковской сфере, т.к. несколько крупнейших банков оказались под угрозой неплатежеспособности своих важных клиентов, к примеру, нефтяных компаний, из-за резкого падения стоимости нефти на мировом рынке. Такой сценарий вполне вероятен в ближайшем будущем, цены на нефть уже упали в два раза, а учитывая тот факт, что 2 апреля 2015 года было подписано предварительное соглашение о снятии с Ирана, который является четвертой страной в мире по запасам нефти, ограничений на экспорт этого вида ресурсов уже к 30-му июня, по мнению аналитиков, грозит очередным обвалом цен на нефть. Одно только появление этой новости в прессе способствовало падению цены Brent на 5.4%.[30]Далее последует отток вкладов из банков, т.к. их держатели

[29]Доклад МВФ Claessens, Stijn; Kose, M. Financial Crises: Explanations, Types and Implications, 2013. Электронный ресурс. URL: http://www.imf.org/external/pubs/cat/longres.aspx?sk=40283.0стр 60

[30]Bloomberg Business «Iran Moves Closer to Restoring Oil Exports on Nuclear Accord» от 3 апреля 2015. [Электронный ресурс]. – Режим доступа: URL: http://www.bloomberg.com/news/articles/2015-04-02/iran-moves-closer-to-restoring-oil-exports-after-nuclear-accord

захотят огородить себя от рисков, как следствие, у банка возникают проблемы с ликвидностью, у банков-партнеров также начинают появляться проблемы. Дальше все идет по нарастающей – банки повышают спрос на денежные средства, риски растут, как следствие, повышаются кредитные ставки, денежные средства становятся еще менее доступными, а проблемы с ликвидностью все более серьезными, все большее количество банков испытывает затруднения, банковская система перестает эффективно функционировать, на лицо банковский кризис. Ситуация все ухудшается, в состоянии нестабильности вкладчики спешат забрать свои депозиты из как можно большого количества банков, что вновь усугубляет ситуацию с ликвидностью, за всем этим следует серия банкротств. Дальше в игру вступают валютные рынки. Изъяв денежные средства из банков вкладчики, а также инвесторы идут именно на них, ведь дестабилизация банковского сектора угрожает курсу национальной валюты. Спрос на резервные и твердые валюты увеличивается, что ускоряет процесс падения национальной валюты. Центральный банк, в попытках поддержать национальную валюту, тратит все больше и больше средств, истощая при этом золотовалютные резервы. Сложившаяся ситуация позволят говорить о валютном кризисе в стране. Дальше начинается так называемое «бегство нерезидентов» - иностранные инвесторы стараются вывести свои средства из нестабильной экономики, этот процесс сопровождается конвертацией валют, с учетом объемов инвестиций обычно это создает дополнительное давление на национальную валюту и золотовалютные резервы страны. Значительная часть иностранных инвестиций вкладывается в акции национальных эмитентов, закрытие портфелей иностранных инвесторов приводит к резкому всплеску продаж на рынке ценных бумаг, а, как правило, участники рынка предпочитают следовать тренду – «trend is my friend», на рынке царствуют медведи, котировки падают, а вместе с ними уменьшаются и фондовые индексы. Кризисное состояние банковского сектора также находит свое отражение на фондовым рынке, акции банков также торгуются на рынке, а в

кризис, естественно, цена на них резко уменьшается. Так же вспомним, что создание модели развития кризиса мы начали с упадка нефтедобывающих компаний вследствие снижения цен на нефть. Важно понимать, что в некоторых странах (в том числе и в России) акции таких компаний превалируют на фондовом рынке, и отклонение в их стоимости немедленно и весьма заметно отразится на фондовом индексе. Конечно, кто-то без сомнений сможет извлечь выгоду из кризисной ситуации на рынке, но большинство инвесторов, а том числе институциональные, к которым относятся различные фонды и страховые компании, а также профессиональные, в числе которых находятся уже испытывающие большие трудности банки, вложения которых в рынок являются наибольшими относительно других участников, понесут крупные потери. Особенно подвержен риску внебиржевой рынок, профессиональные участники, заключившие крупные форвардные и опционные сделки, а также своп соглашения, терпят колоссальные убытки и уходят с рынка, выводя свои капитала, и, тем самым, рождая панику, за которой следует значительное обрушение котировок. Компании сталкиваются с проблемой привлечения средств – высокие кредитные ставки делают банковские займы недоступными для большинства компаний, выпуск облигаций также не является надежным средством получения финансирования, т.к. кризис на рынке ценных бумаг не позволит найти покупателей облигаций даже для компаний с высоким рейтингом, по той же причине не имеет смысла дополнительный выпуск акций или IPO[31]. В сложившейся ситуации проведение реструктуризации долга также усложняется. На этом этапе зарождается долговой кризис. В качестве залога по обязательствам, компании зачастую предоставляют пакеты акций, оценка которых происходит именно по рыночной стоимости, из-за чего при падении курса этих акций залогового обеспечения становится недостаточно, и кредиторы требуют внесения дополнительного обеспечения. В виду усложнения

[31]IPO(Initial Public Offering) - первоначальное публичное предложение акций

получения новых кредитов и реструктуризации долга, а также в объективной невозможности увеличить обеспечение, компании сталкиваются с неплатежеспособностью.

Таким образом, возникновение кризисных ситуаций в отдельных секторах финансового рынка приводит к перекрестному влиянию их последствий: проблемы валютного, долгового рынка и рынков ценных бумаг оказывают все большее негативное влияние на банковский сектор, а проблема изначальной неплатежеспособности их некоторых клиентов отходит на второй план в виду наличия более серьезных проблем. Кризис развивается по принципу домино или цепной реакции[32], т.е. когда негативные последствия в одном из секторов перерастают в несколько цепочек причинно-следственных связей и провоцируют затруднения в других секторах, а потом возвращаются к тому сектору, в котором начались затруднения, еще более усугубляя его положение.

Теперь рассмотрим последовательность кризисных явлений, при которой кризис впервые возникает именно на рынке ценных бумаг. То есть предположим, что на рынке какого либо актива существует пузырь, например, на рынке акций высокотехнологичных компаний, как это было в 2000 году, когда случился кризис «dotcom». Акции этих компаний обеспечивали достаточно высокий доход при относительно низком уровне риска, что делало их весьма привлекательным инвестиционным инструментом. Спрос на такой инструмент быстро становится достаточно высоким и с течением времени только ускоряет темпы роста. Постепенно, рыночная стоимость актива начинает значительно превышать свою реальную стоимость – рынок отрывается от реальности и затем происходит обвал (либо резкий, либо постепенный, в зависимости от сложившейся ситуации), после которого ситуация развивается аналогично рассмотренному выше примеру. Падения рынка какого-либо актива ведет к убыткам и банкротствам

[32] T. Markwat, E. Kole, D. Van Dijk //Contagion as Domino Effect in Global Stock Markets Econometric Institute, Erasmus University Rotterdam, April 3, 2009

участников этого рынка, панике и кризису на всем рынке ценных бумаг. В виду тесных взаимосвязей между профессиональными участниками рынка, проблемы некоторых из них быстро сказываются на остальных. Фондовые индексы падают, инвесторы стремятся как можно быстрее вывести капитал с рынка и из страны, провоцирую тем самым падение национальной валюты, вслед за которой рост процентных ставок и дестабилизация всей банковской системы.Margin calls и возросшие процентные ставки ведут к проблемам на долговом рынке. В данном случае вновь возникает финансовый кризис, затрагивающий несколько секторов финансового рынка, хотя изначально кризисная ситуация затрагивала только один из секторов.

Данные примеры описывают развитие кризисных явлений на национальных рынках, однако на практике кризисы какого-либо финансового сектора редко остается изолированным и чаще всего перекидывается на иностранные рынки. Особенно это характерно для фондовых кризисов, так как участники различных фондовых бирж беспрерывно обмениваются информацией и придерживаются одних и тех же трендов в торговле. Именно информация является одним из каналов, так называемых финансовых инфекций[33]. В зависимости от того, какую роль играет та или иная страна на фондовом рынке, масштабы распространения финансовой инфекции будут различными. Так, при значительном падении фондовых индексов США вероятнее всего найдет отражение по всему миру. Другим примером можно назвать Бразилию. Не смотря на то, что эта страна не играет ведущей роли в мировой финансовой системе, кризис одного из её финансовых секторов, например, фондовый кризис, непременно окажет воздействие на страны Латинской Америки, а возможно, и на участников БРИКС. Второй причиной распространения финансовой инфекции являются тесные и торговые и финансовые связи между странами, сложившиеся в ходе международной финансовой глобализации. Еще одним каналом финансовой

[33] В иностранной литературе используют термин «contagion», однако единого мнения по поводу перевода данного термина на русский язык не сложилось, но чаще всего встречаются такие термины, как «инфекция» или «эпидемия».

инфекции являются шоки, которые влияют практически на все страны мира, например, это изменение цен на нефть или курсов доллара и евро.

Таким образом, исходя из теоретического анализа, проведенного в первой главе данной работы, мы сделали вывод о том, что возникновение фондовых кризисов может быть причиной действия следующих механизмов:

- Кризиса ликвидности;
- Мыльного пузыря;
- Спекулятивной атаки.

Однако история возникновения фондовых кризисов дает нам основание утверждать, что глубинные причины их возникновения могут определяться степенью развития фондового рынка той или иной страны. Анализ наиболее значительных кризисных явлений на фондовых рынках развитых и развивающихся стран, будет представлен во второй главе, на основе чего сделаны выводы относительно причин их возникновения.

ГЛАВА 2. МЕЖДУНАРОДНЫЙ ОПЫТ ФОНДОВЫХ КРИЗИСОВ

2.1. Кризисы на развитых фондовых рынках

Развитые фондовые рынки по определению являются более устойчивыми, для них не характерна высокая волатильность, риски не представляются очень высокими (конечно, это зависит от отрасли, но мы анализируем ситуацию в целом), соответственно, плата за риск в виде прибыли также является меньшей по сравнению с развивающимися рынками.

В виду всех этих факторов, причины возникновения кризисов на развитых фондовых рынках также обладают собственной спецификой.

За основу анализа были взяты события, происходящие на фондовых биржах США, т.к. именно они задают тренд для бирж других стран.

Итак, в ходе работы удалось идентифицировать следующие причины фондовых кризисов на развитых рынках:

- Эффект «горячих денег»
- Ошибки рынка

- Тесная взаимосвязь мировых фондовых рынков
- Кредитная накачка экономики
- Развитие неконтролируемого рынка деривативов

«Горячие деньги»

Неограниченный прилив капиталов в какую-либо отрасль рано или поздно приводит к формированию пузыря активов. Классическим примером такой ситуации является спекулятивный пузырь на рынке «доткомов», формировавшийся с конца 90-х годов прошлого века и лопнувший 10-го марта 2000 года.

Развитие этого пузыря может продемонстрировать динамика индекса NASDAQ, который представляет собой композитный индекс высокотехнологичных компаний.

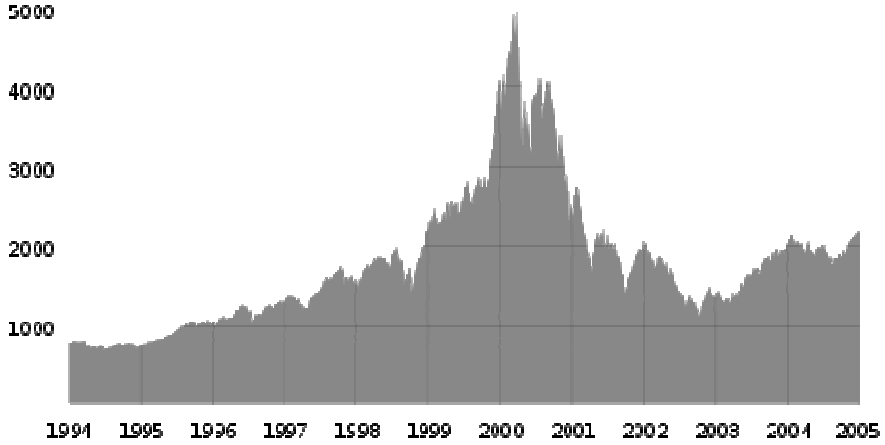

Рисунок 4. Динамика индекса NASDAQ Comp. 1994-2008 гг.*

* Источник: [Электронный ресурс]. – Режим доступа: URL: http://www.tradingeconomics.com/ .

На графике видно, что в 1998г. после небольшого падения начался резкий спекулятивный рост (рис.4). Стоит отметить, что 2-х летний период крайнего перегрева рынка приходился именно на момент активного оттока капиталов из развивающихся стран, которые в это время были охвачены кризисом.

Таким образом, инвестиции переместились с чрезмерно рискованных развивающихся рынков на новые рынки развитых стран. Здесь мы можем наблюдать явление под названием «горячие деньги», смысл которого заключается непосредственно в быстром перемещении краткосрочных спекулятивных масс денежных средств с одного рынка в другой.

Инвесторы с большим энтузиазмом вкладывали средства в компании главным образом ориентированные на продажи товаров и услуг через сеть Интернет. Получая стабильное финансирование с фондового рынка эти компании направляли полученные средства на достижение маркетинговых целей, а не для решения производственных задач. Интернет-компании сформировали собственную инновационную бизнес модель, основанную на инвестициях в маркетинг, которые в принципе не могли окупиться.

Таким образом, приток «горячих денег» обусловил надутие пузыря на рынке «доткомов» и возникновению кризисной ситуации. Направление же потоку капиталов задала ошибка рынка, заключающаяся в его неспособности верно оценить новый тип компаний.

Ошибки рынка

Почему же сформировалась мода на инвестиции в высокотехнологичный сектор и почему инвесторы продолжали вкладываться в него вопреки всем законам логики? Дело в том, что интернет-компании представляли собой совершенно новое для рынка явление. Компаний подобного формата не существовало до середины до 90-х годов прошлого века и, соответственно, не существовало моделей их справедливой оценки.

Вне зависимости от выручки, прибыли, размера активов, интернет-компании пользовались невероятной популярностью у инвесторов, курсовая стоимость их акций постоянно росла. Усилия брокерских фирмы, оптимистические прогнозы аналитиков, обзоры и исследования финансовой прессы, все это только подогревало интересы инвесторов. На рынке сложилось мнение, что высокотехнологичные компании являются представителями «новой экономики» и обладают особой финансовой

природой, поэтому критерии стандартного финансового анализа и оценки к ним не применимы, т.к. должна быть сделана поправка на то, что уже в ближайшем будущем этот бизнес должен приносить невообразимые прибыли.

На практике это привело к тому, что инвесторы с готовностью вкладывались в акции любых компаний, объявлявших о своей принадлежности к «доткомам» и электронной коммерции. По сути же, использование неверных входных данных в моделях оценки акций привели к колоссальным разрывам между реальной стоимостью компаний, обусловленной их активами и рыночной стоимостью. Приведем несколько наглядных примеров. В этот период капитализация по рынку NASDAQ превышала чистую прибыль более чем в 200 раз, а для отдельных представителей рынка, например для компании Yahoo! Данный показатель составлял 1200 раз и более. Получается, что инвесторы на фоне всеобщей эйфории приобретали активы, которые были способны окупиться только через 1200 лет. Кроме как «ошибкой» такое поведение никак нельзя назвать. На полную оторванность оценок рынка от реальности указывает и тот факт, что с 1992 по 1999 год стоимость одной акции интернет-провайдера America Online выросла в 925 раз. В результате в 1999 году компания America Online, несмотря на минимальный размер своих балансовых активов, по капитализированной стоимости превосходила весь российский рынок акций на высшей точке его взлета и стоила в четыре раза больше, чем крупнейший мировой производитель автомобилей - корпорация General Motors.

Таким образом, массовая мания привела к перегреву рынка NASDAQ, отрыву цен на акции от их реальной стоимости, а затем – к резкому снижению курсов акций компаний «новой экономики» в результате так называемой «весенней распродажи». Последствия падения рынка NASDAQ позволяют выделить следующую причину возникновения фондовых кризисов, характерную как для развитых, так и для развивающихся рынков – их взаимозависимость.

Взаимозависимость мировых фондовых рынков.

Вслед за акциями компаний котирующихся на NASDAQ упали котировки голубых-фишек, устойчиво работающих на Нью-Йоркской фондовой бирже, в свою очередь, эти события привели к цепной реакции снижения котировок на биржах Западной Европы, а также стали причиной длительного падения рынка ценных бумаг по всему миру в 2001-2003гг. На графике мы можем видеть динамику фондовых индексов развитых стран – Германии, Великобритании и Японии (рис.5)

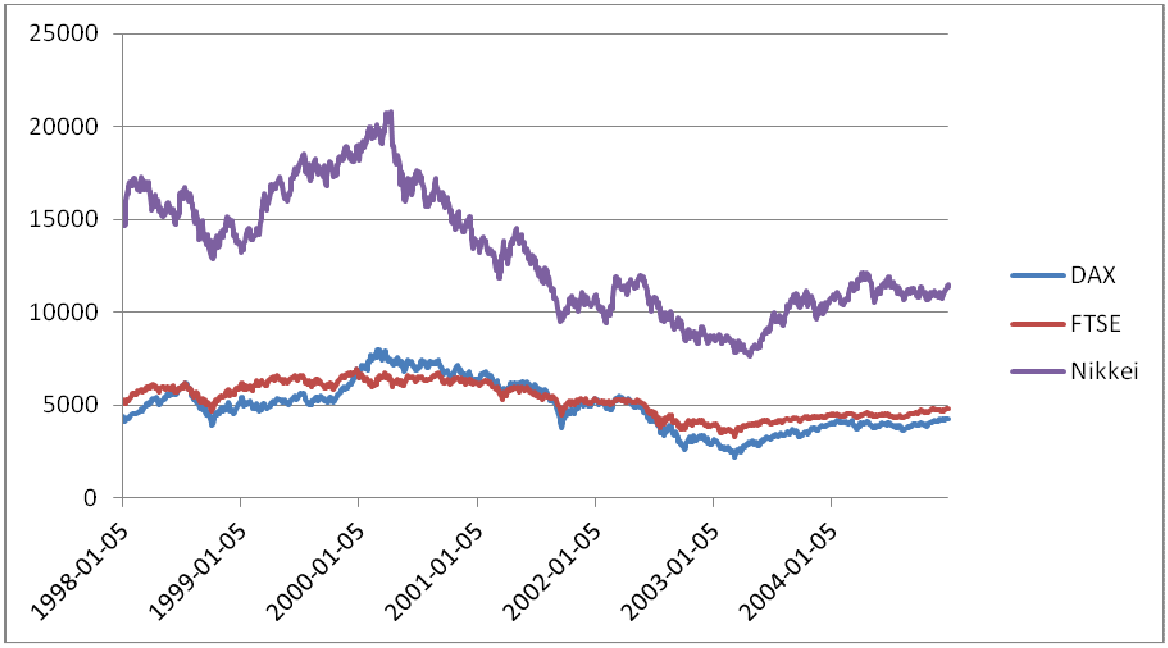

Рисунок 5. Динамка индексов DAX, FTSE и Nikkei за 1998-2004гг.*

* Источник: График построен автором на основе данных, предоставленных Yahoo Finance. [Электронный ресурс]. – Режим доступа: URL: http://finance.yahoo.com/

Усугубление ситуации на финансовом и, в частности, на фондовом рынке, спровоцировало Федеральную резервную систему США к активным действиям – а именно к стимуляции рынка путем снижения ключевой процентной ставки. снижаться и таким образом происходило наполнение экономики дешевыми деньгами, что также обуславливает возникновение фондового кризиса.

Кредитная накачка экономики

В 2001 г. ФРС меняла процентную ставку 11 раз, что привело к её снижению с 6,50% до 1,75%[34], позже ставка продолжала снижение. Следствием политики низких ставок является накачивание экономики дешевыми кредитными деньгами, а также лавинообразный рост задолженности частного сектора.

После крушения пузыря на рынке «доткомов» инвесторы поспешили перевести свои капиталы на рынок недвижимости, к чему их подтолкнули рекордно низкие процентные ставки. Так, в 2002 году, ключевая ставка, установленная ФРС США, колебалась от 1до 2% [35]. В США начался ипотечный бум, вызвавший надувание пузыря на этом рынке. Вместе с развитием ипотечного кредитования появились новые инструменты для его обслуживания, призванные решить главную проблему любого кредитора – снизить риски. Так появились такие инструменты, как CDO[36] и CDS[37], ставшие еще одной причиной возникновения кризиса на фондовом рынке.

Развитие неконтролируемого рынка деривативов

Финансирование ипотечного пузыря в США носило глобальный характер, т.к. в нем участвовали многие страны, которые представляли не только развитые, но и развивающиеся рынки. Кредитование сопровождалось процессом секьюритизации с использованием новых синтетических деривативов, также приобретающей глобальный характер, в результате чего синтезируемые ценные бумаги с ипотечным покрытием оказывались в портфелях крупнейших финансовых институтов стран по всему миру. Как

---

[34] По данным ФРС США [Электронный ресурс]. – Режим доступа: URL: http://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/openmarket.htm

[35] Там же

[36] Collateralized debt obligation, CDO - это ценная бумага, обеспеченная пулом из различных типов долговых инструментов, который может включать продаваемые на свободном рынке корпоративные облигации, выданные институциональными кредиторами кредиты или транши ценных бумаг, выпущенных в рамках сделок по секьюритизации.

[37] Credit default swap - рыночный деривативъ, страхующий от дефолта по долгам.

только уровень процентных ставок в 2005г. повысился - рост рынка недвижимости приостановился, а это в свою очередь привело к неплатежеспособности ипотечных заемщиков. Бумаги с ипотечным покрытием обесценились, что привело к крупным убыткам инвесторов. Кризис коснулся того, что считалось символом финансового могущества США, в первую очередь – инвестиционных банков Bear Stearns, который объявил о своей несостоятельности первым, но был «спасен» посредством выкупа его JP Morgan по мизерной цене в 2 доллара за акцию. Следом за ним последовал Lehnmans Brothers, руководство которого, вероятно надеясь на то, что им также будет оказана поддержка, как и Bear Steams до последнего отказывалось от объявления себя банкротом. Далее последовала цепная реакция и о своей несостоятельности объявила страховая компания AIG, которая не могла покрыть все предъявленные ей требования по выплате страховых возмещений. Банковский холдинг CITIgroup также испытывал большие трудности и ему потребовалось впоследствии несколько лет, чтобы наладить свои дела, и нельзя сказать, что на сегодняшний день этот процесс до конца не завершен. Разразившийся кризис явился уникальным, потому что в его основе лежали абсолютно новые инструменты банковской секьюритизации.

Как уже было сказано выше, кризисные явления в финансовой сфере тесно взаимосвязаны, и, естественно, крах гигантов американской банковской системы, моментально обрушил фондовые индексы развитых стран.

Ярким примером служит график, отражающий динамику индекса Dow Jones. Так, на рисунке видно, что американский фондовый рынок просел на 40% (рис.6).

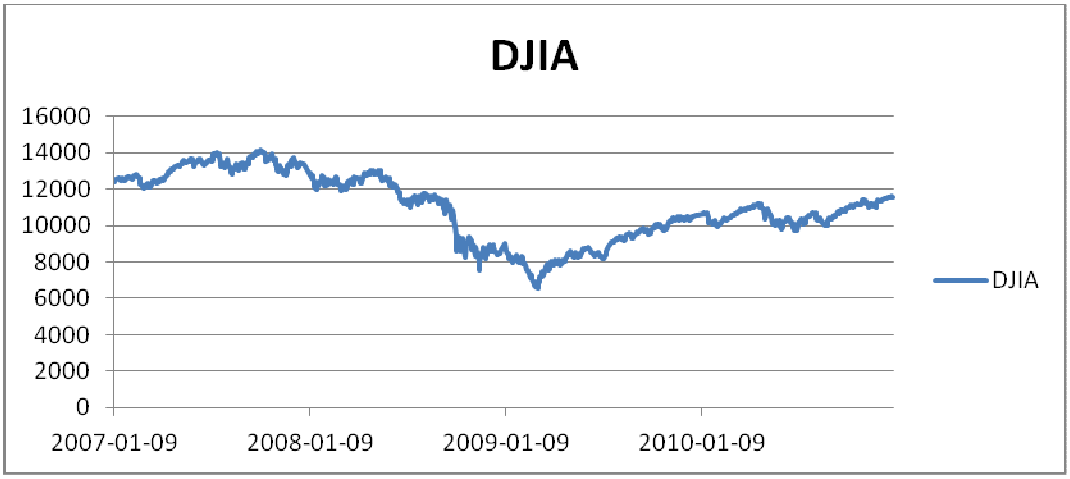

Рисунок 6. Динамика индекса Dow Jones 2007-2010гг.*

* Источник: График построен автором на основе данных, предоставленных Yahoo Finance. [Электронный ресурс]. – Режим доступа: URL: http://finance.yahoo.com/

Таким образом, в ходе исторического анализа, нам удалось выявить характерные для развитых фондовых рынков причины возникновения кризисов.

2.2. Кризисы на развивающихся фондовых рынках

В результате анализа Азиатского кризиса, являющегося типичным для развитых стран, нам удалось выделить следующие характерные причины фондовых кризисов этих стран:

- Зависимость от иностранного капитала;
- Фундаментальные проблемы экономики;
- Спекулятивные атаки.

Итак, одним из самых ярких примеров кризисов развивающихся рынков является Азиатский кризис 1998г. Азиатский кризис носил финансово-экономический характер и затронул все составляющие финансовой системы региона, в том числе и фондовый рынок.

Первоначально кризис коснулся Малайзии и Таиланда, а затем перекинулся на Индонезию, Гонконг, Южную Корею и Сингапур.

События, произошедшие на азиатском рынке, на первый взгляд имею весьма неожиданный характер.

Дело в том, что до 1997г. азиатские «тигры» развивались очень быстро. Так, среднегодовой темп прироста за период с 1990г. по 1996г. Составлял более 7%, а в Сингапуре и вовсе – 8,7%.

Однако осенью 1997г. фондовые и валютные биржи стран Восточной Азии охватила паника. Валюты региона начали катастрофическое падение, один за одним закрывались банки, а в след за ними котировки акций на местных биржах также показали значительное падение. Что же стало причиной возникновения кризиса?

Зависимость от иностранного капитала

В первую очередь необходимо сказать о том, что азиатские страны имели высокий объем притока иностранного капитала. В качестве примера приведем несколько цифр. Так, за период с 1990 по 1998гг. в Корее приток капитала составил 3% от ВВП, в Индонезии – около 1% ВВП, в Таиланде – 2,5% ВВП.

Для того, чтобы понять, почему чрезмерные капиталовложения ведут к возникновению кризиса, нужно разобраться в ожиданиях инвестора. Итак, приток капитала на азиатский рынок обозначал ожидание получение высоких доходов от компаний этих стран через n-ое количество лет. Если же к моменту окончания периода инвестирования валютные доходы недостаточны для обеспечения конвертируемости прибыли, то начинается девальвация валюты, что резко снижает инвестиционную привлекательность страны. Более того, прямые инвестиции должны обратиться экспортными доходами. Если же их не достаточно, то инвестор вправе продать акции компании и конвертировать прибыль. Что и случилось на азиатском рынке – массовая распродажа активов обрушила котировки фондовых бирж. Вдобавок к тому, поток портфельных инвестиций, который ранее превышал прямые инвестиции более чем в 2 раза практически иссяк к этому времени, а ухудшающееся финансовое положение Японии дало толчок к развороту направления потоков капиталов.

Вышесказанное показывает, что инвестиционный бум может усилить отток капитала, который является основной причиной падения фондовых бирж развивающихся стран.

Таким образом, последствия зависимости развивающихся фондовых рынков от иностранного капитала находят прямое отражение в оттоке капитала и косвенное – в усиливающем его инвестиционном буме.

Фундаментальные проблемы экономики

Большинство экспертов сходятся во мнении, что возникновению финансово-экономического кризиса и соответственно, фондового, как его составной части, в Восточной Азии способствовали фундаментальные проблемы экономик в странах-представительницах этого региона. Наиболее серьезные из них касались банковского сектора. В 90-е годы азиатские банки получали огромный приток иностранных инвестиций, однако проблема состояла в том, что они расходовались абсолютно неэффективно. В этот период широко распространился феномен под названием «crony capitalism» - «кумовской капитализм». Местные банкиры охотно выдавали кредиты на основе родства, дружбы или политических связей, но никак не на основе экономической целесообразности и рациональности. В результате имело место быть большое число дефолтов среди заемщиков. Осознание иностранными инвесторами того факта, что их доходы от азиатских вложений будут значительно меньше ожидаемых из-за нерационального использования их ресурсов, спровоцировало массовую продажу азиатских активов и акции в этой ситуации не стали исключением.

Спекулятивные атаки

Еще одной причиной возникновения фондовых кризисов может стать спекулятивная атака. Нельзя сказать, что эта причина является характерной исключительно для развивающихся рынков, однако в виду их высокой волатильности и рискованности, данный «инструмент» воздействия может оказаться весьма эффективным.

Интересным примером является спекулятивная атака на гонконгский доллар летом 1998, сопровождавшаяся одновременной попыткой обрушения фондовой биржи. Таким образом, спекулянты предприняли двойную атаку на валютном и на фондовом рынках. Если бы валюта устояла, то спекулянты получили бы выигрыш за счет коротких продаж ценных бумаг. ЦБ, чтобы защитить национальную валюту, вынужден был бы поднять процентную ставку, а это могло привести к обвалу фондового рынка.

Монетарный институт Гонконга (Hong Kong Monetary Authority) ответил спекулянтам со всей китайской изощренностью. Он использовал часть валютных резервов для покупки дешевеющих акций, убив тем самым в корне надежду «акул» заработать. Интервенции на фондовом рынке позволили избежать риска резкого подъема процентных ставок и не дали спекулянтам закрыть короткие позиции с прибылью. В результате двойная атака спекулянтов на фондовый и валютный рынки Гонконга не увенчалась успехом.

Однако данная ситуация является редким примером успешного преодоления спекулятивной атаки.

Таким образом, в результате анализа мирового опыта современных фондовых кризисов удалось выявить как общие для всех, так и специфические для отдельных рынков причины их возникновения.

В соответствии с классификацией МВФ и Morgan Stanley российский фондовый рынок относится к категории развивающихся рынков. В связи с этим, характеристика российского фондового рынка будет проводиться с точки зрения его принадлежности к данной категории.

ГЛАВА 3. РОССИЙСКАЯ ПРАКТИКА ФОНДОВЫХ КРИЗИСОВ

3.1 Хронология кризисных явлений на российском фондовом рынке

Формирование рыночной экономики в России по западному образцу с применением так называемой «шоковой терапии», было весьма серьезным испытанием для страны не только в социальном плане, но и в первую очередь в финансово-экономическом. Этот процесс ознаменовал начало новой эры российской экономики, именуемой ныне рыночной. Естественно, резкий переход к абсолютно новой модели функционирования экономики не мог пройти без последствий и для фондового рынка.

За последние 20 лет отечественный фондовый рынок испытал несколько серьезных кризисов. Нагляднее всего происходящее может отразить динамика индекса РТС (рис.7)

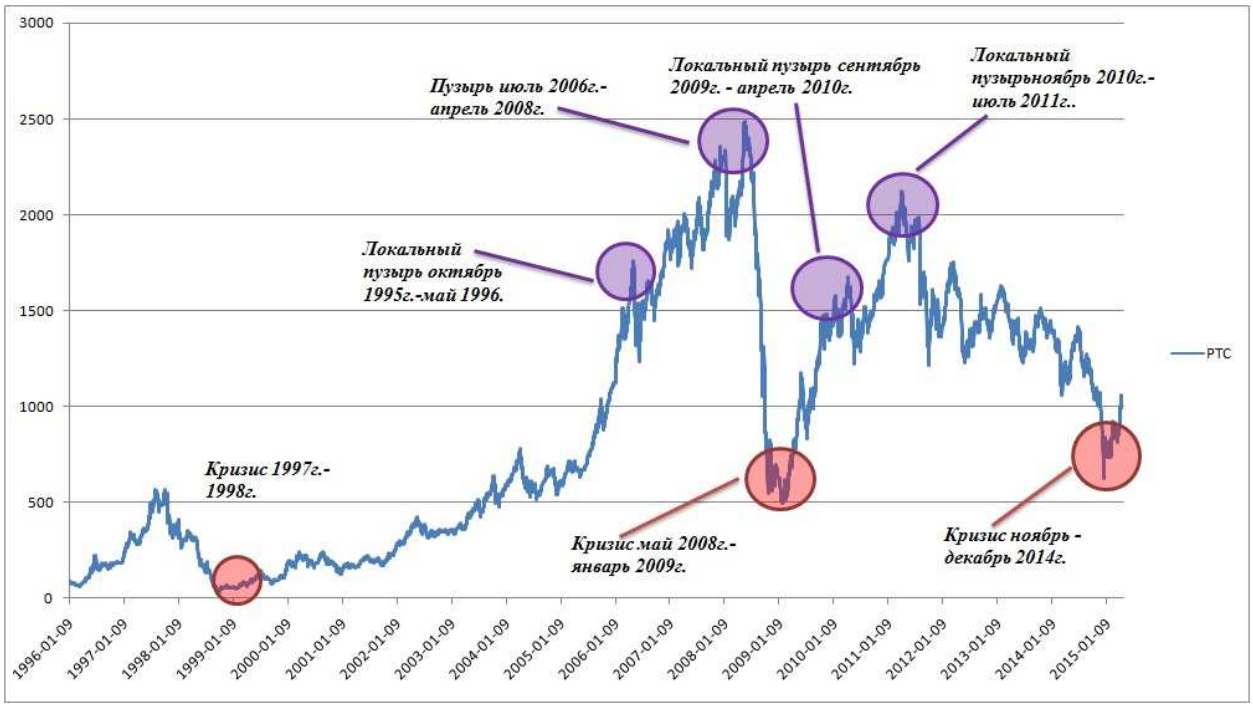

Рисунок 7.Динамика индекса РТС 1996-2015*

*Данные за 2015 год представлены с 01.01 по 30.04.

Источник: График построен автором на основе данных, предоставленных ММВБ-РТС. [Электронный ресурс]. – Режим доступа: URL: http://moex.com/

На графике мы можем наблюдать три кризиса, произошедших с момента становления в нашей стране фондовой биржи:

- 1997-1998гг.;
- Май 2008г. – январь 2009г.;
- Ноябрь – декабрь 2014г.

Каждый из кризисов обладает своей спецификой, однако всем им присущи общие причины и черты, т.к. российский фондовый рынок обладает специфическими характеристиками, делающими его более уязвимым, по сравнению с другими рынками.

Итак, для того, чтобы разобраться в содержании современных кризисов на российском фондовом рынке, для начала необходимо провести его анализ в динамике, с целью выявления причин возникновения кризисов.

1997-1998гг.

В 1997г. Российский фондовый рынок впервые в своей современной истории столкнулся с кризисом. Причины возникновения этого можно подразделить на внутренние и внешние.

Характеризуя фондовый рынок, сформировавшийся в России в 90-е годы прошлого века, в первую очередь нужно сказать о том, что воспринимался он в обществе как совершенно обособленная часть экономики, деятельность, а самое главное, интересы которой никак не были связаны с отраслями производства товаров и услуг. Сложившаяся ситуация не позволяла использовать фондовый рынок в качестве средства совершенствования и развития экономики. Основная функция фондового рынка – привлечение и перераспределение инвестиционных средств, практически не выполнялась, а дефицит средств при этом составлял 90-95% от их потребности.

Экономическая ситуация, имевшая место в нашей стране в конце 90-х прошлого века была крайне нестабильной, и на малейшие изменения в реальном секторе экономике фондовый рынок, в свою очередь, реагировал очень бурно. Так, исходя из данных, представленных на графиках, можно

сделать вывод о том, что при снижении в 1998г. ВВП в постоянных ценах на 5,3% и снижении общего уровня промышленного производства на 4,8% (рис.) сводный фондовый индекс компаний, включенных в листинг РТС в тот же период времени обвалился более чем на 80%, а в октябре 1998г. падение и вовсе составляло около 92% от начала года (рис.8,9)

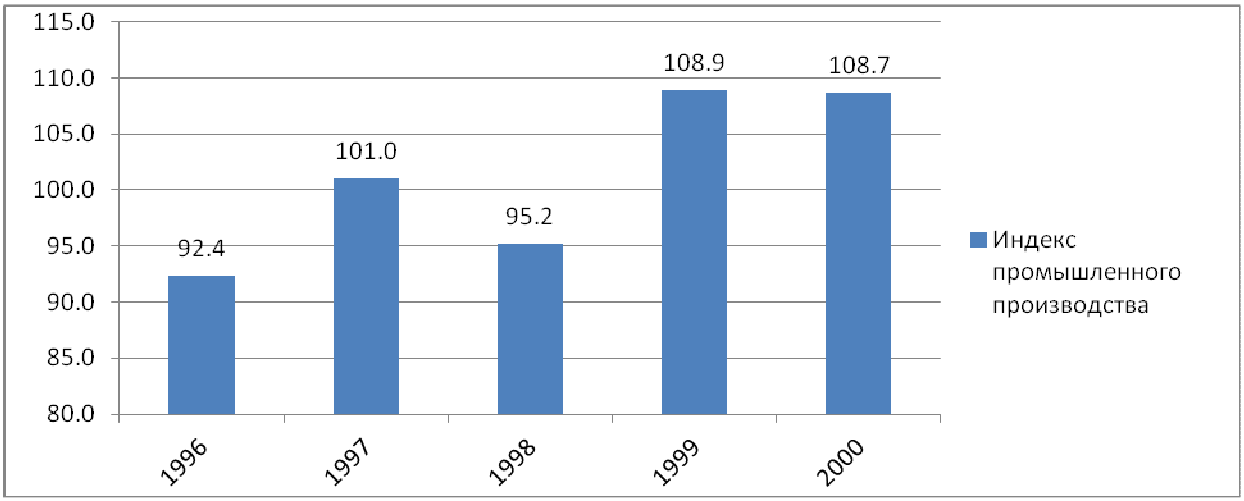

Рисунок 8. Индекс промышленного производства в России*

*Источник: График составлен автором на основе статистических данных, предоставленных Росстатом. [Электронный ресурс]. – Режим доступа: URL: http://www.gks.ru

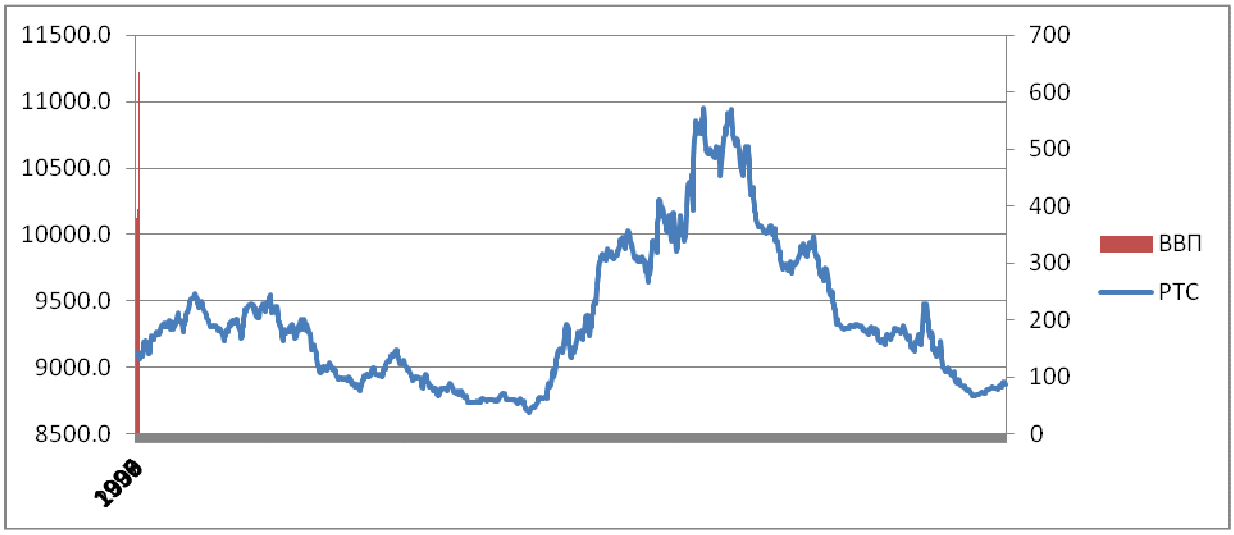

Рисунок 9. Динамика ВВП и индекса РТС*

*Источник: График составлен автором на основе статистических данных, предоставленных Росстатом и ММВБ-РТС. [Электронный ресурс]. – Режим доступа: URL: http://www.gks.ru , http://moex.com/

К внутренним причинам, спровоцировавшим падение отечественного фондового рынка можно отнести:

- непродуманные реформы правительства;
- отсутствие позитивных сдвигов в реальном секторе экономики;
- колоссальный объем внешних заимствований;
- неправильная валютная политика, выражавшаяся в завышенном курсе рубля;
- значительный дефицит государственного бюджета (который впоследствии привел к краху ГКО[38]);
- институциональное несоответствие реального сектора российской экономики и фондового рынка;
- внутренние противоречия фондового рынка.

Как мы можем видеть, эти причины соответствуют тем, которые мы идентифицировали ранее, анализируя другие развивающиеся рынки.

Естественно, что под натиском столь нестабильной общеэкономической ситуации в стране, молодой и еще неокрепший фондовый рынок начал резкое снижение.

Объясняя неэффективность российского фондового рынка анализируемого периода, можно выделить две группы факторов:

- Институциональные особенности российского фондового рынка в 90-е годы, а именно, их несоответствие структуре собственности, а также источникам финансирования и моделям поведения предприятий реального сектора российской экономики;
- Имеющиеся противоречия непосредственно внутри самого рынка, обусловленные условия его возникновения и процессом развития.

Остановимся на рассмотрении каждой из групп более подробно.

[38] ГКО – государственные краткосрочные облигации или официально государственные краткосрочные бескупонные облигации Российской Федерации, — государственные ценные бумаги, эмитентом которых выступало Министерство финансов Российской Федерации.

Институциональное несоответствие реального сектора российской экономики и фондового рынка обусловлено поведением предприятий реального сектора в соответствии с источниками привлечения капитала, приоритетами в деятельности, а также механизма контроля за менеджерами.

Сопоставляя российские предприятия реального сектора и рынок ценных бумаг 90-х годов, нетрудно обнаружить, что модель поведения российских предприятий более напоминала континентально-европейскую или японскую, тогда как рынок ценных бумаг стремился развиваться в рамках англо-американской модели. Это означает неадекватность институционального построение существовавшего фондового рынка, с точки зрения реального сектора, задачам развития промышленного производства. В результате фондовый рынок, как механизм привлечения капитала, регулирования экономики и контроля управления, оказывался не востребован со стороны реального сектора, что также явилось фактором возникновения кризиса.

Внутренние противоречия фондового рынка были обусловлены в первую очередь попыткой применить разработанные в зарубежной практике подходы и механизмы в российской действительности, без согласования с текущей ситуацией и имеющейся спецификой, да еще и в кратчайшие сроки.

Нельзя также оставить без внимания политику государства в финансовом секторе. Во время зарождения фондового рынка его задачей было обеспечить максимальную заинтересованность населения в происходивших в то время приватизационных процессах.

Решение социальных задач и программ, стоявших в те времена перед государством, пережитки советского управления финансами и производственными процессами в реальном секторе экономики, предопределило непропорциональное развитие государственного и корпоративного рынка ценных бумаг в пользу первого. Доминирование государственной доли на фондовом рынке предопределило сокращение возможностей частного капитала инвестировать ресурсы в реальный сектор

экономики. Такое положение дел привело к тому, что не рынок ценных бумаг, а бюджет всех уровней стал восприниматься реальным сектором, как источник денежных ресурсов, что порождало потребность в новых государственных вложений.

Таким образом, желание за короткий срок пройти путь, который экономически развитые страны проходили столетия, привело к постоянным изменениям методов управления процессами на российском фондовом рынке. В итоге национальный рынок ценных бумаг стал не инвестиционным, а спекулятивным. Этот факт никак не мог привести к повышению эффективности фондового рынка, и, как следствие, уменьшению процентных ставок на финансовые ресурсы в реальном секторе экономики.

Выше приведенная информация дает возможность сделать вывод о том, что к негативным процессам на фондовом рынке, и его неэффективности привели существенные противоречия, которые были заложены в момент его зарождения.

Возвращаясь к причинам возникновения кризиса, нельзя не отметить тот факт, что кризис 1998 г. в России отнюдь нельзя назвать локальным. Несомненно, происходящие в стране события сыграли свою отрицательную роль, но, по сути, падение российского рынка было лишь звеном в общей цепочке потрясений, происходивших в то время в странах, относимых к группе развивающихся рынков (emerging markets), определение которых было рассмотрено в первой главе данной работы.

Кризисные ситуации сложились на фондовых рынках Латинской Америки, а также в Юго-Восточной Азии. При этом важно заметить, что развитые фондовые рынки были практически не затронуты кризисом, даже наоборот, после того, как развивающиеся страны показали отрицательную динамику, иностранные инвесторы поспешили изъять из них свои средства, что еще больше усилило падение развивающихся рынков, но в то же время обеспечило приток капитала на фондовые рынки таких стран, как США, Великобритания и т.д. Таким образом, капитал, некогда изъятый с развитых

рынков в пользу развивающихся, вновь вернулся к своим истокам, спровоцировав тем самым надувание пузыря на американском рынке «доткомов», при этом, рушиться он стал только в 2000г. Еще сильнее ситуацию усугубило падение цен на энергоносители.

Можно сделать вывод о том, что кризис был импортирован в Россию и ему были присущи все признаки такого типа кризисов, проявившиеся в следующем:

- резкое снижение стоимости АДР/ГДР на российские акции, падение курсов европейских облигаций и евронот со значительным увеличением спредов по отношению к ценным бумагам развитых стран, а также их доходности, возникновение у российских эмитентов затруднений к доступу к источникам ликвидности на интернациональных рынках;
- падение цен на акции российских эмитентов в Российской торговой системе и, как следствие, снижение курсов акций на рынках ММВБ и РТС, а также на рынках государственных и частных облигаций;
- установление медвежьего тренда на рынке акций и бегство капитала.

Как следствие, на российском рынке возник дефицит ликвидности, вырос процент на заемные денежные средства, из-за чего резко сократилось количество маржинальных сделок, кредитование ценными бумагами, а также количество сделок РЕПО. В соответствии с механизмом переплетения кризисов, далее последовала незамедлительная реакция всех отраслей финансового сектора.

<u>Май 2008г. – январь 2009г.</u>

После пика кризиса 1998г. Многие специалисты говорили о том, решение всех проблем фондового рынка будет возможно в случае начала экономического роста. Как выяснилось на практике, высокие темпы экономического роста позволяют скрыть, но никак не решить имеющиеся

проблемы, что собственно и произошло. В период бурного развития российской экономики в нулевые, фондовый рынок действительно укрепился, на него пришли новые инвесторы, объемы операций стали расти, совершенствовалось законодательство, поведение участников все более походило на англо-американскую модель. Однако это недолгая стабилизация закончилось вместе с началом нового кризиса в 2008г., который стал результатом прокола пузыря, формировавшегося на российском рынке в 2006-2007гг. (рисунок в начале) на фоне периода процветания российской экономики, вызванного в свою очередь, резким ростом цен на нефть. Лопнувший пузырь и начавшийся кризис вновь обнажил все слабые стороны отечественного фондового рынка.

До лета 2007 года ВВП России демонстрировал темпы роста, значительно опережающие развитые страны, а также многие развивающиеся, за исключением Индии и Китая (рис. 10).

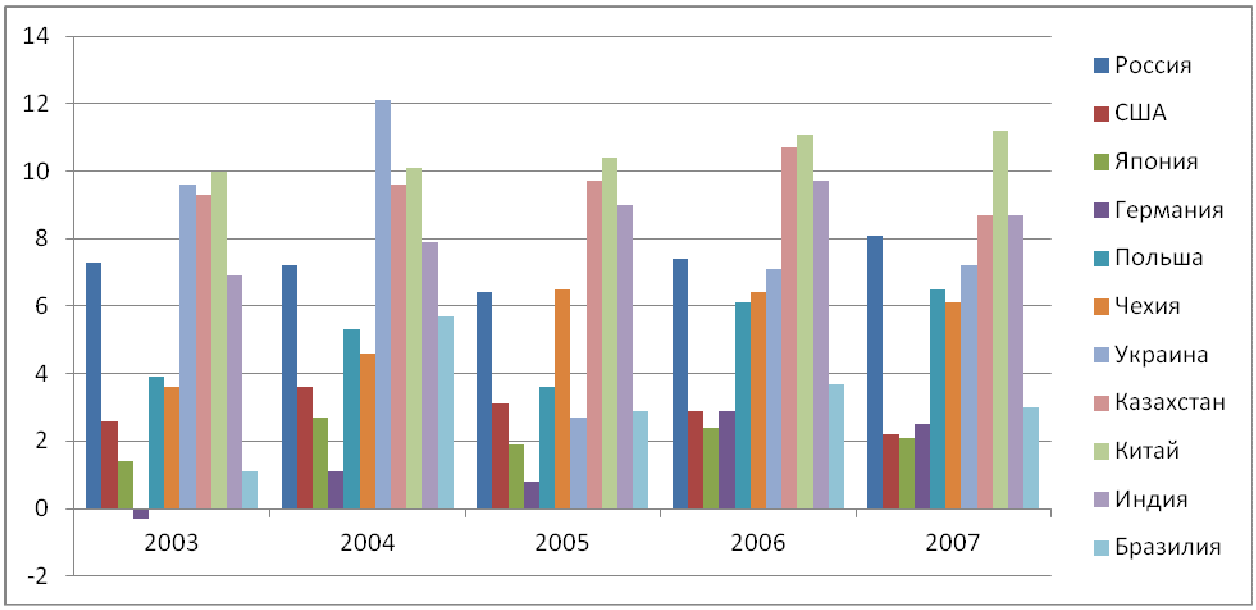

Рисунок 10. Темпы прироста ВВП (в % к предыдущему году)*

*Источник: График составлен автором на основе статистических данных, предоставленных МВФ. [Электронный ресурс]. – Режим доступа: URL: http://www.imf.org/external/index.htm

Более того, Центральный Банк постоянно увеличивал размер золотовалютных резервов – 3-е место после Японии и Китая. И, конечно же, не отставал от заданных национальной экономикой темпов роста и

российский фондовый рынок (рис.6). Не смотря на то, что в 2007г. индексу РТС не удалось продемонстрировать выдающихся результатов, в мае 2008г. он устремился к новым высотам, в связи с чем, аналитики прогнозировали достижение индексом РТС отметок в 2400-3000 пунктов к концу года. Никто и не думал о том, что уже в октябре 2008 года индекс упадет до 550 пунктов, достигнув тем самым отметки 1997 года (рис.11)

Рисунок 11. Индекс РТС 2007-2009гг.*

*Источник: График составлен автором на основе статистических данных, предоставленных ММВБ-РТС. [Электронный ресурс]. – Режим доступа: URL: http://moex.com/

Таким образом, менее чем за пол года рынок упал в 4 с лишним раза.

Выделим основные причины фондового кризиса 2008-2009гг.:

- Общемировая финансовая нестабильность;
- Падение цен на энергоносители;
- Фондовые кризисы других формирующихся рынков;

Также, отметим факторы, усилившие глубину пришедшего извне кризиса:

- Принадлежность российского рынка к группе emerging markets;
- Отраслевая структура российского фондового рынка и превалирование в ней добывающих компаний;

- Зависимость от иностранных инвесторов.

Рассмотрим подробнее причины и ход кризиса.

В течение нескольких лет, предшествующих 2008г. среди экспертов, как российских, так и зарубежных, формировалось мнение, своеобразная теория, в основе которой лежал эффект декаплинга[39]. В соответствии с этой теорией, при наступлении мирового финансового кризиса формирующиеся финансовые рынки будет чувствовать себя более уверенно, чем развитые. На первый взгляд, здесь сразу же возникает противоречие – ведь предыдущий опыт 90-х годов показал, что при возникновении финансовой нестабильности, происходит отток капитала в пользу развитых рынков. Почему же тогда сформировалась теория, противоречащая практическому опыту? Дело в том, что в отличие от 90-х годов, в новом веке развивающиеся страны находились в гораздо более выгодных условиях, чем прежде, в этот период для них были характерны:

- высокие темпы роста ВВП (рис раньше);
- сбалансированный бюджет (или бюджет с профицитом);
- устойчивое состояние финансовой сферы;
- быстро растущие золотовалютные резервы;
- невысокий государственный долг, имеющий тенденцию к сокращению.

Более того, страны, прошедшие через тяжелый кризис всего 10 лет назад несомненно обладали определенным опытом как преодоления кризисных последствий, так и представлением о тех превентивных мерах, которые необходимо предпринять, чтобы избежать серьезных кризисных явлений в экономике в целом и на фондовом рынке в частности. Однако самым главным отличительным фактором являлся (и является по сегодняшний день) гигантский потенциал внутреннего спроса – чем богаче становится население, тем больший спрос оно проявляет, что в свою очередь

[39] От англ. «decoupling» - расцеплять, разъединять

вновь стимулирует наращение производственных мощностей и рост всей экономики. Все эти факторы в совокупности, и потенциал внутреннего спроса в особенности и сформировали мнение об устойчивости развивающихся финансовых рынков даже в самые трудные времена. Таким образом, предполагалось, что случае глобальных кризисных явлений именно внутренний спрос на развивающихся рынках сможет замедлить торможение общей мировой экономики и станет парашютом для экономик развитых стран. Ожидания успешности формирующихся рынков подстегивали и настроения на фондовых рынках этих стран.

На графиках, опубликованных независимым провайдером исследовательских данных для институциональных инвесторов MSCI (рис. 12) невооруженным глазом видно, что индекс MSCI Emerging Markets, отражающий динамику 23фондовых рынков развивающихся стран, при стабильной ситуации на развитых рынках, отраженной на графике индекса MSCI World, включающего статистику по 23 развитым рынкам, начинает расти огромными темпами.

Рисунок 12. MSCI Emerging Markets Index vs. MSCI World*

*Источник: [Электронный ресурс]. – Режим доступа: URL: https://www.msci.com/

Инвесторы проявляли все больший интерес рынкам акций развивающихся стран, в том числе к российскому, скупая все больше и

больше недооцененных на их взгляд активов, тем самым, надувая там пузырь (рис. 13)

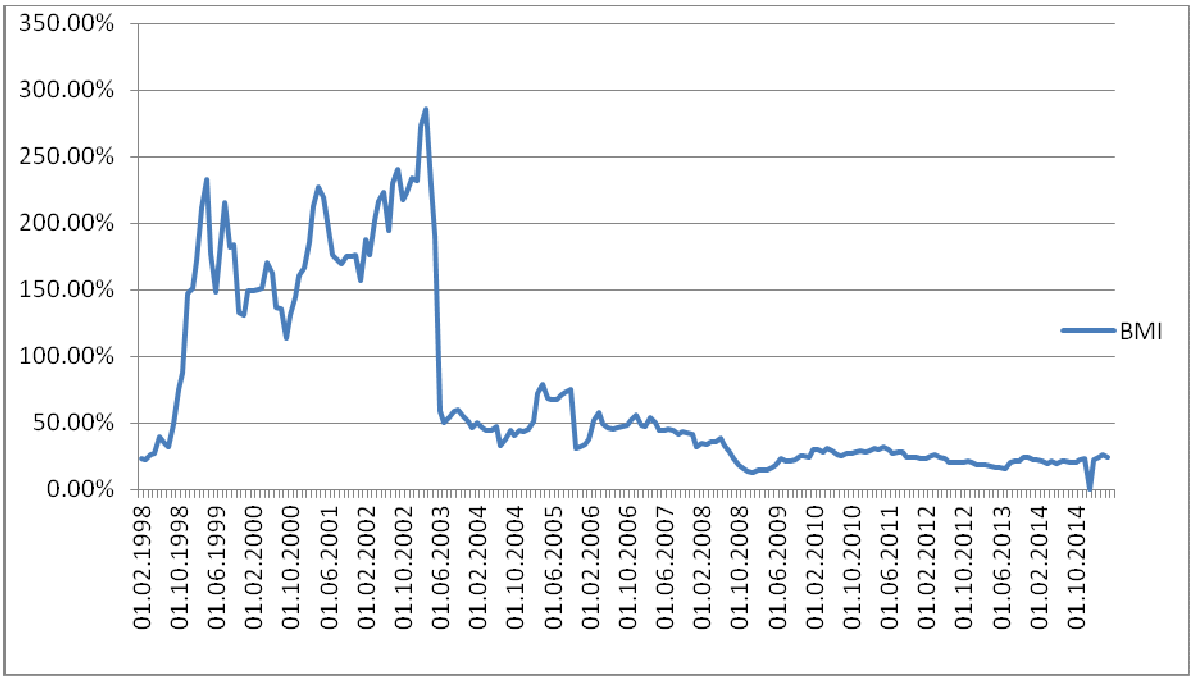

Рисунок 13. Динамика индекса мыльного пузыря российского фондового рынка*

*Индекс мыльного пузыря (BMI) позволяет оценить степень перегрева рынка акций, или его недооцененности. Рассчитывается как отношение капитализации рынка акций к агрегату М2. Методика была разработана компанией «Тройка диалог». Согласно данной методике, признаком пузыря является превышение значения индекса 30% - го уровня. Источник: Рассчитано и построено автором на основе статистических данных, предоставленных ММВБ-РТС и Центральным банком. [Электронный ресурс]. – Режим доступа: URL: http://moex.com/, http://www.cbr.ru/

Однако никто не мог предположить, что с ухудшением ситуации на биржах США и Европы, участники развивающихся фондовых рынков станут распродавать свои активы с не меньшим энтузиазмом, чем они их скупали всего несколько месяцев тому назад. В итоге, проседание на развивающихся фондовых рынках оказалось даже сильнее, чем на развитых, индекс MSCI Emerging Markets упал более чем в 2 раза (рис. 10), а теория декаплинга была полностью дискредитирована.

Самой явной причиной произошедшего можно назвать силу и глубину разразившегося мирового финансового кризиса, большинство экспертов, придерживавшихся теории декаплинга не предполагали такой ситуации.

Фондовые рынки развивающихся стран не устояли под натиском негативной статистики из США, также стран Европы. Глобализация и усиление финансовой зависимости еще сильнее усугубили ситуацию. События на рынке США, описанные ранее имели влияние на развивающиеся рынки в целом и на российский фондовый рынок в том числе.

Развивающиеся страны замедлили свои темпы роста, в первую очередь, из-за высокой их интеграции в мировою экономику, тем самым, надежды на то, что они выступят бампером, способным поддержать мировую экономику за счет потенциала внутреннего спроса оказались несостоятельными, а развивающиеся страны экстренно были вынуждены разрабатывать антикризисные меры по поддержанию экономики в целом и фондового рынка в частности.

И без того глубокий кризис усугубился резким падением цен на нефть (рис.14)

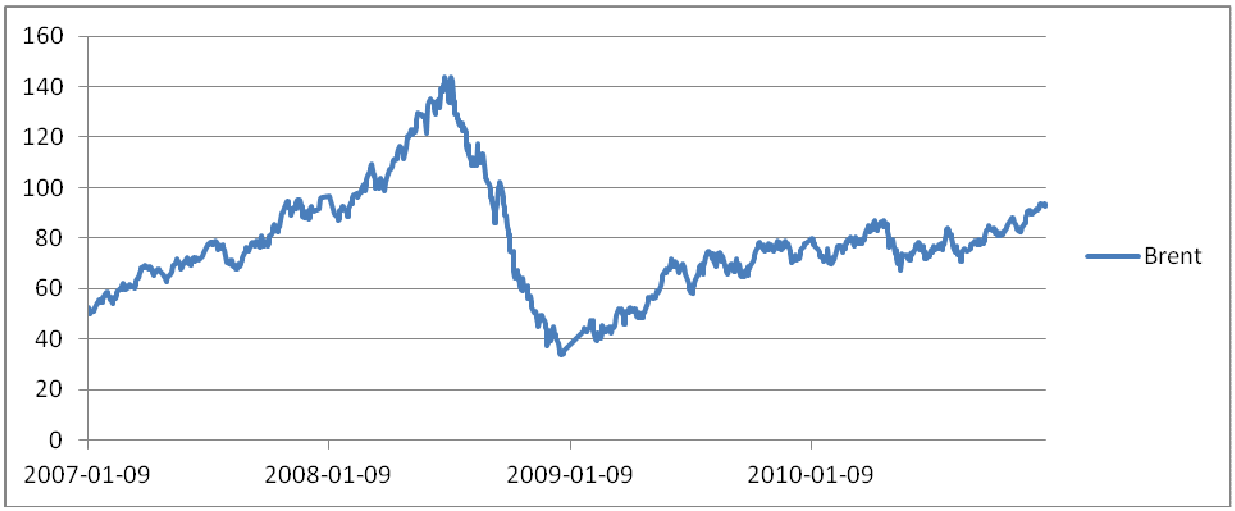

Рисунок 14. Динамика цен на нефть марки Brent*

*Источник: График построен автором на основе статистических данных, предоставленных Yahoo Finance. [Электронный ресурс]. – Режим доступа: URL: http://finance.yahoo.com/

На графике видно, что цены на нефть марки Brent в кризисный период упали более чем в 4 раза – с почти 150 долл. до 35 долл. за баррель. Падение цен на энергоносители вызвало цепную реакцию на российском фондовом рынке – резко снизилась капитализация всего рынка за счет того, что добывающие компании представляют значительную его часть. Началось

бегство инвесторов, которое усилилось вместе с опасениями относительно ухудшения обстановки с государственным бюджетом. Та же ситуация повторилась и в 2014 году, но об этом позднее.

Однако это не все факторы, оказавшие столь значительное влияние на проседание российского фондового рынка. Ко всему прочему обострилась внешнеполитическая обстановка – в августе 2008г. вспыхнула война в Южной Осетии и Абхазии, что вновь отразилось на котировках российских эмитентов.

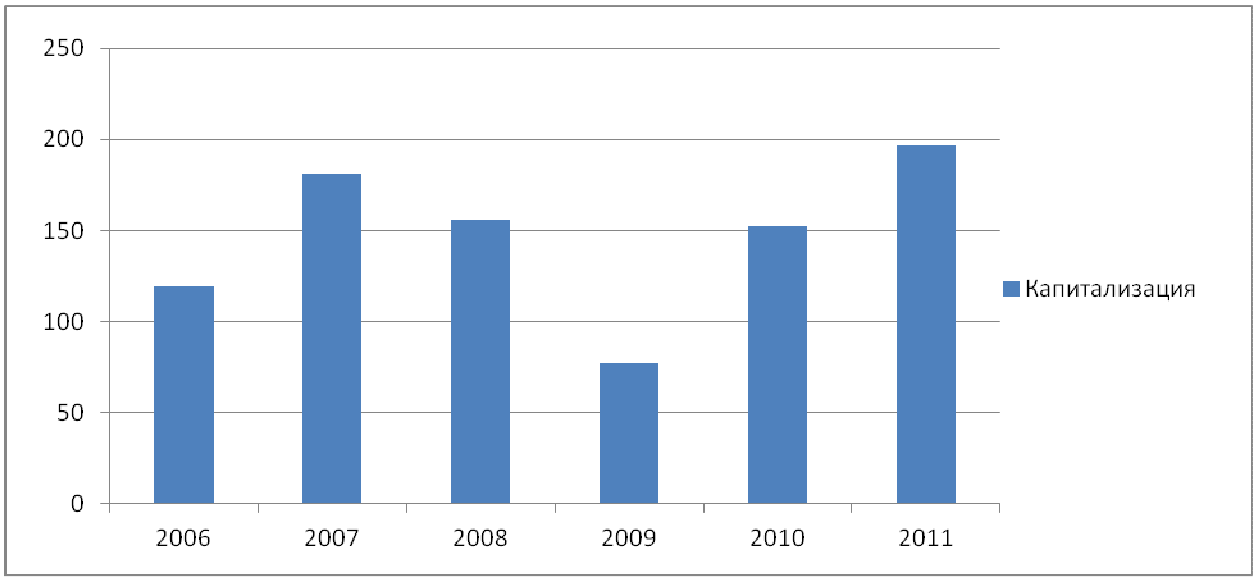

Рисунок 15. Рыночная капитализация российского фондового рынка 2006-2011гг. в млрд. долл.*

*Источник: График построен автором на основе статистических данных, предоставленных ММВБ-РТС. [Электронный ресурс]. – Режим доступа: URL: http://moex.com/

Что же происходило в России и почему падение нашего фондового рынка оказалось более значительным, чем в других странах?

Дело в том, что в предкризисные годы отечественный рынок рос не за счет увеличения средств внутренних инвесторов, а как раз наоборот – иностранные инвесторы были самыми активными участниками российского фондового рынка.

Как мы можем видеть на рисунке 15, капитализация российского фондового рынка в 2007 году превысила 1,5 трлн.долл. и все это именно за счет прилива иностранного капитала, т.к. число внутренних розничных

инвесторов на фондовом рынке не превышало 500 тыс.человек, а участие российских инвестиционных фондов оценивалось в 800 млрд.руб., что по нынешнему курсу составляет совсем небольшую сумму, да и большая часть активов приходилась именно на закрытые фонды, которые не имеют отношения к розничным инвесторам. Российские негосударственные пенсионные фонды инвестировали примерно ту же сумму. К тому же стоит добавить, что в этот период сократилась доля акций в свободном обращении (free-float), возросли доли государственных и окологосударственных компаний.

В этих условиях, когда российский рынок находился в значительной зависимости от иностранных инвесторов, их панические настроения и большие объемы продаж привели к резкому падению российских активов и обвалу котировок компаний. Для сравнения приведем данные по другим представителям группы emerging markets. Так, в Бразилии активы инвестиционных фондов насчитывали к началу 2008г. 400 млрд. долл, а в Китае количество розничных инвесторов, обладающих акциями китайских компаний превышало 138 млн. Но даже эти впечатляющие показатели не уберегли фондовые рынки этих стран от значительного падения, хотя оно не было столь глубоким, как в России.

К сожалению, за десять лет стабильного экономического роста и укрепления финансовой системы, в нашей стране так и не удалось создать класс отечественного инвестора, который мог бы стать опорой для фондового рынка в трудные времена. Именно внутренние инвесторы являются тем фундаментом, на котором стоится фондовый рынок и только они способны обеспечить его устойчивость. И если у нас возникает вопрос, почему фондовый рынок США способен в быстрые сроки восстановить свои позиции, а наш нет, то ответ как в том, что основу их рынков составляют именно американские инвесторы. Так, на 2008г. доля иностранных

участников на фондовом рынке США составляла 7% [40]. А остальными являются обычные домохозяйства. Более 100млн. рядовых американцев являются держателями акций либо напрямую, либо через фонды.

Ноябрь – декабрь 2014г.

В прошлом году отечественный фондовый рынок вновь поразил кризис. 2014 год стал необычно богатым на геополитические потрясения, которые оказали сильное влияние на российский рынок ценных бумаг. Итоги минувшего года и динамику нынешнего лучше всего может продемонстрировать совмещенный график индексов ММВБ и РТС (рис.16).

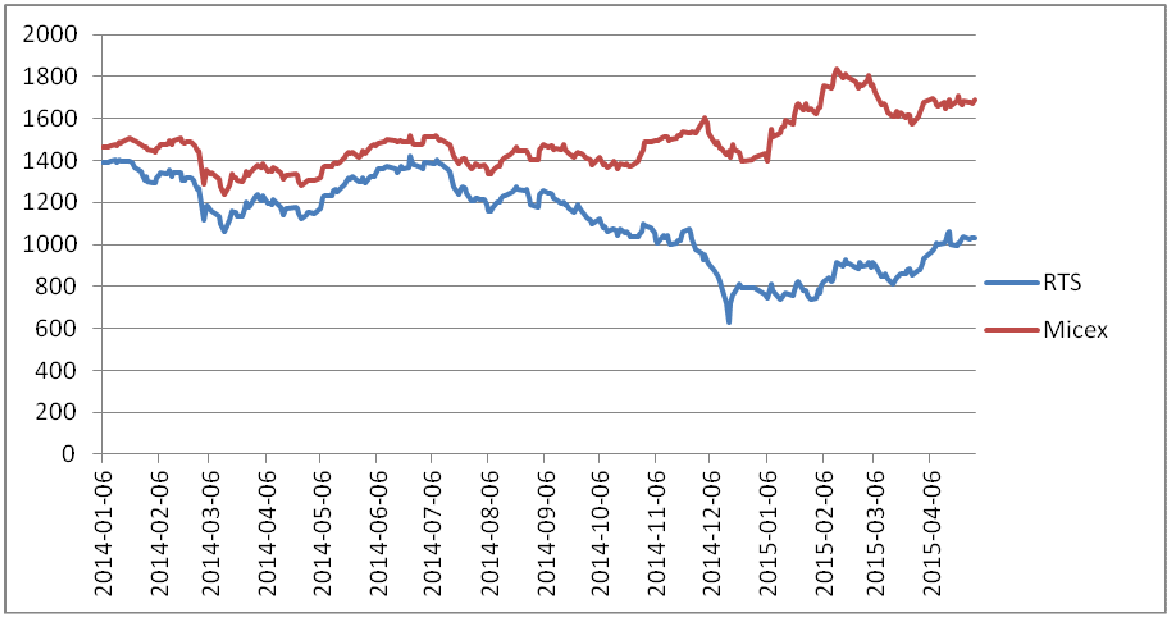

Рисунок16. Совмещенный график индексов ММВБ и РТС за 2014-2015гг.

*Источник: График построен автором на основе статистических данных, предоставленных ММВБ-РТС. [Электронный ресурс]. – Режим доступа: URL: http://moex.com/

Примерно со второй половины 2014 г. в РФ начался полномасштабный финансовый кризис, сопровождающийся фондовым кризисом. Стремительное падение курса национальной валюты, отток инвестиций и вследствие снижения доверия к российской экономике со стороны инвесторов стали первыми признаками спада. Уверенности в финансовом крахе добавляло падение цен на нефть – почти на 50% с июня 2014 г. Не

[40] По данным ФРС США

прошли бесследно и международные санкции. Фондовый рынок отреагировал значительным снижением индексов: в частности, индекс РТС – минус 30%.

В течение полутора лет индекс MSCI Russia ни разу не поднимался более чем на 5%. Объем ежедневных торгов в России продолжал падение. Прогнозы прибыльности российских компаний были неутешительными, а санкции со стороны западных стран, которые обошлись российской экономике в 4% ВВП накаляли ситуацию.

В сложившейся ситуации терялся доступ к зарубежным кредитам и торговым площадкам, вместе с падением цен на нефть (снижение стоимости фьючерсов на нефть марки Brent на 50%) падали и акции российских добывающих компаний, а за ними и капитализация всего фондового рынка. К июню 2014г. Отечественный фондовый рынок стал самым нестабильным в мире.

Однако, в виду обострения геополитической обстановки, вызванной присоединением Крыма к России, которое, в свою очередь спровоцировало введение со стороны западных стран санкций, политический фактор стал оказывать большее влияние на российский фондовый рынок, чем цены на нефть. Стало возможным говорить об интересной тенденции, наметившейся в прошлом году: на фоне украинского кризиса впервые за долгое время оказалась разорвана прочная связь российского фондового рынка с динамикой цен на нефть, которая является одним из основных источников национального благосостояния.

Так, в 2014г. корреляция между российским индексом ММВБ и нефтяными ценами (марка Brent) достигла максимальных отрицательных значений корреляции (прил. А)

К счастью, российским нефтяным компаниям удалось преодолеть шок от резкого падения цен на энергоносители. Более того, именно благодаря обвалу рубля издержи этих компаний, выраженные в валюте экспортных контрактов значительно сократились. Тем не менее, сложившаяся в 2014г.

ситуация оказало сильное влияние на фондовые индексы России, т.к. проблема с диверсификацией компаний, представленных на бирже все еще не решена и, как и в 2008г., основной вес в индексах по-прежнему имеют топливно-энергетические компании. В связи с этим, во второй половине 2014г. внимание инвесторов было обращено на экспортноориентированные компании, которые в условиях резкого ослабления рубля чувствовали себя наиболее комфортно.

Хронология кризисных событий на российском фондовом рынке позволила выявить факторы его кризисной уязвимости. Рассмотрим их на основе аналитического анализа.

3.2 Факторы кризисной уязвимости российского фондового рынка и пути совершенствования

Среди специфических черт, обуславливающих кризисную уязвимость российского фондового рынка можно выделить следующие:

- Сильная волатильность и, как следствие, высокий уровень риска;
- Глубокая вовлеченность в глобальный финансовый рынок;
- Превалирование добывающих компаний в структуре фондового рынка;
- Дивидендная политика российских компаний.

Динамика композитного индекса фондового рынка является самым простым и наглядным способом описания его состояния. Ниже представлен график индекса РТС, составленный по ежедневным ценам закрытия за период с января 1996г. по апрель 2015г. (рис.17).

На графике легко просматриваются периоды перегрева рынка, характеризующиеся надуванием пузырей, а также периоды спада, началом которых, как правило, является момент прокола пузыря.

Совмещенный график динамики индекса РТС и его доходности демонстрирует высокий уровень волатильности в периоды спада рынка и наоборот – низкий в периоды подъема.

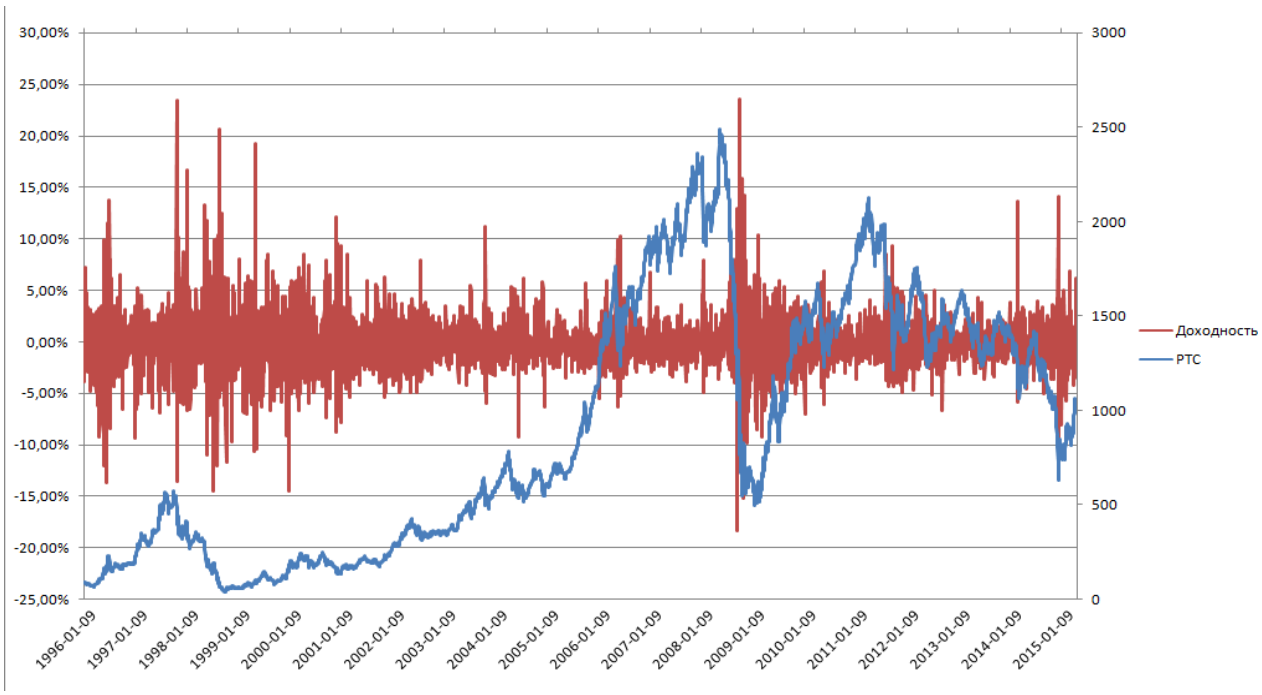

Рисунок 17. Динамика индекса РТС по ценам закрытия за 1996-2015гг. и его доходность*

*Источник: График составлен автором на основе статистических данных, предоставленных ММВБ-РТС.

В то же время ряд доходности индекса РТС обладает типичными характеристиками для временных рядов – отсутствием нормально и симметричного распределения доходности, а также кластеризацией волатильности (рис.18)

В свою очередь, сильная волатильность обуславливает высокую степень риска и агрессивности российского рынка. Под риском на рынке ценных бумаг в широком смысле подразумевается вероятность отклонения развития событий от прогнозируемых под влиянием каких-либо факторов, а в узком – неопределенность размера полученного в будущем дохода или убытка. Под мерой неопределенности, соответственно, выступает волатильность.

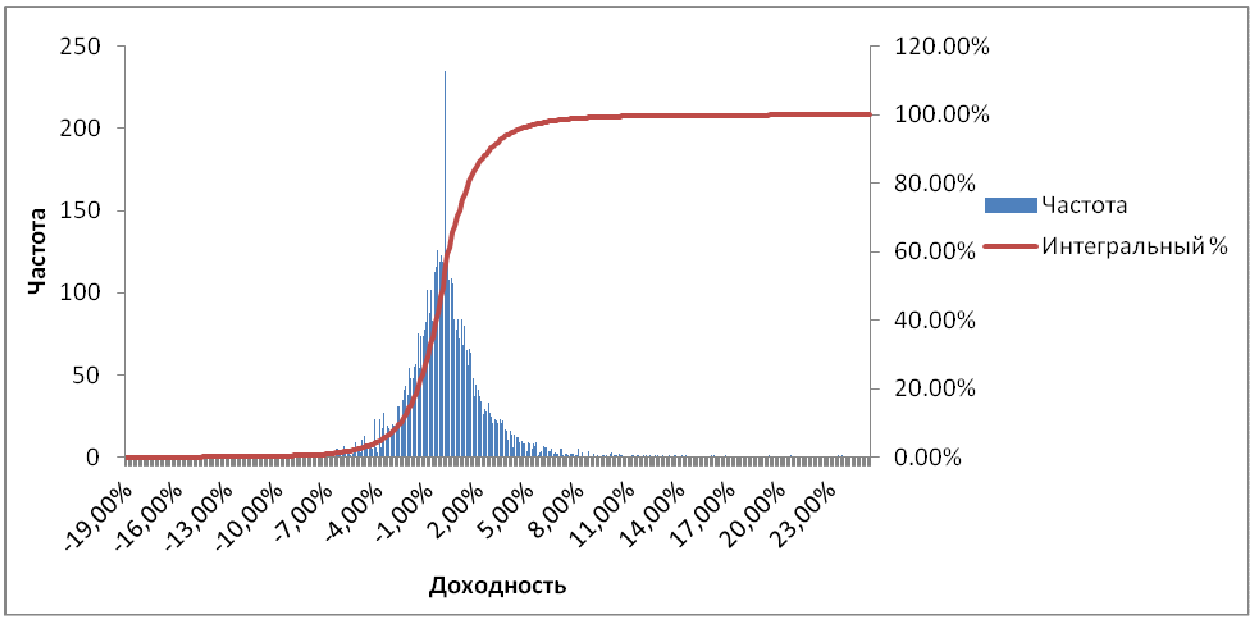

Рисунок 18. Гистограмма доходностей индекса РТС*

*Источник: График построен автором на основе статистических данных, предоставленных ММВБ-РТС. [Электронный ресурс]. – Режим доступа: URL: http://moex.com/

С целью характеристики волатильности российского рынка рассмотрены показатели вариации индекса РТС (рис. 19), а также индекс волатильности RTSVX (рис.20).

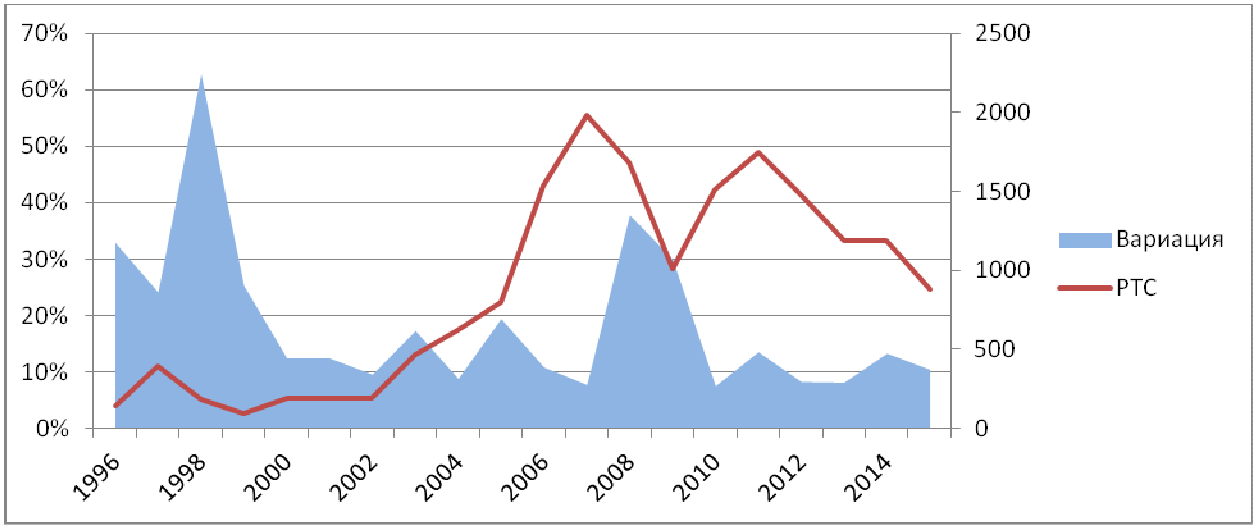

Рисунок 19. Динамика индекса РТС (в пунктах) и вариация индекса РТС в годовом выражении (в %)*

Значение коэффициента вариации рассчитано по ежедневным значениям индекса РТС, годовое значение определено по временному ряду индекса РТС за соответствующий год.
*Источник: График построен автором на основе статистических данных, предоставленных ММВБ-РТС [Электронный ресурс]. – Режим доступа: URL: http://moex.com/,

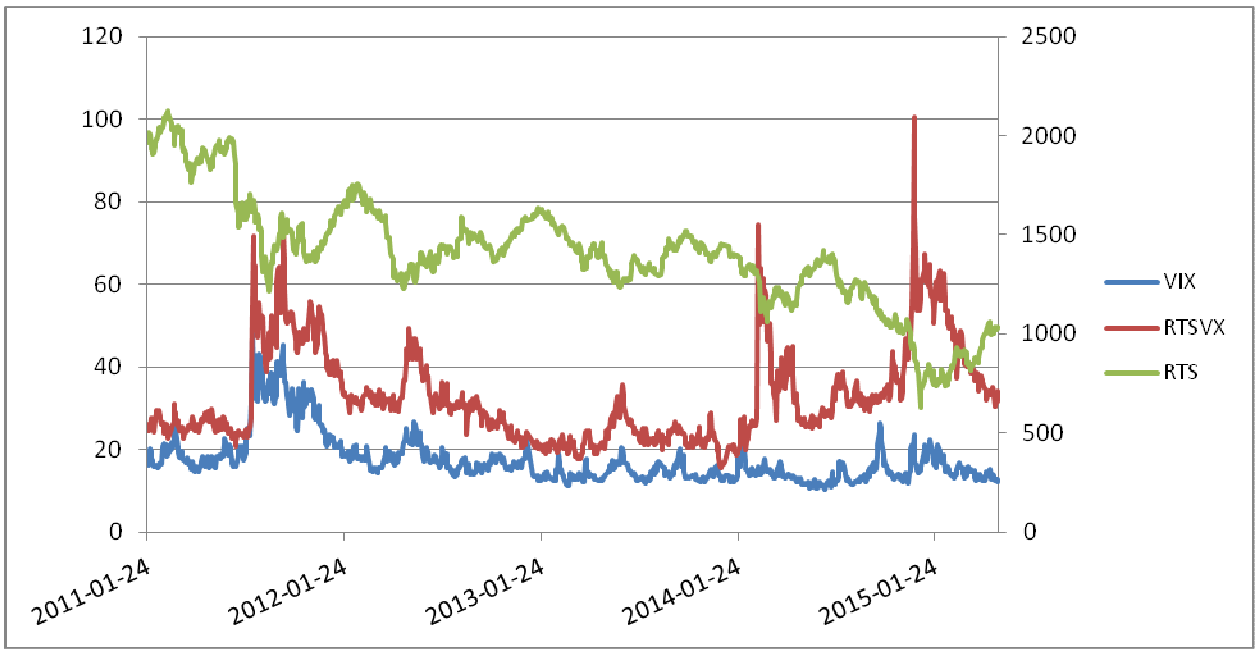

Рисунок 20. Динамика индекса РТС(в пунктах) и индексов RTSVX и VIX.*

*Источник: График построен автором на основе статистических данных, предоставленных Yahoo Finance. [Электронный ресурс]. – Режим доступа: URL: http://finance.yahoo.com/

Итак, исходя из графиков, можно судить о том, что для российского рынка действительно характерен высокий уровень волатильности, особенно в периоды спада. Разницу между уровнем волатильности развивающегося рынка России и развитым рынка США наглядно демонстрирует совмещенный график показателей RTSVX и VIX (рис.20). На графике видно, что в декабре 2014 г., приходящегося на пик недавнего фондового кризиса в России, значение индекса волатильности RTSVX достигает 100 пунктов, а с началом стабилизации ситуации данный показатель резко снижается.

Как уже было сказано ранее, для стран, относящихся к группе развивающихся рынков, характерна высокая волатильность, однако даже среди них российский показатель является самым высоким (рис. 21.1 и 21.2)

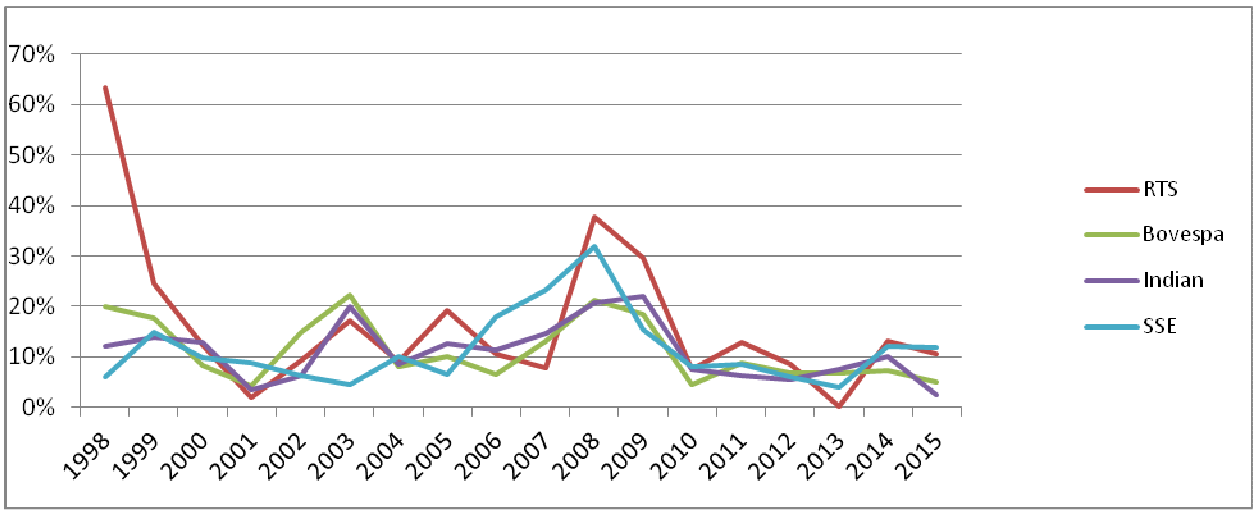

Рисунок 21.1 Волатильность некоторых мировых фондовых индексов (развивающиеся страны) в годовом выражении (в %).*

*Источник: График построен автором на основе статистических данных, предоставленных Yahoo Finance. [Электронный ресурс]. – Режим доступа: URL: http://finance.yahoo.com/

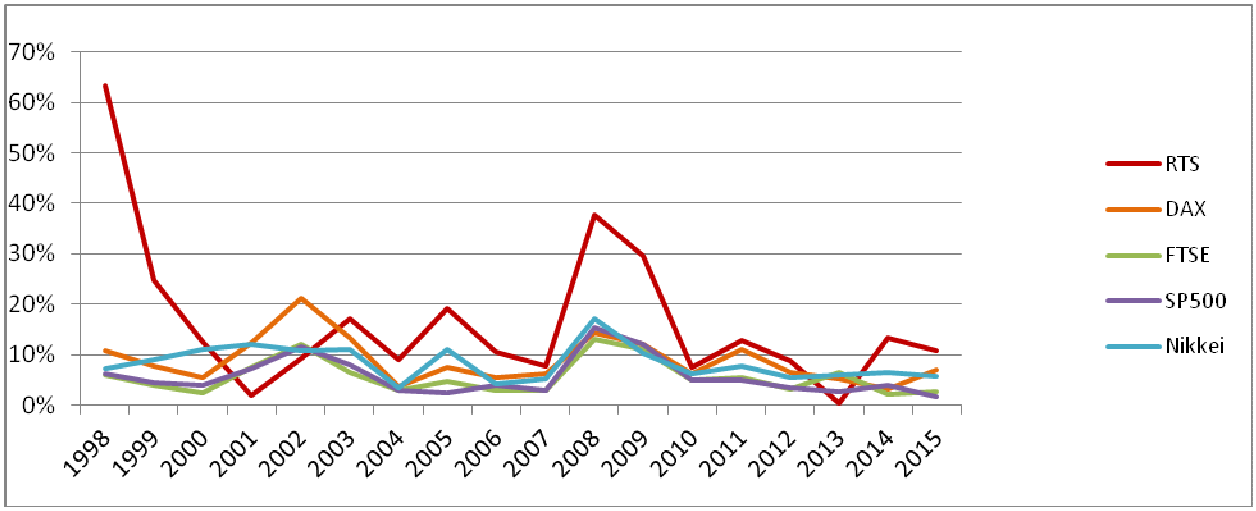

Рисунок 21.2. Волатильность некоторых мировых фондовых индексов (развитые страны) в годовом выражении (в %).*

*Источник: График построен автором на основе статистических данных, предоставленных Yahoo Finance. [Электронный ресурс]. – Режим доступа: URL: http://finance.yahoo.com/

Прямым следствием глобализации является тесная взаимосвязь фондовых бирж различных стран (рис.22.1 и 22.2)

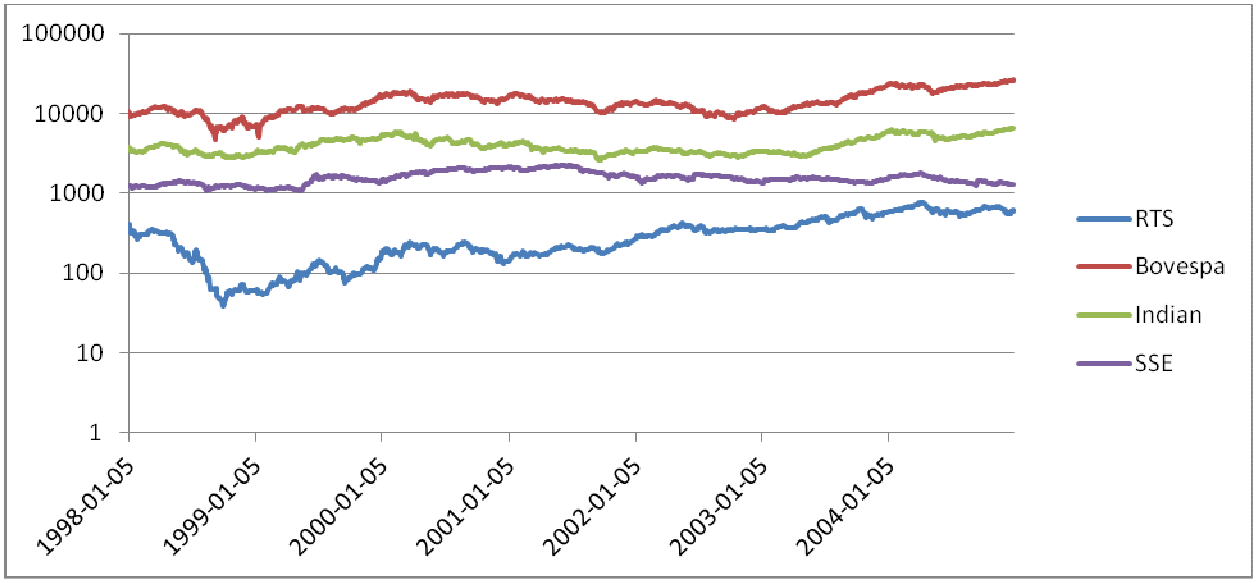

Рисунок 22.1. Динамика развитых рынков акций и рынка России (логарифмический масштаб)*

*Источник: График построен автором на основе статистических данных, предоставленных Yahoo Finance. [Электронный ресурс]. – Режим доступа: URL: http://finance.yahoo.com/

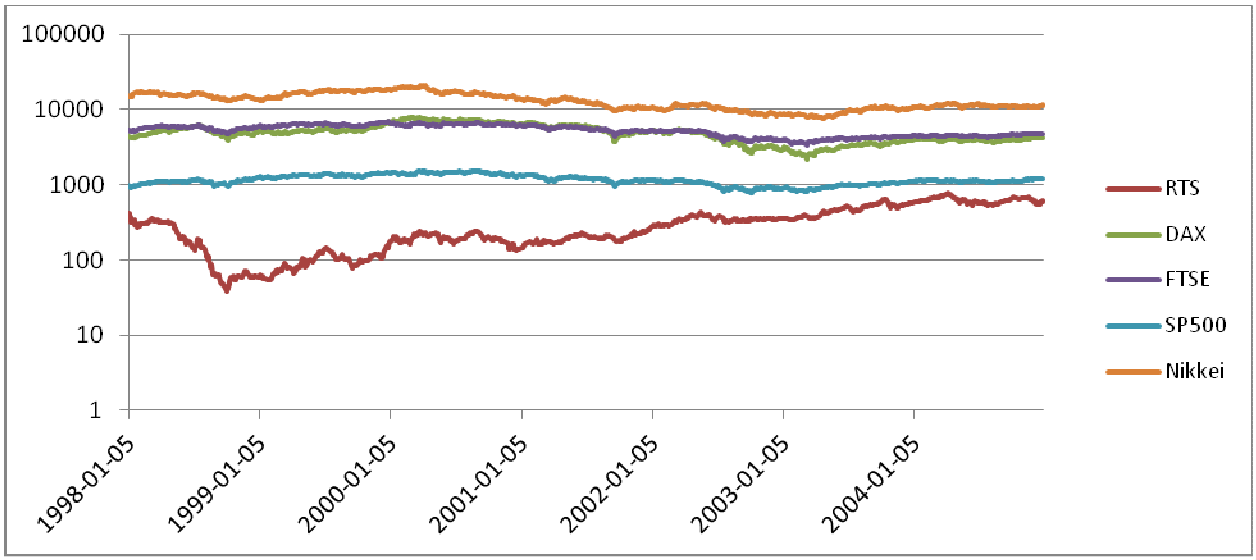

Рисунок 22.2. Динамика развивающихся рынков акций (логарифмический масштаб)*

*Источник: График построен автором на основе статистических данных, предоставленных Yahoo Finance. [Электронный ресурс]. – Режим доступа: URL: http://finance.yahoo.com/

По графикам видно, что фондовые индексы разных стран имеют похожую, практически симметричную динамику. Проблема состоит в том, что на фондовом рынке, интегрированном в глобальную финансовую систему, любые внешние негативные шоки легко находят свое отражение и способны серьезно дестабилизировать ситуацию на нем.

Одной из особенностей российского фондового рынка является его отраслевая структура. Ни для кого не секрет, что превалирующую долю на российском фондовом рынке занимают нефте- и газодобывающие компании. Как следствие, наблюдается тенденция высокой зависимости фондового рынка от динамики нефтяных цен. Наиболее наглядно это может продемонстрировать совмещенный график, на котором отражена стоимость барреля нефти Brent и композитный индекс российского фондового рынка ММВБ (рис.23).

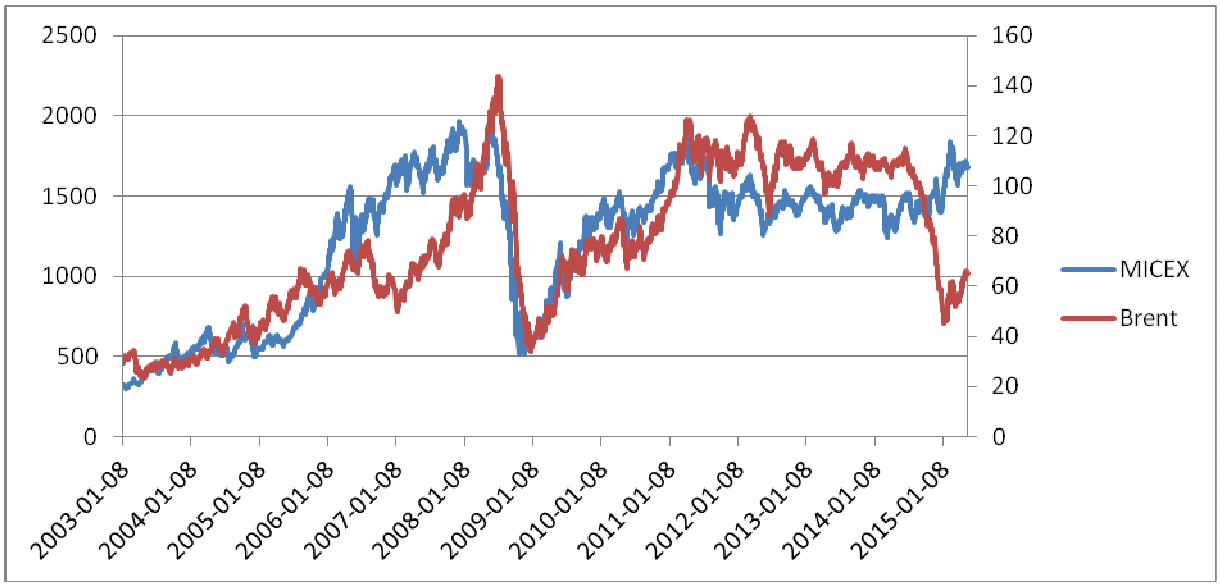

Рисунок 23. Динамика индекса ММВБ и цен на нефть марки Brent за 2003-2015гг.*

*Источник: График построен автором на основе статистических данных, предоставленных ММВБ-РТС и Yahoo Finance. [Электронный ресурс]. – Режим доступа: URL: http://moex.com/, http://finance.yahoo.com/

Как мы можем видеть на графике, большую часть времени для двух этих показателей характерно движение в одном направлении тренда, однако случаются и исключения в те моменты, когда в силу вступают другие факторы, оказывающие на российский фондовый рынок большее влияние, например, это может быть общемировая финансовая обстановка, или же геополитический фактор, как случилось в 2014 г.

Рассмотрим взаимосвязь динамики индекса ММВБ и цен на нефть более детально при помощи показателя корреляции.[41] (приложение А)

Данная таблица представляет нам данные по ежемесячным значениям корреляции между исследуемыми показателями. Нетрудно заметить, что в большинстве своем, корреляция имеет положительное значение, более того, она часто превышает значение 0,5, что говорит о достаточно сильной взаимосвязи. Отрицательные значения корреляции наблюдается меньшее количество раз и не являются сильными.

Для наглядности выведем отдельно годовые значения (табл. 2) и построим по ним график (рис.24)

Таблица 2. Среднегодовые значения корреляции между показателями индекса ММВБ и ценами на нефть марки Brent.*

Год	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Корреляция	-0,129	0,164	0,544	0,006	0,778	0,873	0,912	0,903	0,282	0,755	0,608	-0,251	0,603

*Источник: График построен автором на основе статистических данных, предоставленных ММВБ-РТС и Yahoo Finance. [Электронный ресурс]. – Режим доступа: URL: http://moex.com/, http://finance.yahoo.com/

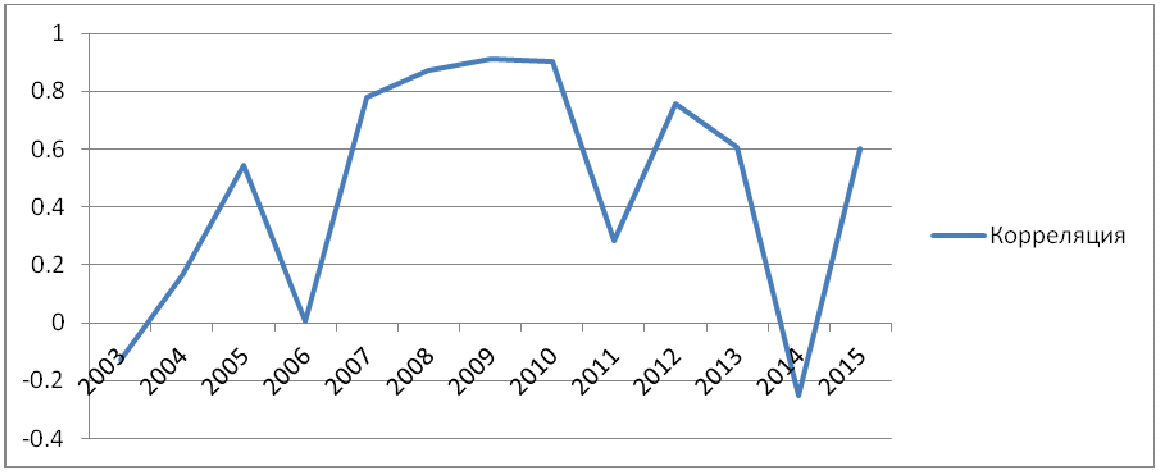

Рисунок 24. Динамика среднегодовых значений корреляции между показателями индекса ММВБ и ценами на нефть марки Brent.*

*Источник: График построен автором на основе статистических данных, предоставленных ММВБ-РТС и Yahoo Finance. [Электронный ресурс]. – Режим доступа: URL: http://moex.com/, http://finance.yahoo.com/

[41] Корреляция - это статистическая взаимосвязь двух или более случайных величин (либо величин, которые можно с некоторой допустимой степенью точности считать таковыми).

Итак, график показывает, что в 2014 г., впервые с 2003 г. наблюдалась отрицательная годовая корреляция между показателями индекса ММБВ и ценами на нефть. Цены на нефть всегда являлись определяющим фактором для отечественного фондового рынка, но в прошлом году наметилась тенденция его ослабевания, однако, длилось это недолго и уже в феврале 2015 года индекс ММВБ вновь продемонстрировал высокую корреляцию с ценами на нефть.

И наконец, необходимо отметить дивидендную политику российских компаний. Регулярная выплата дивидендов осуществляется в основном крупными эмитентами, для компаний средней и малой капитализации этот процесс не характерен – дивиденды либо вообще не выплачиваются, либо выплачиваются очень редко, а сумма дивидендов настолько мала, что они носят формальный характер.

Однако в последнее время в этом направлении наметилась положительная тенденция. Несмотря на кризис, в 2014г. российскими компаниями была выплачена большая сумма дивидендов, чем во все предыдущие годы, начиная с 2005 (рис.25)

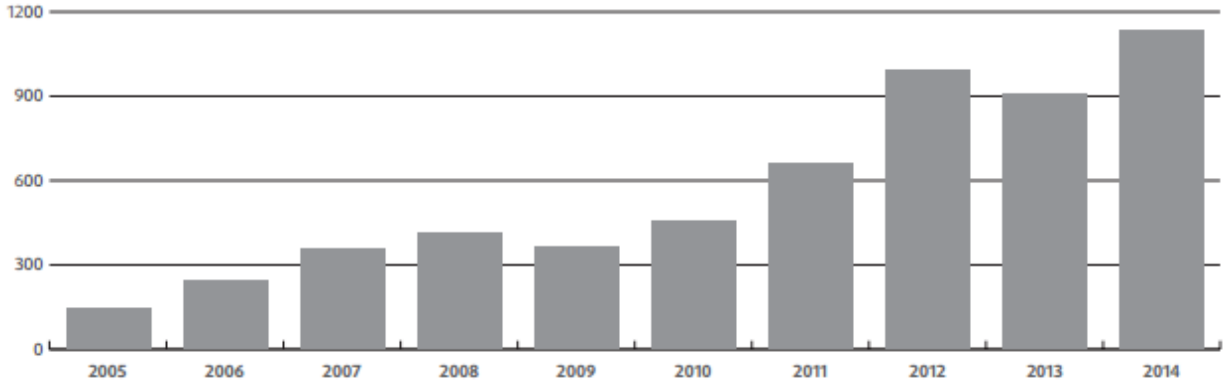

Рисунок 25. Динамика выплат дивидендов по обыкновенным акциям российскими эмитентами.*

*Источник: Аналитический обзор. Российский фондовый рынок. События и факты. Обзор рынка за 2014 год// НАУФОР [Электронный ресурс]. – Режим доступа: URL: http://www.naufor.ru/download/pdf/factbook/ru/RFR2014.pdf

Однако, в то же время, количество компаний, выплативших дивиденды в 2014г. сократилось. Отсутствие регулярных дивидендных выплат является

одной из причин спекулятивного характера российского рынка, т.к. не имея возможности получать регулярный дивидендный доход, инвесторы предпочитают зарабатывать на курсовых разницах и спекуляциях.

Подводя итог, можно сказать о том, что кризисы последних лет ярко продемонстрировали слабые стороны российского фондового рынка.

Ни для кого не секрет, что наша финансовая система не совершенна в целом, также как и организация фондового рынка, еще остается много пробелов в законодательстве. Однако сейчас вероятно стоит направить усилия на то, чтобы обеспечить его устойчивость и не допустить таких же обвальных падений котировок российских компаний в случае очередных финансово-экономических или политических потрясений как в нашей стране, так и на мировой арене.

Для преодоления кризисной уязвимости российского фондового рынка возможно предпринять следующие шаги.

1) Необходимо создание механизма стимулирования спроса именно со стороны российских инвесторов на отечественные фондовые активы, т.е. необходимо сформировать широкий круг как институциональных, так и частных (розничных) внутренних инвесторов.

Без решения этой задачи обеспечение устойчивости фондового рынка просто невозможно, т.к. основными покупателями так и останутся иностранные инвесторы, а в случае возникновения очередного глубокого кризиса единственным гарантом спасения останутся государственные средства, которые, как мы убедились в прошлом году, являются далеко не безграничными. В первую очередь, должны быть созданы класс внутренних инвесторов, внутренний рынок ликвидности с определением реального уровня процентных ставок. С таким набором характеристик наш внутренний рынок значительно укрепит свои позиции и станет еще более привлекательным, а тогда уже и кризисы, которые являются неотъемлемой

ступенью цикла экономического развития будут не так страшны и губительны.

2) Совершенствование системы оценки акций российских компаний путем фундаментального анализа.

Кризисы последних лет выявили недостаточный уровень корпоративного управления и риск-менеджмента. Несомненно, после 2008г. ситуация изменилась в лучшую сторону, приходят новые специалисты, применяется иностранный опыт, но и все же, пока что рано говорить о том, что работа в этом направлении окончательно завершена. В частности кризис 2008г. продемонстрировал, что рыночная капитализация частных компаний часто росла в том случае, когда под залог крупных пакетов акций брались кредиты, т.е. за счет левериджа. На выданные кредиты покупались новые акции, которые вновь закладывались в обмен на новые кредиты и так до бесконечности, вернее чаще всего до банкротства, которое наступало вместе с кризисом, т.к. банки требовали срочного возвращения ссуд или повышения обеспечения по обесценившимся акциям, т.е. банки производят маржин-коллы. Данная стратегия позволяла быстро наращивать капитализацию, однако она тоже носит характер своеобразного пузыря. Тут на помощь приходит ВЭБ, т.к. только он способен предотвратить массовую череду надвигающихся банкротств. Получается, что основным критерием, который выбирает менеджмент компании – это контроль над большими активами, но этот критерий не подходит под определение эффективного управления. Таким образом, можно сделать вызвать, что падение фондового рынка как в 2008г., так и в 2014г. были вызваны низким уровнем корпоративного управления в российских компаниях.

Еще более настораживающим является тот факт, что аналогичная проблема характерна и для институциональной среды российского фондового рынка. Столь резкие взлеты и падения, случающиеся на рынке трудно поддаются объяснению без признания того, что фондовый рынок в России все еще остается непрозрачным, еще финансовые институты имеют

недостаточную капитализацию, а также низкий уровень риск-менеджмента. Одной из главных функций финансового института является принятия на себя рисков и ответственности за них, однако, за годы нефтяного изобилия участники российского рынка успели об этом позабыть. Конечно, несправедливо будет не учесть достижений последних лет – совершенствование торговой и учетной инфраструктуры, которая позволяет снизить издержки участников рынка, но все же, именно создание новой институциональной среды, в которой все участники рынка находились бы в равных условиях, а рынок был бы полностью прозрачным, хотя в этом направлении уже были сделаны решительные шаги, например, в области запрещения торговли на основе инсайдерской информации.

3) Необходимо развитие внутреннего рынка государственных облигаций.

До тех пор, пока в нашем бюджете наблюдался профицит, а резервные фонды, создаваемые на случай «черного дня» регулярно пополнялись, вопрос о развитии данного рынка не ставился, ведь имелось достаточное количество резервов, а развитый рынок государственных облигаций может составить конкуренцию рынку корпоративных облигаций, создавая эффект замещения частных инвестиций государственными.

Несомненно, в этих действиях прослеживается логика, но дело в том, что отказавшись от создания полноценного рынка государственных облигаций, который присущ всем развитым странам, Россия сознательно вступила на путь создания финансовой системы, в которой ориентиры доходности определяются рынком государственных облигаций другой страны, в частности, США, или же на основе ставок LIBOR, прозрачность которых, кстати, была поставлена под сомнение, в виду выявленных махинаций. По итогам расследования, проведенного Комиссией по ценным бумагам и биржам (SEC) США и Министерством юстиции США, а также при участии властей Евросоюза, Японии и Швейцарии, было выявлено, что ряд

крупных банков, таких как Barclays, UBS[42] и др., оказывали влияние на определение ставки LIBOR, таким образом скрывая свои проблемы с финансированием, что, в свою очередь, способствовало развитию кризиса 2008 года. В виду вскрывшихся махинаций невозможно говорить о том, что определение доходности на основе ставок LIBOR является эффективным. Получается, используя ставки, определяемые другими странами, центр ликвидной всей российской финансовой системы оказывается вытесненной за национальные рамки.

Однако кризисные потрясения все-таки имеет положительные стороны. Возвращаясь к вопросу о недостаточном количестве розничных инвесторов среди участников российского фондового рынка, нужно сказать о том, что именно данный факт не привел к существенному снижению доходов домохозяйств, в отличие, например, от американского рынка, где на все вложения в акции приходится 25% финансовых вложений домохозяйств.

Именно невысокий уровень развития коллективных инвестиций и низкая вовлеченность частных инвесторов в инвестирование на фондовом рынке позволяют сосредоточиться на главной проблеме: как сделать инвестирование сбережений российских домохозяйств в инструменты российского фондового рынка интересным для этих домохозяйств, как максимально расширить внутреннюю базу инвесторов. В принципе эти меры понятны. Это и налоговое стимулирование долгосрочных инвестиций, и создание благоприятного имиджа российского фондового рынка, и формирование институциональных основ для создания эффективного и прозрачного ценообразования (где обязательно должны быть меры по защите инвесторов от использования инсайдерской информации и манипулирования ценами), и создание механизма защиты частных инвесторов на российском фондового рынке (в частности, создание компенсационных фондов).

Опыт двух кризисов последних лет однозначно бесценен. На основе их можно сделать выводы для построения независимого и эффективного

[42] Ими был выплачен штраф

фондового рынка, который будет в полной мере удовлетворять потребности национальных инвесторов и эмитентов, а также всей национальной финансовой системы, и если после 2008г. наши власти еще не до конца осознали, что необходимо предпринимать решительные меры, то хочется надеяться, что после событий 2014г. будут произведены кардинальные изменения. Если этот рынок будет интересен для отечественной экономики, конкурентоспособен, если российские фондовые активы будут представлять реальную ценность, а российская торговая инфраструктура — отвечать всем требованиям современного развития, тогда этот рынок станет интересен и внутренним и внешним инвесторам.

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

Кризисы фондовых рынков являются неотъемлемым этапом развития как самих рынков акций, так и всей финансовой системы в целом. Кризис рынка ценных бумаг может быть рассмотрен как составляющая или предпосылка финансового кризиса, а также как изолированный специфический кризис.

Теоретический анализ, проведенный в первой главе данной работы, позволяет сделать вывод о том, что возникновение фондовых кризисов может быть причиной действия следующих механизмов:

- Кризиса ликвидности;
- Мыльного пузыря;
- Спекулятивной атаки.

Фондовый рынок каждой из стран является уникальным, что подразумевает под собой индивидуальные причины возникновения кризисов на этих рынках. Однако исторический анализ дает нам основание утверждать, что глубинные причины, запускающие вышеперечисленные механизмы и обуславливающие возникновения фондовых кризисов могут определяться степенью развития фондового рынка той или иной страны.

На основе разделения мировых фондовых рынков на развитые и формирующиеся, а также хронологического анализа событий последних лет, были выявлены характерные для каждого типа рынков причины возникновения кризисов.

Так, для развитых фондовых рынков были определены следующие причины:

- Эффект «горячих денег»
- Ошибки рынка
- Тесная взаимосвязь мировых фондовых рынков
- Кредитная накачка экономики

- Развитие неконтролируемого рынка деривативов

В свою очередь, для развивающихся рынков были выделены:

- Зависимость от иностранного капитала;
- Фундаментальные проблемы экономики;
- Спекулятивные атаки.

Естественно, данный список не является исчерпывающим, т.к. фондовые кризисы порой могут иметь совершенно уникальную природу возникновения, однако в наибольшем количестве случаев вышеприведенная классификация причин возникновения фондовых кризисов имеет место быть. Таким образом, в результате анализа мирового опыта современных фондовых кризисов удалось выявить как общие для всех, так и специфические для отдельных рынков причины их возникновения.

В соответствии с классификацией МВФ и Morgan Stanley российский фондовый рынок относится к категории развивающихся рынков. В связи с этим, характеристика российского фондового рынка проводилась с точки зрения его принадлежности к данной категории.

Российский фондовой рынок является абсолютно уникальным примером. Стремительная история его становления во многом обусловила его кризисную уязвимость. Ретроспективный и математический анализ кризисных явлений на отечественном фондовом рынке позволил идентифицировать факторы его кризисной уязвимости, к которым можно отнести следующие:

- Сильная волатильность и, как следствие, высокий уровень риска;
- Глубокая вовлеченность в глобальный финансовый рынок;
- Превалирование добывающих компаний в структуре фондового рынка;
- Дивидендная политика российских компаний.

Эти факторы во многом обусловлены структурой российского фондового рынка и его внутренними противоречиями. Нельзя не отметить

тот факт, что в течение последних 15 лет отечественный фондовый рынок значительно продвинулся в своем развитии, в первую очередь, благодаря совершенствованию финансового законодательства, однако факторы кризисной уязвимости российского рынка все еще сохраняют свою силу, что не позволяет сделать рынок устойчивым. Для преодоления имеющихся проблем необходимо предпринять ряд шагов, среди которых особенного выделить следующие:

1) Создание механизма стимулирования спроса именно со стороны российских инвесторов на отечественные фондовые активы;
2) Совершенствование системы оценки акций российских компаний путем фундаментального анализа.
3) Развитие внутреннего рынка государственных облигаций.

Устойчивый фондовый рынок несомненно станет интересным для отечественной экономики и как следствие – конкурентоспособным, что позволит привлечь как внутреннего, так и внешнего инвестора и обеспечить дальнейшее развитие и совершенствование российского рынка ценных бумаг, без которого невозможно эффективное функционирование всей финансовой системы.

СПИСОК ИСПОЛЬЗОВАННЫХ ИСТОЧНИКОВ

1. Федеральный Закон от 22.04.1996 N 39-ФЗ (ред. от 06.04.2015) "О рынке ценных бумаг" [Электронный ресурс] – Режим доступа: http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_177715/
2. Кохен Д. Психология фондового рынка: страх, алчность и паника : Пер. с англ. - М. :СмартБук, 2009.
3. Макроэкономика. Теория и российская практика : учебник / под ред. А.Г. Грязновой и Н.Н. Думной.—6-еизд., стер. — М. : КНОРУС, 2011
4. Миркин Я.М. Финансовый конструктивизм. М.: Лингва-Ф, 2014
5. Миркин Я.М. Рынок ценных бумаг. Учебное пособие. М.:— Финансовый университет, кафедра «Финансовые рынки и финансовый инжиниринг», 2005
6. Рейнхарт К., Рогофф К. На этот раз все будет иначе. Восемь столетий финансового безрассудства [пер. с англ. Д. Стороженко]. – М.: Карьера-Пресс
7. Финансовые рынки: электронный учебник. Кол. авторов под ред. С.В.Брюховецкой, Б.Б.Рубцова.– М.:Финансовый университет, кафедра «Финансовые рынки и финансовый инжиниринг», 2013
8. Миркин Я.М. «Национальный доклад: Риски финансового кризиса в России: факторы, сценарии и политика противодействия» - М.: Финакадемия, 2008.
9. Станик Н.А. Кризисы на рынке ценных бумаг: характерные черты и методы ранней идентификации. Диссертация на соискание ученой степени кандидата экономических наук. М.: – Финансовый университет, 2013.
10. Аникин А.В. О типологии финансовых кризисов // Вестник Московского университета. сер. 6, Экономика. - 2001. - N 4
11. Манжос В. Рынок в эпоху глобальных перемен, РЦБ, 2015, №1

12. Костиков И., Беляев М. Современный кризис: Основные пути предоления, РЦБ, 2009, №5
13. Богетич Ж. Влияние мирового финансового кризиса на экономику России, Депозитариум, 2009, №1
14. Цветков В.А. Причины, развитие и последствия экономического кризиса для России, Международная экономика, 2010, №3
15. Гейнц Д., Турчановский Д. Кризис на фондовом рынке –взгляд изнутри, РЦБ, 2009, № 2
16. Bae, K., Karolyi, A., and Stulz, R. A New Approach to Measuring Financial Contagion. Review of Financial Studies
17. Claessens, Stijn; Kose, M. Financial Crises: Explanations, Types and Implications, IMF report, 2013. [Электронный ресурс]. – Режим доступа: URL:http://www.imf.org/external/pubs/cat/longres.aspx?sk=40283.0
18. Eichengreen B., Portes.R. The anatomy of financial crises,1987
19. Markwat T., Kole, D. Van Dijk .Contagion as Domino Effect in Global Stock Markets Econometric Institute, Erasmus University Rotterdam, April 3, 2009,
20. Patel S. and Sarkar A. Crises in Developed and Emergin Stock Markets
21. Большой Энциклопедический словарь, [Электронный ресурс]. – Режим доступа: URL: http://dic.academic.ru/dic.nsf/enc3p/168202
22. Современная Энциклопедия, [Электронный ресурс]. – Режим доступа: URL: URL:http://dic.academic.ru/dic.nsf/enc1p/24870
23. Финансово-кредитный энциклопедический словарь. — М.:— Финансы и статистика. Под общ.ред. А.Г. Грязновой. 2002. [Электронный ресурс]. – Режим доступа: URL: http://finance_loan.academic.ru/1910/
24. Почему слабеют развивающиеся рынки. [Электронный ресурс]. – Режим доступа: URL: http://www.vestifinance.ru/articles/48647
25. Iran Moves Closer to Restoring Oil Exports on Nuclear Accord [Электронный ресурс]. – Режим доступа: URL:

http://www.bloomberg.com/news/articles/2015-04-02/iran-moves-closer-to-restoring-oil-exports-after-nuclear-accord

26. http://www.gks.ru/ – официальный сайт Федеральной службы государственной статистики
27. http://www.rbc.ru/ – информационный портал РБК
28. http://www.consultant.ru/ – справочная правовая система «Консультант Плюс»
29. http://moex.com/ - официальный сайт Московской биржи
30. https://www.jpmorgan.com – официальный сайт J.P.Morgan
31. https://www.msci.com – официальный сайт независимого провайдера исследовательских данных для институциональных инвесторов MSCI
32. http://expert.ru/ - официальный сайт журнала «Эксперт»
33. http://www.cbr.ru/ - официальный сайт Центрального Банка России
34. http://www.federalreserveonline.org/ - официальный сайт ФРС США

Приложение А

2003											
январь	февраль	март	апрель	май	июнь	июль	август	сентябрь	октябрь	ноябрь	декабрь
-0,190	0,894	0,863	-0,683	0,706	-0,280	-0,302	-0,153	-0,182	0,796	-0,761	0,100
2004											
январь	февраль	март	апрель	май	июнь	июль	август	сентябрь	октябрь	ноябрь	декабрь
-0,414	0,896	-0,250	-0,432	0,280	-0,233	-0,433	-0,417	0,846	-0,507	-0,196	-0,067
2005											
январь	февраль	март	апрель	май	июнь	июль	август	сентябрь	октябрь	ноябрь	декабрь
-0,050	0,876	-0,484	0,384	0,723	0,866	0,303	0,569	-0,095	0,457	-0,806	0,418
2006											
январь	февраль	март	апрель	май	июнь	июль	август	сентябрь	октябрь	ноябрь	декабрь
0,616	-0,539	0,246	0,930	0,823	0,563	-0,197	-0,269	0,830	0,428	0,873	-0,883
2007											
январь	февраль	март	апрель	май	июнь	июль	август	сентябрь	октябрь	ноябрь	декабрь
0,773	0,424	0,766	-0,030	-0,625	0,405	0,698	0,710	0,641	0,615	-0,263	0,031
2008											
январь	февраль	март	апрель	май	июнь	июль	август	сентябрь	октябрь	ноябрь	декабрь
0,635	0,680	0,473	0,512	0,634	-0,655	0,797	0,293	0,842	0,810	0,945	-0,367
2009											
январь	февраль	март	апрель	май	июнь	июль	август	сентябрь	октябрь	ноябрь	декабрь
0,283	0,590	0,879	0,379	0,884	0,085	0,975	0,563	0,032	0,739	0,374	0,068
2010											
январь	февраль	март	апрель	май	июнь	июль	август	сентябрь	октябрь	ноябрь	декабрь
0,559	0,082	0,736	0,057	0,865	0,779	0,853	0,943	0,725	-0,596	0,651	0,745
2011											
январь	февраль	март	апрель	май	июнь	июль	август	сентябрь	октябрь	ноябрь	декабрь
0,283	0,139	0,790	-0,137	0,730	0,678	0,379	0,522	0,931	0,700	0,785	0,536
2012											
январь	февраль	март	апрель	май	июнь	июль	август	сентябрь	октябрь	ноябрь	декабрь
-0,698	0,593	0,682	0,737	0,827	-0,377	0,059	0,732	0,173	0,333	-0,165	0,248
2013											
январь	февраль	март	апрель	май	июнь	июль	август	сентябрь	октябрь	ноябрь	декабрь
0,651	0,691	0,508	0,905	0,420	0,341	0,720	-0,197	-0,779	0,214	-0,274	0,027
2014											
январь	февраль	март	апрель	май	июнь	июль	август	сентябрь	октябрь	ноябрь	декабрь
0,482	0,664	-0,215	-0,776	0,519	0,472	0,378	-0,911	0,340	-0,103	-0,562	0,919
2015											
январь	февраль	март	апрель								
-0,607	0,710	0,845	0,046								

Источник: собственные расчеты автора