ФИНАНСОВАЯ АКАДЕМИЯ ПРИ ПРАВИТЕЛЬСТВЕ РОССИЙСКОЙ ФЕДЕРАЦИИ

На правах рукописи

ББК:

Зафар Икбал Захид

Развитие и современное состояние фондового рынка Пакистана

08.00.10 - Финансы, денежное обращение и кредит

Диссертация
на соискание ученой степени
кандидата экономических наук

Научный руководитель:
кандидат экономических наук, доцент Рубцов Б.Б.

Москва - 2001

СОДЕРЖАНИЕ

ВВЕДЕНИЕ

Актуальность темы. Одной из наиболее заметных тенденций развития мировой финансовой системы в последние два десятилетия XX в. стало повышение доли так называемых "формирующихся рынков" в мировой капитализации и совокупной задолженности по ценным бумагам. Одновременно значительно выросла волатильность их фондовых рынков. Как показал так называемый азиатский кризис 1997-1998 гг., а затем и российский дефолт 1998 г., потрясения в этих странах способны серьезно повлиять на всю мировую экономику.

Пакистан, наряду с Россией, Бразилией, Южной Кореей, ЮАР, Китаем, Индией, Мексикой, Турцией и Индонезией входит в группу важнейших формирующихся рынков, что определяется масштабами страны, ее экономическим потенциалом и ролью в южно-азиатском регионе. Размеры фондового рынка Пакистана, по сравнению с перечисленными государствами, еще достаточно скромны, однако тем большим потенциалом роста он обладает.

В начале 90-х годов произошла либерализация валютного законодательства Пакистана, сопровождавшаяся повышением интереса международных инвесторов к его ценным бумагам.

До начала 70-х годов экономика финансового сектора слабо освещалась экономистами развивающихся стран. Проблемы функционирования финансовых рынков по своей популярности оставались позади торговой и фискальной политики. В 70-е годы наблюдается рост интереса к финансовому сектору развивающихся стран, что отчасти является результатом теоретических работ Р. Маккиннона[1], который указал на

[1] McKinnon R. I. Money and Capital in Economic Development. Washington , DC: Brookings Instituition,1973.

устойчивую связь между развитием финансовых учреждений и экономическим ростом.

Среди различных проблем развития финансового сектора одной из основных выступает эффективность рынка капитала. В экономической литературе выделяются три формы эффективности: сильная, умеренная и слабая. Данный вопрос достаточно хорошо изучен в отношении развитых рынков, однако применительно к формирующимся рынкам исследований мало, а по Пакистану их вообще нет. Вышеперечисленные факты определяют актуальность настоящего исследования.

Степень разработанности проблемы. Целый ряд пакистанских экономистов внесли вклад в изучение финансового рынка Пакистана и его сегментов: рынка акций, краткосрочных и долгосрочных заимствований, производных финансовых инструментов. Наиболее значимые результаты получили Е. Ахмад и У. Заман, Д. Фазал, Е. Ахмед и Дж.Б.Россер Мл. и Н. Кхилджи.[1] Однако недостатком этих работ является то, что их авторы использовали только качественный анализ и не обращали внимания на количественную сторону. Кроме того, большинство из этих исследователей имело дело лишь с отдельными отраслевыми данными. В настоящей работе используются ежедневные данные, и не только по различным секторам экономики, но и по конкретным компаниям.

Анализ проблем экономического и социального развития Пакистана содержится в работах ряда российских ученых: В. Я. Белокреницкого, В.Е. Ганковского, И. В. Жмуйды, С. И. Илларионова, С. Н. Каменева, С. Ф. Левина, Р. М. Мукимиджановой, М.А. Яковлева и других. Основное внимание в этих исследованиях уделялось внешнеэкономическим аспектам. Специальных исследований, посвященных рынку акций Пакистана, в российской литературе не было.

Общие вопросы развития финансовых рынков развитых и развивающихся стран содержатся в многочисленных публикациях

[1] Ahmad.E. and B.U.Zaman. " Volatility and Stock Returns at Karachi Stock Exchange"// Pakistan Social and Economic Review.1999.,Fazal . The Distribution of Stock Returns in an Emerging Market:Pakistani Market// unpublished , Ahmad . E . Rosser J.B. Non Linear Speculative Bubbles in the Pakistani Stock Market"// Pakistan Development Review . - # 34 . pp. 35-41 . Khiliji N.M. Non linear Dynamics and Chaos: Application to Financial Markets in Pakistan // The Pakistan Development Review. – 1994. - #33(4) – p. 1417-1429.

российских и иностранных ученых. В диссертации использовались исследования таких авторов, как В. Ерранза, Е.Лоск, Ю.Фама, К.Р. Френч, В.Х. Харманн, М. К. Джан, Джамшед Аппал, К. Парк, А. Агтмаел, Б. Солник[2], А.В.Аникин, А.И. Басов, Н.И.Берзон, А.И. Буренин, С.А. Былиняк, В.А. Галанов, З.К. Голда, И.А. Гусева, И.А. Динкевич, Е.Ф. Жуков, В.И. Колесников, Л.Н.Красавина, О.И.Лаврушин, , Я.М.Миркина, А.Д.Радыгина, Б.Б.Рубцов, Е.В. Семенкова, В.С. Торкановский, Л.А. Чалдаева, А.Б. Фельдман и др.

Это исследование - попытка на примере Пакистана объединить качественные и количественные методы анализа фондового рынка (в Пакистане это фактически только рынок акций) и дать рекомендации профессиональным участникам рынка и его регуляторам.

Цель и задачи исследования. Целью настоящего исследования является разработка подходов к анализу формирования фондового рынка развивающейся страны (на примере Пакистана) на основе количественной и качественной оценки факторов, влияющих на его динамику.

В соответствии с этими целями в работе поставлены следующие задачи:

определить особенности институциональной структуры фондового рынка Пакистана как развивающейся страны;

выявить общие и национально-специфические черты развития рынка акций Пакистана в сравнении с другими формирующимися рынками, в т.ч. Россией;

исследовать механизм финансирования пакистанских фирм и выявить роль внутренних и внешних источников финансирования;

провести качественный анализ развития рынка капиталов Пакистана, определив место на нем рынка акций;

раскрыть влияние исламского фактора на развитие рынка капиталов;

определить соотношение источников доходов (дивиденды и прирост курсовой стоимости) на рынке акций Пакистана и их динамику;

---

[2] Errunza V., K Hogan Jr., Kini P. Conditional Hetroscadasticity Global Stock Return Distributions// The Financial Review. 1994. # 29 . pp. 293-317., Fama., Eugene F.Stock Returns,Expected Returns and Real Activity// Journal of Finance. 1990. # 45(4). pp. 1089-1108. , Uppal J.Y. The Internationalization of the Pakistani Stock Market. An Empirical Investigation// Pakistan Development Review. 1993. # 32(4). pp.605-618.

на основе различных эконометрических моделей провести анализ эффективности рынка капиталов Пакистана;

определить влияние сезонных и специфических для Пакистана факторов (Рамадан, политическая конфронтация с Индией) на поведение рынка акций;

установить степень взаимосвязи динамики рынка акций Пакистана с другими развитыми и формирующимися рынками;

выработать рекомендации по повышению эффективности функционирования пакистанского рынка акций.

Объект и предмет исследования. Объектом исследования в работе выступает фондовый рынок Пакистана как система отношений и институтов, связанных с выпуском и обращением долевых и долговых инструментов финансирования. Предметом исследования служат национальные и международные взаимосвязи факторов динамики пакистанского фондового рынка.

Методология и методика исследования. Методологическую и теоретическую основу диссертации составляют фундаментальные положения современной теории финансовых рынков и управления портфелем ценных бумаг. В работе был применен системный подход, базирующийся на сочетании макро- и микроэкономического анализа. Последний позволил выделить функциональные и структурные связи экономических субъектов. Решение конкретных проблем достигалось методом регрессионного анализа с использованием современных эконометрических моделей.

Информационная база исследования. В работе использовались данные Международного валютного фонда, Международной финансовой корпорации, центрального банка и министерства финансов Пакистана, документы регулятивных органов. Сведения о динамике цен акций ведущих пакистанских компаний взяты из базы данных Фондовой биржи Карачи. В диссертации также используется информация, полученная диссертантом в результате личного опроса членов фондовых бирж и менеджеров пакистанских компаний.

Научная новизна работы. В результате проведенного исследования автором были получены следующие научные результаты:

проанализирована структура рынка капиталов Пакистана и определено место в ней фондового рынка, который, как и в большинстве развивающихся стран, занимает подчиненное место по сравнению с рынком банковского кредита;

раскрыта роль эмиссии ценных бумаг в финансировании пакистанских компаний;

доказано, что, несмотря на национальные особенности, структура рынка капиталов Пакистана типична для развивающейся страны;

выявлены взаимосвязи между различными участниками рынка капиталов Пакистана и показана доминирующая роль банков;

сформулирована авторская позиция по вопросу об особенностях функционирования исламской финансовой системы;

раскрыта структура инвесторов на фондовом рынке Пакистана и сделан вывод о концентрации собственности в руках ограниченного круга акционеров - представителей нескольких десятков олигархических семей, а также государства;

сформулированы основные проблемы развития рынка акций Пакистана и предложены пути их решения;

протестирована гипотеза об эффективности рынка ценных бумаг применительно к Пакистану и сделан вывод о том, что рынок акций Пакистана не эффективен;

выявлено наличие фактора сезонности на рынке акций Пакистана, определено воздействие политических факторов на динамику рынка акций;

показана степень взаимосвязи динамики пакистанского рынка с рынками развитых и развивающихся стран и сделан вывод о слабой положительной корреляции с большинством развитых и развивающихся рынков;

раскрыты причины высокой волатильности фондового рынка Пакистана, основными из которых являются фрагментация рынка и плохая информированность его участников, приводящая к возникновению спекулятивных «пузырей» на рынке акций.

Практическая значимость темы исследования обусловлена возможностью использования методов и подходов анализа динамики доходов

на рынке акций Пакистана, предложенных в диссертации, для разработки стратегий инвестирования профессиональными управляющими, в том числе и на других рынках, например, российском.

Выводы и положения диссертации могут быть использованы в учебном процессе в экономических вузах в преподавании ряда курсов по специальности "Финансы и кредит".

Апробация и внедрение результатов исследования. Научные результаты исследования нашли отражение в двух статьях общим объемом 0,6 п.л.:

1. Is Pakistani Capital Market On Road To Efficiency? //Business Recorder, 28 July, 2000, p. 2.
2. Исламизация на рынке капитала (на примере Пакистана) //Вестник Финансовой Академии, 2001. №1(17), С. 91-95.

Объем и структура работы. Диссертация изложена на 151 странице машинописного текста, состоит из введения, четырех глав и заключения. Работа содержит также список литературы и 11 приложений. Общий объем 175 стр.

Глава 1. ОСОБЕННОСТИ НАЦИОНАЛЬНОЙ ЭКОНОМИКИ И ИХ ВЛИЯНИЕ НА ФОНДОВЫЙ РЫНОК ПАКИСТАНА

1.1. ПРОБЛЕМЫ СБЕРЕЖЕНИЙ И ИНВЕСТИЦИЙ В ПАКИСТАНЕ

Процессы формирования денежных ресурсов, потенциально доступных для финансирования капиталообразующих инвестиций и накопления основного капитала в естественной форме, опосредованы системой сложных распределительных и перераспределительных связей. Основным финансовым источником инвестиций являются валовые (национальные) сбережения, представляющие собой часть располагаемого дохода, которая не была израсходована на конечное потребление товаров и услуг. Рассмотрим процессы сбережения и инвестирования на примере экономики Пакистана.

Пакистанскую экономику характеризуют следующие особенности:

- серьезное снижение темпов экономического роста в 90-е годы;
- низкий уровень промышленного развития;
- слабый экспортный сектор и, как результат, неуравновешенный торговый баланс;
- слабая социальная защищенность населения;
- рост бедности;
- кризис законодательно-правовой инфраструктуры;
- полная потеря доверия со стороны иностранных инвесторов.

Вплоть до 2010 г. пакистанскую экономику ждут 10 трудных лет. К этому времени пакистанское население достигнет 170 млн. человек, из них 80 млн. будут жить за чертой бедности[1]. В результате реализации в Пакистане в 90-е годы программы структурных преобразований уровень нищеты возрос с 20 до 34%[2]. Внутренние сбережения в Пакистане все еще слишком малы, особенно в сравнении с некоторыми быстро развивающимися странами. Например, валовые внутренние сбережения составили в Пакистане в 1997 г.

[1] Aazim M. "China as a role model for economic model for economic revival"Dawn. 2000. Jan23.
[2] Sharif M. "Debt relief, poverty alleviation in poor countries" The News International. 2000. April 24.

(по отношению к ВВП) 14,1% по сравнению с 38,7 % в Индонезии, 38,1 % в Малайзии и 40,5% в Китае. К 1999 г. доля национальных сбережений в ВВП снизилась до 12%.[1]

Недостаток сбережений отражается на инвестициях, что, в конечном итоге, приводит к более низким темпам роста. Среднегодовой темп роста пакистанской экономики в 1990-х гг. составлял 3%, снизившись вдвое по сравнению с 1980-ми гг. (6%).[2] В 1998/1999 ф.г. темп роста ВВП составил 3,1%, по сравнению с запланированными 6% и фактическим ростом в 4,3 % в 1997/1998 ф.г. В 2000 г. темп роста ВВП составил 4,8%.

Существует целый ряд негативных факторов, мешающих накоплению сбережений в Пакистане.[2] Пакистанские финансовые институты, включая коммерческие банки, инвестиционные банки и национальные сберегательные учреждения, не сумели создать культуру сбережений, соответствующую инвестиционным потребностям страны. Перед финансовой системой стоят проблемы урегулирования долга, которые еще больше усилились в результате скандалов, связанных с невыполнением группой финансовых компаний денежных обязательств перед вкладчиками, а также проблема оттока капитала из страны. По некоторым оценкам, утечка капитала в западные страны составила от 50 до 100 миллиардов долларов[3]. Гигантский отток капитала существенно снизил стоимость пакистанской валюты, а также ухудшил инвестиционную среду. В 1998/1999 г. отток в 3702 миллиона долларов был связан в первую очередь с переводом средств со счетов нерезидентов в иностранной валюте[4].

Существующие социальные обычаи и традиции пакистанского общества очень сильно влияют на то, как расходуются деньги. Большинство пакистанских семей вынуждены осуществлять расходы, продиктованные в основном социальными и историческими традициями, которые в

---

[1] State Bank's Annual Report on Economy-1999-2000.

[2] Siddiqui R., Siddiqui R. Household Saving behaviour in Pakistan// The Pakistan Development Review. 1993. # 32. pp.1281-1292, см. также Kazmi A. A. National Savings Rates of India and Pakistan:A Macroeconomic Analysis"//The PDR. pp. 1313-1324.

[3] Ghani M. Resource Mobilization in Pakistan// Dawn . 2000. March (20-26). p. 4

[4] The Nation .Text of State Bank Of Pakistan's Annual Report for 1998-99. 1999. December 15.

действительности мешают мобилизации ресурсов. Например, свадебные и похоронные затраты семьи обычно намного превышают ее возможности.

Замедление экономического роста в Пакистане связано с несколькими факторами. Только 1,5 млн. человек из 140 млн. населения Пакистана платят налоги. Налоговые поступления равны 300 миллиардов рупий, из которых 150 миллиардов[1] расходуются на ежегодные долговые выплаты, а остальное в большей части идет на вооруженные силы.

Национальный внутрений долг Пакистана в настоящее время находится в пределах 40.5% от уровня ВВП страны. Расходы на обслуживание, например, в июле 1999 гогда были в 1,5 раза больше резервов Пакистана в иностранной валюте. Соотношение внешнего долга Пакистана и экспорта товаров и услуг составляло в течение 1998/1999 г. 302,5 %, что намного больше, чем в развивающихся странах в целом (146,2%), и в группе стран Южной Азии (201%).[2]

Отношение внешнего долга к ВВП в Пакистане составляет 55%, в то время как в Таиланде - 24,4%, в Малайзии - 18%, в Индии - 13%, а в Китае - только 3,6%. Пакистан считается страной с одним из наиболее высоких относительных уровней долга в мире, объем которого приблизительно в шесть раз превышает годовой доход бюджета.[3]

Валютные резервы сократились с 930 млн.долл. в конце июня 1998 г. до рекордно низкого уровня в 414,7 млн.долл. в ноябре 1998 года. К ноябрю 2000 г. валютные резервы увеличились до 1358 млн.долл.[4], что, однако, все равно недостаточно для устойчивого развития экономики.

Вся финансовая история Пакистана связана с инфляцией. По официальным оценкам, в течение 90-х гг. среднегодовые темпы инфляции составляли от 10 до 14%, фактически же они доходили до 30%.

Как и многие развивающиеся страны, Пакистан периодически вводил регулирование процентных ставок, удерживая их на уровне ниже объективного рыночного, и в некоторые годы реальная процентная ставка

---

1 The Economist . 2000. April 8, p.69.

2 The Nation. 2000. Jan 9.

3 Ziauddin M. “The pitfalls of Borrowing”// Dawn Economic & Business Review. 2000. September 4-10. Также см. Saeed A.. “Poverty in South Asia, Predicament and Prospects.”// Regional Studies. 2000. No4. p.17.

4 Dawn, 2000. November 7

была отрицательной (негативной). Низкие процентные ставки способствуют бегству капитала. Более того, низкие процентные ставки удерживают население от сбережений и, наоборот, поощряют приобретение недвижимости, товаров или иностранной валюты, что еще больше обостряет проблему инвестиций.

Мировой банк провел исследование, измерив взаимосвязь между темпом экономического роста и реальной процентной ставкой.[1] В результате данного исследования было установлено, что в странах с положительной процентной ставкой производство росло в среднем почти в три раза быстрее, чем в странах с устойчивой отрицательной процентной ставкой.

Дальнейший анализ показал, что положительная процентная ставка способствует росту в большей степени через повышение качества инвестиций, а не только через их количественное увеличение. И хотя доля инвестиций в ВВП в странах с положительной процентной ставкой был на 17% выше, их средняя эффективность была почти в 4 раза больше.[2]

В конце концов правительство Пакистана в 1999 г. изменило номинальные процентные ставки, в результате чего они достигли 22 – 24%. С учетом инфляции (13,8%) реальные процентные ставки составили около 9% - для сравнения, в Англии, в Японии и в России они были равны, соответственно 5,48%, 4,13% и 3,91%[1].

Маятник, таким образом, качнулся в другую сторону. Для Пакистана такая реальная процентная ставка теперь слишком высока и тоже не способствует инвестициям. По нашему мнению, для нормального развития экономики и увеличения инвестиций необходимо довести реальные процентные ставки до 5-6%.

Закон о частных иностранных инвестициях 1976 г. защищает иностранные инвестиции в Пакистане. А в результате финансового

---

[1] "Financial systems and Development" //The World Bank Policy and Research series #15.Washington , 1989. p. 70.

[2] В течение 1974-85 гг. для Пакистана, наряду с Индонезией, Бразилией, Тунисом, Марокко, Сенегалом, Венесуэлой, Уругваем, Малави и Португалией были характерны отрицательные реальные процентные ставки, варьировавшиеся от 0 до -5%. В то же время такие страны, как Сингапур, Республика Корея, Малайзия, Таиланд имели положительные реальные ставки и выступали лидерами в области инвестиционной эффективности.

[1] Игнатовский П. "Роль заемных ресурсов в экономике"// Экономист. 2000. №8. с. 47

дерегулирования 1991 г. иностранные инвесторы могут иметь 100% акционерного капитала пакистанских компаний. Эти реформы стимулировали как первичный, так и вторичный рынок ценных бумаг. [2]

Пакистан является одной из тех стран, где зарегистрированные на бирже акции доступны иностранным инвесторам, и здесь не существует никаких ограничений на репатриацию доходов (дивиденды, проценты и доходы от прироста капитала) и первоначально вложенного капитала. До 1994 г. таких формирующихся рынков было только 16.[3] Кроме того, существовало 13[4] стран, в которых репатриация производится с ограничениями, например, в Чили доступ на рынок относительно свободный, но репатриация разрешена только по истечении 1 года. В ряде стран, например в Китае и на Филиппинах, покупка и продажа некоторых классов акций (классы В и Н) разрешены только иностранным гражданам, в то время как акций класса А - только резидентам. В Индии и Маврикии долгое время иностранным инвесторам разрешалось покупать акции только с санкции государственных органов. [1] В 2000 г. Индия упростила процедуры инвестирования для иностранцев. Иностранным инвесторам было разрешено приобретать до 40% акций индийских фирм, по сравнению с 30% до этого[2]. В целом можно отметить заметное ослабление ограничений на участие иностранного капитала в конце 90-х годов, особенно после азиатского кризиса 1997-1998 гг.

В Пакистане в 1994 г. степень защиты иностранных инвесторов была достаточно высокой, хотя она не достигала уровня Индии, Кореи, Малайзии, Бразилии, Чили и Мексики. Однако когда правительство Наваза Шарифа

---

[2] Некоторые поправки в законе приведены ниже. 1) Не требуется предварительного разрешения на продажу акций гражданам иностранного происхождения с вывозом сертификатов за рубеж, это также верно в отношении перевода дивидендов. 2) Не требуется согласия Государственного Банка Пакистана для изменения собственника акций. Если первоначальные инвестиции были произведены в иностранной валюте, то капитал и прибыли свободно репатриируются.

[3] Кроме Пакистана существуют следующие рынки, открытые для иностранных инвестиций: Аргентина, Ботсвана, Бразилия, Колумбия, Чехия, Гана, Греция, Венгрия, Малайзия, Мексика, Перу, Польша, Португалия, Турция, Северная Африка

[4] Рынки с ограничениями для иностранных инвесторов: Бангладеш, Чили, Коста Рика, Индонезия, Ямайка, Иордания, Кения, Корея, Шри Ланка, Таиланд, Тринидад и Тобаго, Венесуэла, Зимбабве

[1] Подробнее см. Гельбрас В. "Импортзамещение и экспортная ориентация экономики КНР"// Мировая экономика и международные отношения. 1999г. № 7. с.37.

[2] "India's Economy"/ / The Economist. 2000. March 4. p.77., также см. Брагина Е. "Индия – постепенность экономических реформ",// Мировая экономика и международные отношения. 1999. № 5. с. 39-46.

заморозило специальные валютные счета - Foreign Exchange Bearer Certificate (FEBC) и незаконно присвоило иностранную валюту, принадлежавшую резидентам и нерезидентам Пакистана, оказалась подорвана репутация не только банков Пакистана, но и страны в целом. Эта ситуация ухудшилась в связи с незаконным переводом огромной суммы (около 500 млн. долл.) бывшим премьер-министром и его помощниками в период между 5.05.1998 по 28.05.1998, уже после решения о замораживании счетов.

М. Галтекин и А. Пенати (1989)[3], Р. Корайчик и К. Виаллет (1989)[4] обнаружили, что контроль за движением капитала искажает ценообразование (об этом свидетельствуют модели арбитражного ценообразования (АРМ - Arbitrage Pricing Model), и в результате снижается объем инвестиций.

Доверие инвесторов жизненно важно для устойчивого развития экономики и фондового рынка. В конце 90-х гг. доверие инвесторов в Пакистане было подорвано в результате скандала, связанного с соглашением с независимыми энергопроизводителями (НЭ - IPPs).[5]

Соглашение о независимых энергопроизводителях было подписано правительством Беназир Бхутто, однако правительство Наваза Шарифа поставило под вопрос приемлемость указанного акта. В данном случае в Пакистане произошло то, что зачастую происходит, когда соглашения одного правительства отменяются вступившим на его место новым правительством. Пакистан перестал осуществлять платежи по оговоренной схеме независимым энергопроизводителям, что привело к ухудшению инвестиционного климата.

Невозможно восстановить доверие инвесторов и совершать какие-либо инвестиции без разрешения проблем независимых энергопроизводителей, в частности Hubco. [1] Hubco - это самая крупная компания энергетики

---

[3] Gultikin M.N., PenatiA. "Capital Controls and international Capital Markets segmentation: The evidence from the Japanese and American Stock Markets"// Journal of Finance. 1989. # 44. pp.849-869.

[4] Korajczyk R. A., Claude V. "An empirical investigation of international asset pricing"// The review of financial studies. 1989. №2. pp.553-585.

[5] Спор правительства Пакистана с независимыми энергопроизводителями IPPs был рассмотрен в работе: Яковлев Ю.Д. Особенности экономического развития и внешнеэкономические связи Пакистана в 90-е годы. - М., 1998.

[1] Принятая в 1996 году государственная программа развития энергетики предполагала строительство большого количества новых энергетических объектов в частном секторе с последующей покупкой производимого электричества государством. В 1995/96 гг. прямые иностранные инвестиции в Пакистан увеличились на 146% и составили более 1млрд. долл., однако значительная их часть направлялась на небольшое число очень крупных объектов. Так в 1996 г. на строительство электростанции «Hubco» были

Пакистана, и ее акции обеспечивают 25% оборота на Фондовой бирже Карачи. В отдельные дни доля двух компаний - PTCL и Hubco доходит почти до 70%. Hubco - это единственная пакистанская энергетическая компания, чьи акции также продаются на Люксембургской фондовой бирже.

Hubco - самый масштабный частный проект в стране. В момент создания эта была самая крупная тепловая электростанция в Азии. Проект финансировался огромным консорциумом из 43 иностранных учреждений, 12 из которых - банки, которые ранее никогда не кредитовали предприятия и организации Пакистана. Это был первый проект Мирового банка, по которому предоставлялось финансирование правительства Пакистана через фонд экономического развития частного сектора (PSEDF).

Национальные инвесторы столкнулись с невыполнением со стороны Пакистана обязательств по предоставлению налоговых льгот в форме введения налоговых каникул. Для стимулирования развития промышленности в менее развитых и индустриализованных провинциях (Провинция северо-западной границы и Белуджистан) были введены особые льготы [1]. Затем новое правительство под политическим давлением сильных лоббистских групп отменило эти льготы. При этом был явно нарушен Закон об экономической реформе 1992 г. (часть 6), который гласит: «Фискальное стимулирование, предоставленное правительством в законодательных указах, ……будет оставаться в силе в течение времени, определенном в них, и не может меняться в невыгодную для инвесторов сторону.»

Пакистан характеризуется высоким уровнем политической нестабильности, что означает увеличение политического риска для инвесторов, намеревающихся производить инвестиции в страну. Причем уровень страновых рисков в Пакистане выше, чем в соседних азиатских государствах. Поэтому инвесторы требуют очень высокой нормы доходности

направлены инвестиции общей стоимостью 1,6 млрд. долл. Управляет этой электростанцией британский электроэнергетический концерн «Нешнл пауэр», который имеет 24% акций. 14% акций принадлежат саудовскому промышленному концерну «Ксенел». После смены правительства эта программа была вновь пересмотрена, после чего государство прекратило все выплаты компании, которая в свою очередь обратилась в суд. Данный конфликт является в настоящее время серьезным препятствием для дальнейшего инвестирования иностранного капитала в экономику Пакистана. МВФ и Всемирный банк главным условием дальнейшего предоставления кредитов называют разрешение спора вокруг «Hubco».

[1] В Пакистане 4 провинции: Пенджаб, Синд , Северо-Восточная Провинция и Белуджистан. Первые две имеют наиболее развитую промышленность.

для компенсации странового риска. Например, по сравнению с Пакистаном Индия имеет лучший кредитный рейтинг и более низкий уровень странового риска. На 12 октября 1999 г. Пакистан имел кредитный рейтинг[2] «D-». Кредитный рейтинг Пакистана некоторое время находился в категории низкой платежеспособности (lowest selective default (LSD), а в конце 2000 г. ему была присвоена категория "B-" по классификации S&P[3].

Прямые иностранные инвестиции ведут к быстрой индустриализации, а также поощряют внутренние вложения. С момента своего образования Пакистан получил 14 млрд. долл. прямых иностранных инвестиций[1]. В сравнении с прямыми иностранными инвестициями, портфельные инвестиции упали до отрицательного значения. Основное снижение произошло со стороны Великобритании, США, Саудовской Аравии, Нидерландов. Иностранные инвестиции снизились в целом с 713 млн. долл. в 1997 г. до 531 млн.долл. в 2000 г.[2] Другие страны с более низкой долей портфельных инвестиций - это Объединенные Арабские Эмираты, Гонконг и Япония.

Основная часть прямых иностранных инвестиций в Пакистане направлена в следующие отрасли: химическую промышленность, фармацевтику и производство удобрений, пищевую и табачную промышленность, энергетику и горнодобывающую промышленность.

Различные правительства Пакистана сосредоточились на создании системы привлечения частного капитала в жизненно важные инфраструктурные проекты. Государственный банк Пакистана гарантирует полную репатриацию всех иностранных инвестиций с полученными доходами. Фискальное стимулирование включает в себя освобождение импорта от таможенных сборов и налоговые каникулы. Инвесторы могут свободно выбирать технологию, местонахождение и тип энергоносителя. Для устранения валютного риска все выплаты содержат валютные оговорки (привязаны к курсу рупия/доллар) и т.п., но, несмотря на все эти меры, Пакистан не смог привлечь необходимого количества инвестиций для

[2] The News international 2000 . Feb 9.
[3] "One Year of the Government -press Conference by Chief Executive" , Lahore October 10, 2000.
[1] Pakistan calling,1999. December. p. 18
[2] Bhatti B. M. "Savings Bloster Investment" The News international . 2000. November 16.

удовлетворения своих финансовых потребностей из-за указов о замораживании счетов в иностранной валюте и споров с независимыми энергопроизводителями.

В среднем ежегодные инвестиции в Пакистане в 1991-97 гг. составили лишь 19,6% ВВП, по сравнению с 25,1% в Индии, 35,1% в Таиланде, 35,9% в Малайзии, 39,9% в Китае и 34,5% в Сингапуре.[3] Общая сумма инвестиций, которая должна была возрасти с 17,1% ВВП в 1997/98 г. до 18,7% в течение 1998/99, фактически снизилась до 14,8%.[1] Между тем для решения проблемы крайней нищеты, характерной для Пакистана, необходим уровень инвестиций не менее 20% ВВП, об этом говорит опыт других стран с низким уровнем доходов на душу населения.[2]

Даже к началу 2000 г. Пакистан не смог достичь какого-либо ощутимого прогресса в промышленном секторе экономики Основа пакистанской экономики - сельское хозяйство, на которое сильное влияние оказывают погодные условия. Темпы промышленного роста остаются ниже уровня большинства развивающихся стран этого региона. В 1998/99 г. темп роста индустриального сектора составил 3,8% против намеченных 7,2% и фактического роста на 6,8% в 1997/98 г.

Медленный рост в индустриальном секторе также обусловлен низким уровнем инвестиций в данный сектор за последние несколько лет. Валовые инвестиции в основной капитал в 1997/98 г. снизились на 5,4%, а за 1998/99 г. еще на 2,3%.

Обычно ситуация на рынке акций улучшается, когда улучшаются общие экономические условия. Поэтому, если Пакистан хочет иметь активный фондовый рынок, необходимо достичь положительных результатов в экономике в целом. Этот простой тезис подтверждается примером Кореи. В 1980-х гг. здесь были предприняты меры по снижению инфляции, в результате поизошел огромный рост семейных сбережений и отчетливый поворот платежного баланса страны от дефицита к профициту.

---

[3] Ghani M. "Resource mobilization in Pakistan"//Dawn Economic &Business Review. 2000. March 20-26 .pp.-4 См. также International Financial Statistics Year Book 2000, pp-778-779. См. также "The Business Climate in Pakistan. Statement By IFC" // www.ifc.org/press.

[1] State Bank's Annual Reports on the Economy.

[2] World Bank ,country Economic Memorandum: Bangladesh-Recent Economic Developments and Priority reform Agenda for Rapid Growth .Washington-1995.

Эти меры повлекли за собой рост биржевых цен, прибылей и высокие темпы экономического роста. За 10 лет рынок акций Кореи возрос почти в 40 раз, его капитализация составила 3,8 млрд. долл. (6,3% ВВП) в 1980 г. и 140,9 млрд. (73,1% ВВП) в 1989 г.[3] Экономический кризис в конце 90-х годов повлек сильное снижение темпов развития многих азиатских стран, в том числе Кореи. Поэтому фондовый рынок Кореи также резко снизил темпы развития по сравнению с темпами 80-х годов, что свидетельствует о том, что макроэкономическая ситуация непосредственно влияет на развитие фондового рынка. Данный вывод можно применить также по отношению к фондовому рынку Пакистана.

1.2. РЫНОК КАПИТАЛА ПАКИСТАНА И ЕГО ОСНОВНЫЕ УЧАСТНИКИ

1.2.1. Общая характеристика рынка капитала Пакистана

Финансовые системы развивающихся стран часто представляют собой копии финансовых систем развитых стран, унаследованных еще с колониальных времен [1]. И Пакистан не является тому исключением.

Рынок капитала Пакистана состоит из:

- преобладающего банковского сектора с крупными коммерческими банками, финансовыми институтами развития (FDIs) и специализированными банками/институтами финансирования промышленности, сельского хозяйства, малого бизнеса, наряду с другими различными более молодыми и менее важными небанковскими финансовыми институтами
- рынка ценных бумаг с тремя фондовыми биржами, роль которого, однако, с точки зрения привлеченных средств, значительно меньше, чем банковского сектора.

Рынок кредитов является источником необращающихся среднесрочных и долгосрочных заемных ресурсов, предоставляемых напрямую компаниям и другим пользователям средств через финансовые

[3] The Korean Securties Dealers Association, Securties Markets in Korea, за разные годы.
[1] Germidis D.K., Meghir R.D. Financial Systems and Development :What Role For the Formal and Informal Financial Sectors. Paris, 1991.

институты развития, коммерческие банки и договорные сберегательные институты.

Рынок ценных бумаг позволяет корпорациям и правительствам привлекать финансовые ресурсы путем выпуска свободно обращающихся инструментов через финансовые институты или напрямую индивидуальным и институциональным инвесторам.

Во многих развитых индустриальных странах фондовый рынок играет основную роль в мобилизации национальных сбережений для экономического роста и улучшения качества экономической структуры. Здоровый рынок с участием иностранных физических лиц и организаций не только помогает мобилизации внутренних ресурсов страны и повороту к продуктивным инвестициям, но и способствует более справедливому распределению богатства.

В существующей по этому вопросу литературе в основном анализируется опыт высокоразвитых стран и зрелых рынков капитала, а именно: США и Великобритании. Только небольшое число изданий подробно касается роли рынков акций (и в целом рынков ценных бумаг) развивающихся стран. В одной из своих ранних работ В.Ваи и Х.Патрик (1973)[1] изучили существующие рынки и пришли к выводу, что только в Бразилии фондовый рынок оказал положительное влияние на развитие страны. Этот, достаточно неутешительный, вывод был подтвержден А.Каламанти (1983)[2], который утверждал, что фондовые рынки мешают экономическому развитию, усиливая экономические колебания и неравенство в распределении богатства. Данное утверждение было подвергнуто критике Е.Ароволо (1971) и ван Агтмаелом (1984)[3].

Пакистанский рынок акций находится на начальной стадии развития, и доминирующее влияние на него оказывают примерно шесть крупных компаний [4]. Например, за период с января 1996 по декабрь 1999 г. на долю PTC, Hubco и ICI пришлось 64,94 % количества проданных акций на

[1] Wai U. T .,Hugh P. “Stock and Bond issues and capital markets in less developed countries”. IMF Staff papers, July(1973) .
[2] Calamanti A .Securties Markets and Underdevelopment : the Stock Exchanges in the Ivory Cost ,Morocco and Tunisia Milan ,Giuffra-1983.
[3] Van A. A.. Emerging Securties Markets .Euromoney Publications , London .1984
[4] Rasul G. Dr. Industrial Strategy for Economic Survival and Self –Relience”. The News International .2000. Feb 21.

Фондовой бирже Карачи или 62,27% общего объема продаж. [5] Фондовый рынок Пакистана очень похож на фондовый рынок России, который можно охарактеризовать как «пятизвездочный рынок». Например, в России 90% оборота организованного рынка формируется акциями лишь пяти эмитентов. Такая ситуация является заведомо неустойчивой конструкцией, создающей сверхконцентрацию рыночного риска. [1]

Инвесторы отдают предпочтение транснациональным компаниям, выплачивающим высокие дивиденды. Но это делает рынок неликвидным для акций многих местных компаний. Из 769 компаний, зарегистрированных на ФБК (1998/99 г.) доля пяти компаний, таких как PTC, HUBCO, PSO, ICI Pakistan и Fauji Fertilizer (аналогично российским «голубым фишкам») составляет 84,9% общего объема проданных на рынке акций [2]. В то же время на протяжении многих лет большая часть акций даже ни разу не поменяла своих владельцев. Это, в общем, типичная картина для формирующихся рынков. Например, в Бангладеш, где на фондовой бирже Дакки зарегистрирована 211 компаний, на долю одной компании (Sinobangla Ind Ltd) приходилось 32,55% объема продаж (1999 г.)[3].

Для развитых рынков также характерна концентрация торговли на определенных акциях, но уровень этой концентрации не столь высок. Так, в 1999 г. рост индекса S&P 500 на 21% произошел из-за акций всего 31 компании. В 1998 г. «виновниками» роста были 89 компаний, а в 1996 216 компаний. Индекс NASDAQ (система автоматической котировки Национальной ассоциации биржевых дилеров) является взвешенным по капитализации, и треть его приходится только на 5 из 4842 компаний - Microsoft, Intel, Cisco systems, MCI - World Com, Qualcomm.[4]

Замедленный рост фондового рынка Пакистана связан с рядом причин, наиболее значимыми из которых являются следующие:

1. Предприятия государственного сектора не были

---

[5] Mahmood F. “Case For Small Investors”// Dawn ,Economic & Business Review .2000. Feb.28-March 5.
[1] Миркин Я. «Сверхконцентрация рыночного риска» //.РЦБ 2001 . № 2. с. 36.
[2] State Banks Report on Economy 1999-2000. p 94 ·
[3] Monthly Review Dhaka Stock Exchange Ltd , December(1999), p. 4
[4] The Economist. Feb 26-March 3,2000. p. 95.

заинтересованы в получении листинга на фондовой бирже, потому что до начала 1990-х гг. политика правительства в отношении процентных ставок и направления кредита искажала цены заемных ресурсов;

2. Большинство фирм были небольшими, а их финансовые потребности оставались скромными, причем связанными в основном с оборотным капиталом. Фирмы могли привлекать необходимые финансовые ресурсы за счет внутренних источников, прежде всего нераспределенной прибыли, а также за счет краткосрочных банковских займов;

3. Владельцы частных компаний опасаются потерять контроль над фирмами в случае увеличения количества акционеров. Большинство собственников желает сохранить выгоды от своего положения, а также ограничить число лиц, обладающих контролем над предприятиями, родственниками и друзьями. Даже если компания имеет листинг на фондовой бирже, достаточно часто ее акции недоступны публике (отсутствуют в продаже).

До реформ 1991 г. около 10% акций частных национальных компаний свободно продавались на рынке. После реформ доля акций, доступных публике, увеличилась до 20%. Тем не менее, до 90% акционерного капитала некоторых текстильных и других компаний, таких как Dewan Suleman, Gul Ahmad, Gulistan, Sapphire, продолжают находиться в собственности учредителей, которые не хотят отказываться от контроля, что может произойти при выпуске новых акций. Акции многих компаний Пакистана находятся всего у нескольких держателей, например, во многих компаниях директорам-учредителям принадлежит около 60-70% акционерного капитала.[1] Около 65% акций транснациональных компаний контролирует материнская корпорация, в компаниях государственного сектора 80% акций принадлежит государству или организациям, контролируемым государством. На российском рынке ситуация схожая: 60-70% акционерных капиталов находятся в контрольных пакетах, поэтому массового предложения и спроса на акции не может быть[1];

[1] Dawn Economic and Business Reviewn .2000. March 13-19. p. 6

Такое поведение собственников принесло большой вред как самим акциям, так и фондовому рынку в Пакистане, а также и в других странах Азии, где положение дел такое же. В специальном исследовании[2], посвященном вопросам корпоративного управления, проведенном специалистами Мирового банка, было изучено более 2000 компаний стран Южной Азии. Они обнаружили, что чем больше доля капитала предприятия у крупных инвесторов, тем выше стоимость его акций.

Некоторые типы контролирующих акционеров особенно плохо влияют на цены. Например, наличие в капитале компании большой доли семьи-учредителя - негативно оценивается участниками рынка, поскольку такие инсайдеры могут злоупотребить своим положением. В Японии ситуация противоположная - стоимость акций понижается, когда финансовые институты контролируют компанию. Это связано с тем, что взаимоотношения между компанией и ее акционерами (крупными компаниями) основаны на взаимных привилегиях. Часто фирмы приобретают акции друг у друга, чтобы быть уверенными в том, что их акции находятся у «дружественной организации». Крупные акционеры не влияют на менеджмент компании, как это происходит в Южной Азии. Исследование содержит рекомендации для законодательных и исполнительных властей. Чем большую защиту они предоставляют от жадных владельцев контрольных пакетов, тем легче привлекать инвестиции со стороны.

Японский суд предусматривает возможность компенсации ущерба, причиненного мелким акционерам в результате непрофессионального корпоративного менеджмента. Данное решение (начиная с 1993г.), в частности, предполагает, что виновные понесут наказание за допущенные ошибки. Ежегодно в судебных органах Японии рассматривается до 200 дел такого рода (иски со стороны мелких акцинеров). [1]

4. Большое количество компаний крайне неохотно раскрывают информацию о своем финансовом положении. Информация,

[1] Миркин Я. “Карточный домик”// Рынок ценных бумаг. 2000. № 4. с.22.

[2] Stihin C. Djankov S.“Expropriation of Minority shareholders :Evidence from Asia”// World Bank Working Paper #2088

[1] “Japan’s Corporate-governrance U_turn.”//The Economist 2000. November 18.

предоставляемая компанией, - самый важный источник для принятия решений внутренними и иностранными инвесторами. Все компании в Пакистане обязаны предоставлять полугодовые и годовые отчеты, заверенные аудитором. Предполагается, что все компании проводят ежегодные общие собрания акционеров в установленные сроки, однако в соответствии со статьей 158 Закона о компаниях, листинговые компании могут на основании особых причин попросить Комиссию по ценным бумагам и биржам Пакистана отсрочить проведение собрания на 90 дней. Интересно, что обычно все компании называют одну причину - выход из строя компьютерных систем. В этом случае они не проводят акционерные собрания в положенные сроки или, порой в течение нескольких лет не предоставляют необходимую информацию. В марте 2000 г. Комиссия по ценным бумагам и биржам оштрафовала 28 листинговых компаний за отсутствие или позднее предоставление полугодовых отчетов[2]. В этом году впервые были предприняты какие-то действия со стороны Комиссии. Однако суть проблемы состоит в том, что если информация и предоставляется, то она далеко не всегда является правдивой. Это относится и к корпоративному сектору, и к правительству. Например, в 2000 г. Международный валютный фонд установил, что Пакистан искажал данные о дефиците бюджета. Реальный дефицит был занижен в 1998 ф.г. с 6,5% до 5,5% ВВП и с 4,5% до 3,4% в 1999 г.[3]

5. В результате особенностей налогообложения, риска и ликвидности, прочие инструменты, нежели акции, обеспечивают более высокую норму доходности и меньший риск;

6. Рынок очень манипулируем, что также крайне негативно отражается на мелких инвесторах;

7. Институциональные инвесторы, такие как инвестиционные компании, пенсионные фонды и страховые компании, играют ограниченную роль в развитии фондового рынка.

Круг акционеров очень узок, и большая их часть находится в Карачи - до 95% .[1] Существует множество причин, по которым население Пакистана

[2] Pakistan Observer,2000.March 28.
[3] “Pakistan cooking the Books”.//The Economist . 2000. April 8, p. 68.
[1] Abbasi M.B. “Capital Markets in Pakistan” // Ferozesons Printers (PVT) LTD Lahore Pakistan. 1994. P. 81.

боится вкладывать средства в акции. В частности, это связано и с социально-культурными особенностями, характерными для целого ряда стран, в том числе развитых. Например, даже в Великобритании и Нидерландах - странах с развитым финансовым сектором - круг инвесторов в акции всегда был уже, чем в США. В большинстве стран Европы и в Пакистане владельцами акций выступают представители высшего и среднего класса. В то же время Индия по количеству индивидуальных акционеров уступает только США и Японии. В противоположность Индии, в Пакистане только 1,5 млн. человек имели акции в 1994 г., и в 2000 г. только 7% населения является участниками рынка акций Пакистана. В Великобритании в 1999 г. владельцами акций являлись 27% взрослых жителей, в США – 43% и Австралии – 40%, Швеции и Дании – 30%, Франции - 10%, Германии – 7%.[2];

8. Для пакистанского рынка акций характерно образование «пузырей», периодический крах которых приводит к радикальному сокращению рынка;

9. Ослабление привлекательности рынка акций Пакистана также обусловлено так называемой проблемой нарушения прав и интересов мелких акционеров. Общепризнанно, что рынок акций успешно развивается только тогда, когда соблюдаются интересы меньшинства акционеров.[3] В соответствии с рейтингом стран по защищенности прав акционеров в национальном законодательстве, Пакистан, так же как и Россия, находится на уровне 13-14.[1] В течение 80-х и начала 90-х гг. многие крупные корпорации США прошли через те же проблемы, которые мешают нам сейчас. И они не только сумели их преодолеть, но и процветают в настоящее время.

10. Еще одной проблемой, тормозящей развитие рынка акций, является столкновение интересов менеджеров и акционеров-владельцев компаний – проблема «недобросовестного поведения» (moral hazard)[2] В Пакистане слабая

[2] Ахтямов Р. «От концепции к реальности»// Рынок ценных бумаг. 2000. #4. с.32.
[3] Abbas A. M. “Modern corporate governance : Lessons for Pakistan.” // Dawn Economic and Business Review. 2000. January 12-16.
[1] Миркин Я., Лосев С. «Защита инвесторов: границы возможного и новые идеи»// Рынок ценных бумаг. 2000. № 22. с.45.

[2] Проблема «недобросовестного поведения» рассматривалась также в следующих источниках:
Лялин С. Коропоративные облигаци: за и против//Рынок ценнных бумаг. – 2001. - № 1. – С.60.
Donald J.M., Garry J. S. International capital markets: development, prospects and key policy issues. IMF. 2000. P. 112.

информационная прозрачность, отсутствие механизма принуждения исполнять действующее законодательство (инфорсмент) и недостаток необходимого количества информированных инвесторов усиливает традиционную проблему ассимметричности информации и «недобросовестного поведения».

Крупные предприятия получили в Пакистане явное преимущество по сравнению с малыми и средними. Ссуды, полученные крупными предприятиями, лишь частично пошли на развитие производства, а в значительной степени были просто присвоены влиятельными бизнесменами. Громадные займы этих компаний продолжали расти с накапливающимися процентами за счет акционеров, которым было отказано в выплате дивидендов по их инвестициям. Такая практика, естественно, подорвала доверие рядовых акционеров.

Подобный случай произошел с Electric Lamp Manufacturers of Pakistan Ltd, листинговой компанией, чей неоплаченный заем у PICIC (Пакистанская Корпорация по промышленному кредитованию и инвестициям) составил на 30 июня 1999 г., 79,67 млн. рупий, причем половина этой суммы состояла из процентов и штрафов, начисленных PICIC.

В конце концов, PICIC подала иск о ликвидации компании. Директора компании никогда не учитывали интересы акционеров, и в результате последние потеряли свои инвестиции.

Другой пример - компания Mehran Jute Mills Ltd, которая распродала свои активы с согласия кредиторов - коммерческих банков и банков развития. При этом не было учтено мнение акционеров, как того требует статья 196 устава, и они не были поставлены в известность о потере своих инвестиций.

Tri-Star Shipping Lines LTD[1] была учреждена и получила листинг на бирже в 1992 г. У нее был просроченный банковский заем на сумму 365,98 млн. рупий. Консорциум банков также подал на нее иск, но затем иск был отозван после обещания компании провести надлежащие мероприятия для

[1] Iqbal M. P. “Defaulters and Investors Confidence” //Dawn . - 2000.January 17-23. P 4

возврата займа. Дирекция компании так и не начала реорганизации и не сообщила об этом своим акционерам. Она не проводила ежегодных общих собраний акционеров и не предоставляла отчетов за 1997-99 гг., что является нарушением положений 158 и 233 «Закона о компаниях», защищающего интересы акционеров. В то же время продажа активов неработающих предприятий также является опрометчивым решением. Эта мера просто погасит часть задолженности перед банками. Она не способна защитить интересы акционеров. Так, в 1999 г. 22 неблагополучных предприятия были выставлены на аукцион, и их реализация принесла около 600 млн. рупий, в то время как общая задолженность составляла 3,70 млрд. рупий. Иными словами, было погашено только 16% обязательств. А остальные 84% ложатся на акционеров и налогоплательщиков. Более того, учредители и директора таких предприятий вычеркнули свои имена из списка должников и остались безнаказанными. В подтверждение плохого уровня менеджмента в компаниях Пакистана можно привести рейтинг стран по уровню менеджмента. В соответствии с данным рейтингом уровня корпоративного управления в различных странах (на примере 25 стран), проведенным журналом The Economist, Пакистану присвоен рейтинг 3,1 балла, а России - 2,3 балла из 10 возможных.[1]

Акционеры компаний просто беспомощны и не в состоянии что-либо предпринять, поскольку дирекция не предоставляет им полной информации. Советы директоров компаний обычно состоят из членов семей - основателей, не имеющих достаточного опыта и управленческих навыков. Часто их деятельность приводит компанию к банкротству. Ответственность за неспособность компании оплачивать долги лежит на директорах и главных управляющих компании. Следовательно, в целях защиты интересов инвесторов смена управления, как это предусмотрено ξ 271 закона о компаниях, становится неизбежной. Было бы легче сформировать новое правление путем выборов на собрании акционеров. Эта мера привела бы к более эффективному управлению и улучшила бы корпоративную культуру, наряду с восстановлением доверия инвесторов.

[1] «Boris the Belligerent» // The Economist 2000 . November 18. P. 98.

Иностранные портфельные инвесторы также получат дополнительные стимулы от такой политики. Нет необходимости говорить, что когда инвесторы получают вознаграждение, поощряются сбережения, что, в свою очередь, облегчает мобилизацию ресурсов для экономического роста.

В целях укрепления фондового рынка правительство в 1996-98 гг. провело ряд реформ. В эти реформы входила программа ослабления ограничений на совершение инвестиций в акции пенсионными фондами и страховыми компаниями, отмена налога на проценты по облигациям (withholding tax) для иностранных инвесторов.

Был отменен налог на операции с акциями (в размере 0,5% от оборота); освобождены от налогообложения премиальные выплаты в форме акций, и с июня 1998 г. продлено еще на 3 года освобождение от налогообложения доходов от прироста капитала.

Азиатский банк развития санкционировал кредит на 250 млн. долл. на цели усиления и реформирования рынка капитала. Кредит был выдан банком на определенных условиях. Они включали в себя расширение советов директоров фондовых бирж посредством привлечения лиц со стороны. Более профессиональное управление и введение в совет директоров «внешних» членов не только оказало положительное влияние на биржи, но и повысило репутацию этих институтов, как на локальном, так и на международном уровне.

Фондовая биржа Карачи (ФБК) предприняла очень важный шаг по созданию на средства членов биржи специального Фонда для компенсации потерь инвесторов в случае невыполнения обязательств членами биржи.

ФБК обращает большое внимание на необходимость развития инфраструктуры для совершенствования фондового рынка и оживления доверия инвесторов. Для достижения последней цели уже готовится учреждение Национальной системы клиринга и расчетов для всех трех фондовых бирж.[1] Разрешение на открытие индивидуальных счетов

[1] Dawn, 2000. April 25.

инвесторов напрямую в центральном депозитарии (Central Depository Company) значительно повысит доверие инвесторов.

ФБК выдвинула ряд предложений по укреплению корпоративного управления и развитию фондового рынка. Однако, несмотря на мероприятия по усилению регулирования фондового рынка, компании, тем не менее продолжают злоупотреблять доверием акционеров. Например, в 1998 г. только 382 компании из 774, имевших листинг на ФБК, объявили о полученной прибыли, из них 319 компаний (41,2%) объявили выплату дивидендов в 1998/99 гг. по сравнению со 189 компаниями (24,3%) в 1997/98 г.[2] По итогам 1999 г. в Пакистане 304 (39,7%) из 765 котируемых компаний выплатили дивиденды своим акционерам.[3] Это соотношение очень низкое даже по сравнению с Бангладеш, где из 211 котируемых компаний 105 (49,5%) объявили о выплате дивидендов в 1999 г.[1]

Возникает законный вопрос: если управляющие компаниями в своих отчетах показывают только аккумулированные убытки, то где они смогли изыскать средства для приобретения банковских, лизинговых, цементопроизводящих, энергетических компаний и т.п.? Количество слабых компаний с годами росло, а своевременных мер не принималось. С точки зрения акционеров серьезного внимания заслуживает тот факт, что руководители большого количества компаний медлили в принятии соответствующих решений, в то время как стоимость их акций продолжала снижаться. Удивительно также, что компетентные органы власти оставались незаинтересованными и не чувствовали необходимости изучения деятельности этих компаний на более ранней стадии.

Даже беглый взгляд на данные о курсах акций позволяет обнаружить тот факт, что акции большинства компаний (65-70%) котировались по цене ниже номинала. Очевидно, что менеджеры зарегистрированных на ФБК компаний проводили операции таким образом, что хорошо смогли «нагреть руки», а акционеры лишились своей прибыли. Комиссия по ценным бумагам и биржам признала правление Sitara Energy виновным в трансферте 57млн.

[2] State Banks Report on Economy. 1999-2000. p.94.
[3] Pakistan Observer,2000. March 22.
[1] Monthly Review, Dhaka Stock Exchange Ltd. December,(1999). P. 3

рупий на счет одной из своих дочерних компаний, хотя Устав компании не разрешает такие выплаты.[2]

Около одной трети зарегистрированных на ФБК компаний показывают фиктивные убытки. Время от времени такие компании разоблачаются, как это произошло с одной компанией по производству сахара. Ее руководство купило собственные акции по цене выше рыночной у простых акционеров, т.к. боялось, что некоторые аутсайдеры могут стать директорами компании через приобретение на рынке ее акций. Как раз перед этим событием компания показала убыток в 80 млн. рупий, в то время как стоимость ее чистых активов составляла 50 млн. рупий. Это говорит о том, что опубликованная отчетность была сфальсифицированной.

Менеджмент не только лишил владельцев мелких пакетов акций их прибылей, но также ввел в заблуждение казначейство и фактически уклонился от своих обязательств перед кредиторами. Существует большая потребность в срочном принятии Закона о поглощениях, чтобы новые компетентные люди могли сменить руководство таких компаний и изменить положение дел. Что еще раз подтверждает необходимость принятия срочных мер для улучшения корпоративного управления.

Необходима широкомасштабная приватизация, причем для создания широкой базы собственников проводить ее предпочтительно через фондовые биржи. Таким образом, например, поступает Бразилия, продавая 34% акций Petrobras - государственной нефтяной компании (где государству принадлежит 84 % акций)[1].

Даже если только 10% акций таких фирм, как PTCL, PSO, Sui southern и Sui northern будет предложено на продажу, речь в Пакистане может идти о миллиардах акций. Некоторые эксперты считают, что пакистанский фондовый рынок не сможет одновременно принять такое количество акций. Да и фондовые биржи предпочитают, чтобы акции продавались небольшими партиями, иначе за них нельзя получить хорошую цену. Но правительству

---

[2] The News International , 2000. April 8.

[1] "Latin Aamerica's stock markets- High anв Dry" //The Economist. 2000 . Feb. 19-25. p. 69.

[2] Qazi M.S. "Is External Debt rescheduling Imminent?" //The Nation. 2000. Jan. 31.

также нужны средства для погашения внешнего долга в размере 30,8 млрд. долл. на 30 июня 1999 г., в т.ч. краткосрочного - более чем 6,5 млрд. долл. [2] Отсюда следует, что правительство должно установить баланс между внутренними покупателями и иностранными, которые станут стратегическими инвесторами с общей суммой инвестиций в 15-25% акций.

Государственный банк должен обеспечить распространение информации относительно портфельных инвестиций иностранных инвесторов. В настоящее время ситуация в данной области оставляет желать лучшего.

Все закрытые взаимные фонды (ICP) должны стать открытыми до начала их приватизации. Для примера: правительство Индии дало разрешение на деятельность частных взаимных фондов еще в 1993 г.

По нашему мнению, необходим также выпуск акций ФБК для широкого круга инвесторов. В прошлом фондовые биржи находились во взаимной собственности их членов, теперь же несколько крупных бирж, следуя примеру Австралийской фондовой биржи, акции которой котируются на собственном рынке, планируют выпуск акций для «публики». В 1998/99 ф.г. ФБК понесла убытки в сумме 46,51 млн. рупий, против 20,56 млн. рупий в 1997/98 г. До выпуска биржей акций для «публики» ей необходимо стать прибыльной. Следует также восстановить существовавшее ранее освобождение ФБК от налогообложения.

Таким образом, рассмотренные выше общие проблемы фондового рынка Пакистана свидетельствует о несовершенстве существующей системы. Предлагаемые автором рекомендации по оптимизации и улучшению фондового рынка Пакистана в целом также предусматривают изменение роли участников фондового рынка. Ниже рассмотрим существующую структуру участников фондового рынка Пакистана.

1.2.2. Институциональная структура участников фондового рынка

Основными участниками рынка ценных бумаг Пакистана являются:

1) Национальный Инвестиционный Траст (NIT);
2) Инвестиционная Корпорация Пакистана (ICP);

3) Государственная Корпорация Страхования Жизни (SLIC);

4) Институты финансового развития: PICIC (Пакистанская Корпорация по промышленному кредитованию и инвестициям), BEL (Bankers Equity Limited), NDFC (Национальная Корпорация финансового развития);

5) Коммерческие банки;

6) Государственные и частные страховые компании;

7) Модарба (см. ниже) и другие небанковские финансовые институты;

8) Иностранные инвестиционные фонды.

Особенно важную роль на рынке играют NIT и ICP. Связано это с тем, что они используются правительством для стабилизации ситуации на рынке. Разница между NIT и ICP заключается в том, что первый - это инвестиционный фонд открытого типа, тогда как второй - инвестиционный фонд закрытого типа. Оба находятся в собственности государства.

Поскольку состояние рынка акций рассматривается как барометр экономической ситуации в стране, когда частный инвестор колеблется в принятии инвестиционных решений, правительство часто обращается к этим институтам с просьбой совершать инвестиции. Время от времени NIT и ICP предоставляли искусственную поддержку рынку. Иногда она приводила к повышению активности, но она никогда не была хорошим лекарством, т.к. при этом не затрагивались базовые причины трудностей на рынке.

В 1994-95 гг. под давлением иностранных кредиторов правительство позволило частному сектору учреждать паевые фонды (юнит-трасты) по примеру NIT, однако к 2000 г. начал действовать только один фонд частного сектора, называемый Юнит-траст Пакистана (UTP). Таким образом, правила управления активами были применимы лишь к UTP. UTP (Юнит-траст Пакистана) - это открытый взаимный фонд. Хотя существует 13 закрытых фондов, некоторые из которых упомянуты в этом разделе, но UTP-единственный открытый взаимный фонд в частном секторе.

NIT был создан правительством Пакистана в 1962 в целях развития рынка капитала и привлечения средств частных инвесторов на инвестиции. За все эти годы он смог собрать огромный портфель ценных бумаг на сумму

11 миллиардов рупий, в его управлении находятся огромные фонды, а в совете директоров представлены некоторые крупнейшие промышленные группы, такие как Dawoods and Adamjees. Эти группы преследовали свои собственные интересы в ущерб акционерам.

Тогда было принято решение изменить правила с тем, чтобы NIT мог быть зарегистрирован как управляющая компания, а инструменты, выпускаемые NIT, могли рассматриваться как инвестиционные ценные бумаги, и на них распространялось бы регулирование Комиссии по ценным бумагам. Одним из условий кредита Азиатского банка развития для модернизации рынка Пакистана является приватизация Национального Инвестиционного Траста (NIT) и Инвестиционной Корпорации Пакистана (ICP) и создание регулятивного органа в секторе страхования.

По уточненным правилам, для образования фонда минимальный размер капитала должен составлять 250 миллионов рупий. Это обеспечение считается необходимым, т.к. в открытом фонде скорость поступления денежных средств постепенна и медленна. Так как под это требование не подпадает NIT, который уже имеет огромные инвестиции в размере 11 миллиардов рупий, оно фактически касается только новых компаний. По существующим правилам инвестиционные фонды не должны вкладывать более 10 % активов в одну компанию, и не могут иметь более 10 % ее акций. Кроме того, компании запрещено вкладывать средства только в один сектор экономики. Но эти правила неприемлемы для NIT, так как он объединяет представителей различных промышленных групп и уже совершил достаточно масштабные вложения. NIT является держателем акций ведущих компаний, таких как PSO 20%, Shell 8%, Fauji Fertilizer 7%, Hubco 3% и PTCL 2%.[1] 98% активов NIT инвестировано в акции и 2% предоставлено в форме кредитов.

В попытке оживить рынок капитала правительство облегчает учреждение взаимных фондов (особенно открытых) в частном секторе в сотрудничестве с международными фондовыми менеджерами. В ближайшем будущем NIT откроет еще два фонда, «Приватизационный фонд NIT» и «Доходный фонд NIT». Бумаги закрытых приватизационных фондов будут размещаться по мере готовности отдельных компаний для приватизации.

NIT имеет право приобретать до 10 % акций нового выпуска, если речь не идет об акциях страховых компаний и взаимных фондов ICP.

Основная роль ICP такая же, как и у NIT - это стабилизация рынка. ICP обеспечивает поддержку рынку, покупая и продавая акции. ICP также выступает в качестве андеррайтера и, таким образом, играет двойную роль - управляющего фонда и андеррайтера. По мнению диссертанта, необходимо преобразовать ICP в открытый взаимный фонд в целях защиты мелких инвесторов.

Взаимные фонды возникли не только в государственном (общественном) секторе, но и в частном. Взаимные фонды закрытого типа в частном секторе это - Golden Arrow (1983), Growth Mutual Fund (1994), Prudential Stocks Fund (1991), Tri-Star Mutual Fund (1994) Security Stock Fund Limited, а также один фонд, относящийся к открытому типу, - Unit Trust of Pakistan (1999). Всего в Пакистане насчитывается 39 закрытых взаимных фондов. Среди них 13 находятся в частном секторе и 26 - в общественном секторе, открытые ICP в форме закрытых взаимных фондов.[1] Как известно, взаимные фонды формируют большие портфели ценных бумаг, тем самым достигая диверсификации риска. Если цены на рынке растут, повышается и стоимость ценных бумаг взаимных фондов, что также является барометром фондового рыка.

Тем не менее, в Пакистане бумаги многих взаимных фондов никогда не продавались с премией, т.е. их цены оставались на уровне ниже номинала. Некоторые продаются менее чем за 1 рупию, при номинале в 10 рупий. В большинстве частных взаимных фондов существует недостаток профессиональных специалистов-аналитиков и портфельных управляющих, в результате чего качество портфеля снижается. Другая причина столь низкой в настоящее время стоимости в том, что взаимные фонды частного сектора начали действовать на рынке в период его роста в 1994 г., т.е. приобретали акции по очень высокой цене, которая впоследствии упала.

В отличие от пакистанского рынка ценных бумаг, число взаимных фондов в Европе выросло за период с 1994 по 1999 г. более чем на 50% - до

[1] Dawn , 2000 . April 6.

7023. При этом активы этих фондов выросли с 308 до 788 млрд. долл., т.е. среднегодовой прирост составил более чем 26 % .[1]

Банки. В Пакистане 25 национальных и 21 иностранный банк. В результате приватизации иностранные банки и иностранные банки, инкорпорированные в Пакистане, количественно превосходят национализированные коммерческие банки и национальные частные банки. Из 25 банков, классифицированных как пакистанские, в трех большая часть акций принадлежит иностранным инвесторам. С началом финансовой либерализации доля участия иностранных банков в бизнесе заметно повысилась, и они потеснили национальные коммерческие банки. Из общего числа иностранных банков 10 - европейские и американские, 5 - арабские, два банка - из Бангладеш и по одному из Японии, Шри-Ланки и др.

После национализации 1974 г. коммерческие банки и финансовые институты развития (DFIs) стали более подвержены политическому давлению и, одновременно, менее восприимчивы к указаниям центрального банка. Серьезная проблема всех финансовых институтов государственного сектора - безнадежные долги. Объем невыполненных обязательств по ссудам составляет около 6% ВВП. [2] Большая их часть приходится на крупные займы. Около 40 % - это накопленные проценты, что указывает на сложность проблемы и ее возраст. Причем количество таких займов в последние годы резко увеличилось. На конец 1999 г. безнадежные ссуды составили 225 миллиардов рупий.

Военной администрации на ранней стадии борьбы с неплатежами по ссудам удалось погасить 12 миллиардов рупий, а займы на сумму 40 миллиардов были реструктурированы. Соотношение общей стоимости ссудного дефолта к общему портфелю займов было самым высоким у финансовых институтов развития (DFIs) - около 35,69 %, тогда как для государственных банков Пакистана эта величина составляла 20,34 %.[1]

Впрочем, подобная проблема характерна для многих развивающихся стран. После азиатского кризиса, в 1999 г. соотношение проблемных займов

---

[1] Time,1999. June 21. p-82

[2] Quarterly reports of SBP(State Bank Of Pakistan) 1997,1998,1999, 2000.
см. также Farhatullah B. “Yaqub as Governor Central Bank” the Nation,1999. December 21.

[1] State Bank of Pakistan, quarterly reports, за ряд лет.

и ВВП колебались в пределах от 30 % ВВП для Республики Корея и Малайзии, до 70 % у Таиланда .[2]

Публикации Государственного банка за ряд лет позволяют сделать вывод о том, что средства мелких вкладчиков были использованы в целях обогащения 22 семей. Мелкие и средние предприниматели, т.е. те, кто в действительности нуждался в средствах для инвестиций и пополнения оборотного капитала, были лишены возможности получать кредиты. Этот класс предпринимателей полагался на внутренние источники или прибегал к займам неофициального сектора под очень высокие проценты. Неофициально ростовщичество, в обход мусульманских принципов, процветает во всех главных городах, включая Карачи, Лахор, Файзалабад, Мултан, Пешавар и Равалпинди. Кредит доступен по ставке 30-40 % годовых.

Данные свидетельствуют о большей концентрации проблемных займов в национализированных коммерческих банках. В дополнение к недостаткам в управлении со стороны менеджмента, следует отметить неготовность национализированных коммерческих банков и финансовых институтов развития добиваться от богатых и мощных заемщиков возврата кредитов; недостатки в административной системе, длительность судебных процедур, которые предоставляют неплательщикам долгое время уходить от ответственности, да и вообще сложности в возбуждении исков. Все это вносит свой вклад в существующую проблему.

Для коммерческих банков существует достаточно возможностей увеличить объемы среднесрочного и долгосрочного кредитования. В частности, коммерческие банки могут помочь корпоративному сектору, проводя подписку на конвертируемые облигации, или предоставляя гарантии опытным предпринимателям с хорошей репутацией. Объединяясь в консорциумы, они также могут активизировать свое участие в деятельности финансовых институтов развития для финансирования экономически перспективных предприятий.

Мировой Банк пессимистически оценивает перспективы небольших банков с оплаченным капиталом в 500 миллионов рупий, даже после того,

[2] The News International , 2000. January 6.

как он предписал повысить свой капитал с 300 миллионов в рамках программы реформирования банковского сектора. [1] Акционеры этих банков понимают, что цены на их акции очень низки, большинство из них ниже номинала, по многим акциям вовсе не выплачиваются дивиденды или выплачиваются в небольшом размере. Общая сумма срочных депозитов и депозитов до востребования всех 46 банков составляет 1100 миллиардов рупий. При таких объемах определенно не требуется столь большого количества банков, тем более что 80% депозитов находятся в пяти главных коммерческих банках.

Мировой банк предложил вчетверо увеличить оплаченный капитал коммерческих банков, с существующей суммы в 500 миллионов рупий до 2 миллиардов рупий. Желательно, чтобы центральный банк постепенно повышал требуемый уровень оплаченного капитала для банков, так как ни один частный банк не в состоянии достичь величины в 2 миллиардов рупий. Очевидно, что финансовый сектор слишком фрагментирован и поэтому не может извлечь пользу из эффекта масштаба.

Относительную финансовую мощь двух государственных банков в Индии и Пакистане иллюстрируют следующие цифры. Государственный Банк Индии, доля которого на рынке составляет 28%, объявил об увеличении своего оплаченного капитала на 2,5 миллиарда долларов. С другой стороны, у Национального Банка Пакистана капитал всего 326 миллионов долларов США, а общая сумма собственного капитала всех пакистанских банков составляет всего 1,8 миллиардов.[1]

В то время как ведущие банки мира, такие как Бэнк оф Америка, Сити Банк, Митцубиси Банк, Банк Индосуэз и Дойче банк ищут возможность объединения капиталов, чтобы стать более сильными и глобально более конкурентоспособными, пакистанские банки противятся слиянию и, тем самым, увеличению своей капитальной базы.

Малайзия со своими 58 местными банками сделала выбор в пользу крупномасштабной консолидации. В стране в результате должно остаться 10 устойчивых банков с капиталом не менее 526 миллионов долларов США.

[1] The News " World Bank Proposes 4-fold increase in bank's Paid-up capital". 2000. Feb 9.
[1] Sultan A. "Too many small banks make the financial sector weak."// Dawn Economic &Business Review.2000 .April (24-30. P.5.

После реструктуризации и слияний банков в Японии останется только 20 ведущих банков, 20 компаний по страхованию жизни с полным перечнем услуг, четыре крупных брокерских дома.[2] Весной 2000г.произошло слияние трех японских банков, что привело к образованию самого большого банка мира. Новое учреждение имеет активы в размере около 1,3 триллиона долларов, что равно одной трети японского ВВП.[3]

Поскольку банки Пакистана имеют небольшие размеры и достаточно высокий уровень проблемных кредитов, их роль в развитии рынка акций весьма ограничена. Очень часто банки отказываются предоставлять ссуды корпоративному сектору под залог акций. Это косвенно препятствует развитию рынка.

Компании модарба были организованы в стране в начале 80-х годов, на основе Декрета 1980 г. о выпуске сертификатов модарба для привлечения рискового капитала. Декрет был принят в рамках программы исламизации финансовой системы. По определению модарба - это вид участия в прибылях и убытках, при котором подписчик вкладывает свои средства, а модариб (менеджер) участвует своими навыками и прилагаемыми усилиями. Прибыли делятся между ними в заранее установленном соотношении, при наличии убытка вся его сумма принимается подписчиком, а менеджер освобождается от всяких обязательств. Фактически сертификаты модарба - это бумаги взаимных фондов, где одна сторона вкладывает денежные средства, а другая - свои умения, усилия или их комбинацию. Учредителем модарба должна быть компания (юридическое лицо). Компания модарба предоставляет 10% акционерного капитала и управление, а 90% капитала обеспечивается акционерами. Модарба может принимать различные формы: она может быть учреждена для определенной цели или нескольких целей. Она может быть организована на определенный период времени, или на неограниченное время.

Модарба - это юридическое лицо, которое может подавать судебный иск и которому судебный иск может быть предъявлен. Каждая компания модарба должна иметь банковский счет, обособленные активы и

[2] "Japanese Finance consolidates"//The Economist. 1999. November 6-12. p. 95.
[3] " Big is beautiful, perhaps…." Euro Business, 1999. vol. 1 . issue 5.p-175 см. также International Capital Markets:Developments, Prospects,and Key Policy issues.Washington D.C.: IMF. 2000. № 9. P. 198.

обязательства. Если компания модарба распределяет 90 % своей прибыли между акционерами, то она освобождается от налога на доходы.

Выпуск ценных бумаг, как и деятельность компаний модарба, регулируются Законом о модарба. По этому закону банки, финансовые компании и портфельные управляющие могут быть зарегистрированы как компании модарба и выпускать бумаги модарба на любые цели, соответствующие требованиям шариата.

На протяжении двух последних десятилетий 51 компания модарба получила листинг на ФБК. Однако результаты деятельности этих компаний оказались далеко не блестящими. У большинства цены бумаг находятся на очень низком уровне. В середине января 2000 г. акции только 5 из 51 компаний модарба котировались выше номинала, тогда как остальных 46 - ниже номинала. Акции почти 73 % этих компаний котировались на уровне менее 50 % своей номинальной стоимости, 44% - на уровне менее четверти своего номинала.[1] Печальные результаты работы этих мусульманских компаний указывают на плохое управление их финансовыми ресурсами и на необходимость провести их реорганизацию. В начале 2000 года Ассоциацией компаний модарба было принято решение о создании рабочего комитета по проверке всех аспектов деятельности модарба. Комитет должен пересмотреть такие аспекты деятельности, как привлечение ресурсов, пруденциальный контроль, законность сделок, налогообложение и т.п. В этом направлении необходимо приложить значительные усилия.

В ответ на действия Комиссии по ценным бумагам и биржам 25 из 48 компаний в 1999 г. объявили о дивидендах в размере 580 миллионов рупий. В этом отношении норма дивидендных платежей у модарба больше, чем у взаимных фондов, инвестиционных банков и лизинговых компаний. Общий оплаченный акционерный капитал модарба немного превышает 8 миллиардов рупий. Таким образом, средняя ставка доходности по бумагам модарба составляет 7,17 %.[2]

Важным способом долгосрочного финансирования является лизинг. При этой форме финансирования лизингодатель остается собственником

[1] "Defaulters of other Kinds"//Dawn Economic and Business Review. 2000. Feb7-13. p. 6.
[2] The Nation , 2000. Feb 11.

завода (или оборудования), тогда как лизингополучатель получает его во владение с правом использования, но при этом он должен в течение определенного периода платить установленную соглашением арендную плату. Лизинг дает возможность банкам и другим финансовым институтам развития предоставлять среднесрочное и долгосрочное финансирование либо напрямую, либо через свои филиалы, без необходимости изучения счетов заинтересованной фирмы. Финансовый институт является законным собственником активов, и он использует свое право собственности, если лизингополучатель не выполняет условия лизингового соглашения. Лизингополучатель может выбрать необходимое ему оборудование, а финансовый институт развития или банк обеспечивает финансирование. Лизинговое финансирование покрывает до 100 % стоимости завода или оборудования.

На ФБК зарегистрированы 32 лизинговые компании. Все они находятся в тяжелом положении. По состоянию на 14 января 2000 г. 24 компании котировались ниже номинала. 19 продавались за половину номинальной стоимости, и 8 - за четверть. Доходность акционерного капитала (ROE) снизилась в течение 1999-2000 годов с 11,8% до 7,91%. [1]

Комиссия по ценным бумагам и биржам теперь может потребовать от лизинговых компаний убрать из совета директоров лиц, виновных в нанесении убытков. Это произошло вследствие того, что в системе назначения директоров были выявлены недостатки. Лизинговое финансирование находится сегодня в Пакистане на грани краха по причине ошибок, допущенных в прошлом. Повышение оплаченного капитала может быть полезным, но без должного мониторинга сделок лизинговых компаний успеха не будет. Для успешного развития лизингового бизнеса необходимо соблюдать интересы акционеров.

Оплаченный акционерный капитал 32 лизинговых компаний, котирующихся на ФБК, составляет 4,66 миллиарда рупий. 9 лизинговых компаний имеют оплаченный капитал более чем в 200 миллиона рупий, остальные - менее 200 млн. 5 компаний имеют капитал менее 65 миллионов рупий. Регулирующие органы установили минимальный размер оплаченного

[1] Dawn, Economic and Business Review. 2000 . Feb 14-20.

капитала в 200 миллионов рупий для новых компаний, а также для компаний, находящихся ниже этого порога. Из 32 листинговых компаний только у 5 валюта баланса превышала 2 миллиардов рупий. В январе 2000 г. их рыночная капитализация составляла от 3,45 до 3,9 миллиарда рупий, что было равно 0,8% общей капитализации ФБК. Для сравнения: в 1995г. капитализация 28 лизинговых компаний составляла 7,3 миллиарда рупий, а в июне 1994 г. - 10 миллиардов, или около 3 % общей капитализации. В прошлом лизинговые компании считались фаворитами фондового рынка, ныне они переживают тяжелые времена. [1]

Как ни странно, компании, чьи акции котировались ниже номинала, принесли достаточно хорошие дивиденды в 1998/1999 (оканчивающемся в июне). На рынке Пакистана не действуют нормальные закономерности, когда цена акции отражает финансовое положение компании. Компании, годами не выплачивающие дивидендов, по стоимости оказываются в одном ряду с вполне благополучными. Это лишний раз говорит о нехватке знаний у инвесторов и качестве исследований, проводимых инвестиционными консультантами.

1.3. ИСЛАМИЗАЦИЯ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ ФИНАНСОВЫХ ИНСТИТУТОВ.

Начиная с пятидесятых годов в ряде стран мира происходит исламизация финансовых институтов, в особенности банковских и страховых. В настоящее время во всем мире действует достаточно большое число исламских банков и страховых компаний. В ряде мусульманских государств, таких как Пакистан, Иордан, Судан, Иран и Малайзия были размещены «исламские» ценные бумаги. Вместе с тем, вопросам функционирования исламских финансовых институтов уделялось недостаточно внимания со стороны ученых и практиков.

Коран подчеркивает, что справедливость (Адл) должна быть во всех обменных соглашениях. Недопустимо присвоение чужого имущества

[1] Dawn. Economic and Business Review. 2000. April 27.

посредством торговли (ал- Ниса). Адл требует, чтобы обмениваемые предметы имели одинаковую ценность. Азартные игры и предоставление кредита под проценты (риба),[2] обязательно оканчиваются обменом неравнозначных ценностей. Вот почему, наверное, Коран запрещает и азартные игры, и ссуды, и спекуляцию (ал-бакра; 219; ал-Майдах; 93-94). Многие ученые, включая Шапра (1984),[1] Кхана (1994)[2] Метвелли (1984)[3], Замана (1986)[4], Эл Гари (1993)[5], Маннана (1993)[6] и Анвара (1995)[7] обсуждали в своих работах исламизацию рынка капитала с точки зрения предоставления ссуд, азартных игр, «гарар»[8]. Спекуляция связана с владением акциями в течение относительно короткого срока. Спекуляция строго запрещена из-за сходства с азартными играми. Спекуляция запрещена, потому что и спекуляция, и игра - всего лишь перераспределение собственности между участниками.

Иными словами, торговля любым имуществом не противоречит Исламу до тех пор, пока соблюдается принцип справедливости - Адл. Более того, продаже подлежат только товары халал (легитимные), т.к. товары харам (нелегитимные) не представляют ценности для мусульман. Для того чтобы была гарантия поставки товара, он должен находиться в собственности продавца.

В сущности, основная роль, которую играет рынок капитала - финансирование бизнеса посредством направления средств от экономических субъектов, имеющих излишек средств, субъектам, испытывающим дефицит, полностью соответствует мусульманским принципам. Отсюда акции, выпускаемые фирмами, участвующими в справедливой (халал) деятельности, также считаются мусульманскими.

---

[2] Риба в исламской экономике - название процентной ставки

[1] Chapra M.U. “Mechanics and operations of an Islamic Financial Market”//Journal of Islamic Banking and Finance 1984# 7:2.

[2] Muhammad A.K. Islamic Banking in Pakistan. All Pakistan Islamic Education Congress, Lahore:, p. 94

[3] Metwally Mokhtar “The Role of the Stock Exchange in Islamic Economy.” //Journal of Research in Islamic Economics .1984 #2:1 c. 21-30

[4] Zaman M. R. The Operation of the Modern financial Markets for Stock and Bonds and its Relevance to an Islamic Economy// American Journal of Islamic Social Sciences .1989. #3:1. pp. 125-140.

[5] Gari E., Mohammed A. Towards an Islamic Stock Market. Islamic Economic Studies. 1993.# 1:1. pp. 1-20.

[6] Mannan M.A. Understanding Islamic Finance: A Study of the Securities Market in an Islamic Framework. Jeddah: Islamic Research and Training Institute,1993. c. 115.

[7] An Islamic perspective on Capital Markets and Islamic Securities in Malaysia// The Pakistan Development Review. 1995. # 34. pp. 865-878.

[8] «Гарар» определяется как риск, неопределенность, неясность и недостаток возможности продать хороший товар

Исламские бумаги могут быть основаны на принципах финансирования мушарка (совместные предприятия) и мударба (доверительное финансирование).

Обычные долговые ценные бумаги основаны на займе, с установленным сроком погашения и определенной процентной ставкой (риба). Коран разрешает финансирование путем получения займов, но запрещает взимание процентов. Данные ценные бумаги должны быть «очищены» от условий о процентах и других незаконных компонентов, или заменены подходящими беспроцентными мусульманскими кредитными инструментами. Например, беспроцентные займы, предоставленные с нулевой процентной ставкой, соответствуют духовным положениям Ислама, по которым покупатели бумаг (заемщики) могут добровольно вознаградить продавцов (заимодавцев), следуя примеру Пророка Мухаммеда.

Торговля акциями на вторичном рынке - это, по существу, покупка и продажа чьих-то прав на активы компании и приносимую ими прибыль. Цена акций, как этих активов, колеблется в связи с изменениями условий на рынке. Поэтому торговля бумагами на вторичном рынке по изменяющимся ценам - это, по существу, продажа товаров. Все долговые бумаги представляют собой фиксированную сумму обязательств. Продажа долговых инструментов по цене ниже или выше номинальной стоимости - это неэквивалентный стоимостной обмен, т.е. риба. Поэтому долговые бумаги не должны реализовываться по цене, отличной от номинальной стоимости. Таким образом, хотя торговля на рынке капитала легитимна, некоторые отдельные операции и ценные бумаги нарушают предписания Ислама. Недавно на рынках Пакистана и Малайзии появились некоторые финансовые инструменты, носящие «мусульманские» названия.

3 января 1994 г. в Малайзии появился исламский денежный рынок. Он объединяет межбанковский рынок мусульманских финансовых инструментов, мусульманских межбанковских инвестиций и мусульманскую межбанковской систему клиринга чеков. Кроме того, было создано несколько мусульманских доверительных фондов, мусульманские долговые бумаги и мусульманская брокерская фирма.

В основе соглашения между доверительными фондами и инвесторами лежит либо договор об участии в прибылях или платы за услуги по управлению. Доверительные фонды являются мусульманскими до тех пор, пока средства инвестируются в ценные бумаги халал (легитимные). В листинге первого уровня Фондовой биржи Куала-Лумпура насчитывается 230 компаний, второго уровня - 90 компаний. Из них 150 и 82,[1] соответственно, признаны законными (халал) банком Bank Islam Malaysia Berhard.

Инсайдерская торговля также противоречит Исламу. Пророк препятствовал инсайдерской торговле, запрещая покупку товаров у плохо информированных крестьян из деревень, удаленных от рынка.

Таким образом, из вышеприведенного обзора можно сделать вывод, что принципы Ислама разрешают получение прибыли, но запрещают взимать фиксированный процент по депозитам и ссудам. Тем не менее, исламская финансовая система может функционировать достаточно хорошо, при этом представляя собой яркий контраст деятельности финансовых институтов в других странах. В публикации Мирового банка было отмечено, что "в таких странах, как Пакистан, введение исламского банковского дела улучшило в некотором роде функционирование финансовой системы, например, финансовые инструменты стали более рыночно-ориентированными." [2]

Исламские банки вместо депозитов с фиксированной процентной ставкой предлагают инвесторам сертификаты открытых взаимных фондов, вложения в которые связаны с риском. В данном случае с трудностями сталкивается заимодавец. Вопросы распределения прибыли и убытков приводят к значительным проблемам мониторинга и контроля, особенно при кредитовании малого бизнеса. На практике, участие в распределении прибыли по договору мушарка часто основывается на предварительной оценке предполагаемой прибыли. Другой способ избежать явного взимания процентов - это комбинирование коммерческих и финансовых контрактов, например, через сдачу в аренду с последующей перепродажей по более высокой цене.

---

[1] Anwar M.Dr. “An Islamic Perspective on Capital Markets and Islamic Securties in Malaysia”//The Pakistan Development Review.1995-№34(4).pp.865-878. ,The pakistan Development Review. winter 1995 . No.34:4 part 2. P.870.

[2] Financial Systems and Development, the World Bank, The Policy and Research Series 15, 1989.

Другой трудностью было разработать и выпустить подходящие правительственные ценные бумаги. Достаточно свободная трактовка мусульманских принципов допускает выпуск дисконтных бумаг. Другая возможность включает привязку доходов к номинальному росту ВНП или получение доходов от определенных проектов.

В попытке сделать финансовую систему мусульманской название «проценты» было изменено на «наценка» (mark-up), и бизнес продолжался в обычном порядке, при этом цена займов лишь увеличилась - с 18 до 22 %.

В правительстве Зия Уль Хака компаниям модарба и лизинговым компаниям были предоставлены материальные льготы и лицензии и они начали продажу своих акций доверчивым мусульманам, которые не хотели вкладывать свои средства в инструменты с фиксированными доходами, т.к. большинством ученых-богословов это считается незаконным (харам). Сегодня, 15 лет спустя, можно видеть, в каком затруднительном состоянии находятся эти лизинговые компании и компании модарба. Из 51 компании модарба[1] и лизинговых компаний, представленных на фондовой бирже, как уже отмечалось, акции 49 компаний модарба продаются по цене ниже номинальной стоимости, а из лизинговых компаний акции 26 продаются ниже номинальной стоимости. Некоторые из этих акций, имея номинальную стоимость 10 рупий, продаются за 20 - 25 пайсов. Большинство из этих компаний не выплачивают дивидендов (а некоторые никогда не делали этого с момента своего основания), однако их руководители и директора продолжают получать огромную заработную плату и другие дополнительные доходы нерегулярного характера. Существует достаточно обоснованное предположение, что «финансовые мудрецы» изъяли по крайней мере 5 миллиардов рупий у мелких и средних инвесторов через лизинговые компании и компании модарба. При этом инвестиции в I.C.P., NIT, modarba, лизинговые компании, кооперативные общества и на фондовой бирже считались соответствующими мусульманским принципам.

Верховный суд Пакистана запретил банковский процент (риба) во всех формах и потребовал от правительства с июня 2000 г. в течение 18 месяцев перейти на полностью беспроцентную систему банковского дела.

[1] . “ Imperatives for an Islamic economy”// Dawn. 2000.January 12.

Предистория вопроса такова. Еще в 1991 г. Федеральный шариатский суд постановил, что всякие банковские операции, основанные на взимании процентов, противоречат Исламу, а потому должны быть запрещены. Правительство тогда подало апелляцию в Верховный суд, и вот теперь шариатская палата Верховного суда вынесла свое решение по этому делу.

Еще в 1981 г. в Пакистане были введены нормы, которые правительство называет исламским образом жизни, исламскими методами. Но последнее решение суда гласит о том, что даже такие методы как мурахба (наценка), баи-мауджал (продажа с отсроченным платежом) и другие, так называемые беспроцентные, методы являются немусульманскими, поскольку в них прочно вплелись элементы риба (процентных выплат).

Приговор суда гласил, что «любая сумма, маленькая или большая, взимаемая сверх номинала по договору займа, есть риба и запрещается Священным Кораном, независимо от того, была ли взята ссуда на потребление или какую-либо производственную деятельность». Все преобладающие формы взимания процентов в банковских или частных сделках подпадают под определение риба. Таким же образом любое взимание процентов по государственным займам, как внутренним, так и внешним, является риба и запрещается Священным Кораном.

Исламскими учеными, экономистами и банкирами были разработаны различные методы, которые позволяют соблюсти исламские требования. Они считают, что исламские методы не только исполнимы, но и более эффективны в обеспечении сбалансированности и устойчивости экономики. Эти методы были апробированы примерно 200 исламскими финансовыми институтами в различных частях света.

Суд составил список 10 банков и институтов, действующих на основе принципов исламского финансирования. Так, например, в 1994 году все вместе они предоставили финансовых ресурсов на 8563 млн.долл. Сюда входят такие способы финансирования, как мурахба, мушарка, мударба, лизинг и другие методы. Государственный Банк Пакистана уполномочен проводить в жизнь и контролировать процесс перехода от существующей финансовой системы к системе, отвечающей религиозным принципам Шариата - свода исламских правил.

Возможности для дальнейшего роста исламских финансовых институтов исключительно велики ввиду того, что 10 крупнейших мусульманских государств имеют общий ВВП в 1,2 триллиона долл. В настоящее время капитал исламских банков составляет 7 млрд. долл., а их депозиты превышают 120 млрд. долл. [1]

К июню 2000 г., все банковские и финансовые институты подготовили проекты соглашений и документов по всем основным операциям и представили их в Комиссию по исламизации экономики. Все совместные компании, взаимные фонды и фирмы, участвующие в операциях объемом свыше 5 миллионов рупий в год, по закону обязаны пройти независимую оценку независимыми рейтинговыми агентствами. Делаются попытки конвертировать облигации государственных займов в ценные бумаги, основанные на проектном финансировании и создать взаимный фонд, который мог бы финансировать правительство на этой основе. Паи этого фонда могут распространяться среди широкого круга инвесторов. Продажа на вторичном рынке будет осуществляться на основе чистой стоимости активов, приходящихся на один пай. Сертификаты государственных облигаций или облигации правительственной сберегательной системы будут конвертироваться в паи этого фонда.

В исламском мире концепция ссуды и процентного дохода до сих пор остается непонятой. Таким образом, вышеупомянутое постановление Верховного суда - это естественное следствие неспособности юристов понять природу процентных выплат и реальной ценности риба (процента). Можно ли в современной экономике отменить процентные выплаты?

В свете всех определений процентных доходов, которые гласят, что процент - это форма цены или уровень доходности капитала, нетрудно показать, что процентные выплаты нельзя элиминировать из экономики. Для подтверждения данного предположения нужно понять, что результатом отмены процентных выплат станет то, что капитал превратится в «бесплатный товар», т.к. только бесплатные товары имеют нулевую цену. Одной из основных характеристик бесплатного товара является заданный уровень спроса. Но тогда выходит, что предложение - неограниченное.

[1] The Nation. 2000. April 9.

Возможно ли это? Для ответа на этот вопрос нам нужно понять саму природу капитала.

Финансовый капитал воплощен в эмитированных правительством облигациях, сберегательных сертификатах и акциях. Из данного определения должно быть очевидно, что капитал представляет собой огромное количество абсолютно разнородных товаров и продуктов, а потому предположить, что все это может быть бесплатным (что собственники этих продуктов не будут требовать оплаты за эти товары) невозможно. Если рынку позволено действовать свободно, тогда должна быть «естественная норма процента». Если рыночные условия позволяют сформировать естественную цену капитала, то в этом нет ничего противоречащего Исламу. С другой стороны, если поставка капитала осуществляется монополистом или картелем, сформированным поставщиками капитала, то процентная ставка может быть определена как монопольная цена. А вот как раз монопольная цена очень похожа на определение риба в Коране. Именно монопольная цена является эксплуататорской, тогда как свободная цена - нет.

Согласно экономическим принципам, если предложение капитала не может быть неограниченным, то цена капитала не может быть снижена до нулевого уровня. Одно из условий экономики нулевого уровня процентов очевидно. Капитал не будет приносить никакого дохода. Поэтому, любой, кто выступает за беспроцентную экономику, должен одновременно принять тот факт, что в такой экономике капитал, как таковой, не будет обращаться.

Тем не менее, все исламские экономисты противоречат сами себе, говоря о том, что нулевой уровень процентов не означает нулевого уровня доходности, - позиция, совершенно не соответствующая фундаментальным принципам экономической теории. Другими словами, пока капитал производителен и способен приносить положительный доход, он должен иметь ненулевую ставку процентов.

Один из ведущих специалистов и сторонников исламской экономики писал: «Есть люди, которые считают, что возможный запрет на взимание процентов может привести к экономическому коллапсу,… но я все-таки думаю, что нас это не должно пугать. Элиминирование процентов (риба) не

означает нулевой нормы доходности капитала. Ислам запретил фиксированную, заранее установленную ставку доходности на один из факторов производства. Ислам предлагает оригинальный подход, при котором факторы производства имеют различную доходность, основанную на реальных результатах.» [1]

Вряд ли существует в мире какая-либо экономическая система, в которой операции с капиталом производятся по нулевой цене. Жизнь говорит о том, что беспроцентная экономическая система иллюзорна.

1.4. СТРУКТУРА ПРОЦЕНТНЫХ СТАВОК И ОСОБЕННОСТИ ФИНАНСИРОВАНИЯ В ПАКИСТАНЕ

1.4.1. Структура процентных ставок по привлеченным ресурсам

Рынок акций Пакистана очень слабо конкурирует с другими секторами рынка капиталов, такими как рынок сберегательных сертификатов, банковских сертификатов и рынок выигрышных облигаций (prize Bonds) за привлечение ресурсов населения и компаний. Рассмотрим более внимательно причины данного явления:

Отсутствие риска и налоговые льготы привели к тому, что Национальные сберегательные схемы (NSS)[1] стали весьма популярны среди городских вкладчиков. Коммерческим банкам и фондовому рынку стало все труднее конкурировать с ними[2]. Номинальные ставки доходности после выплаты налога (закат)[3] варьировались от 6% по банковским депозитам до 15,3% по 10-летним национальным «оборонным» сберегательным сертификатам (NNS 10 year defence Certificates). По депозитам сроком менее трех лет, (Khas Deposits NSS), доходность составляла 12,5%. В 1983 г. после выплаты налога (закат) из 326 компаний, зарегистрированных на KSE, у 109 дивидендная доходность была меньше, а 80 компаний вообще не платили

[1] Khurshid A. " Elimination of Riba from the economy," Institute of policy studies.2000.p.6.

[1] Это схемы, предложенные сберегательными центрами при правительстве Пакистана. Они являются источником внутренних ссуд для финансирования бюджетного дефицита

[2] С одной стороны, банки являются конкурентами NSS, с другой, - эти схемы настолько привлекательны, что банки сами производят в них вклады. В настоящее время центральный банк запретил эту практику.

[3] Zakat - исламский налог

дивиденды. Начиная с 1983 г. мы видим проявление некоторого интереса к рынку акций среди инвесторов. В конце 90-х годов средняя годовая ставка по депозитам, предлагаемая по различным сберегательным схемам, находилась в диапазоне от 12 до 18%. В то же время по состоянию на декабрь 1997 г. средневзвешенная ставка коммерческих банков по депозитам составляла только 6,1%, по срочным вкладам - 8,5%[5]. Более детальная информация о ставках по банковским депозитам приведена в таблице (см. приложение № 1).

И в первом квартале 2000 г. Национальная сберегательная система NSS предлагала клиентам ставку по депозитам на 3-4% выше, чем коммерческие банки.[1]

В 1999 г. большая часть инвестиций в NSS была совершена по трем причинам:

1. Деньги, отозванные со счетов в иностранной валюте[3], были вложены в NSS как наиболее привлекательный объект инвестиций, доступный в тот период - после проведения ядерных испытаний.

2. Во втором полугодии 1999 г. правительство снизило процентную ставку, предлагаемую по NSS, на 2%. Это привело к значительному увеличению инвестиций в NSS, поскольку инвесторы торопились разместить средства по существующим процентным ставкам, боясь их дальнейшего снижения.

3. После того как в 1988 г. правительство прекратило выпуск федеральных инвестиционных сретификатов, NSS - это фактически единственные доступные для публики долгосрочные, безрисковые инструменты,[2] Население Пакистана предпочитает покупку безрисковых или малорисковых активов, тогда как например в США 25% акционеров-физических лиц принимают уровень риска выше среднего, а 50% - средний уровень риска.[3]

---

[5] Ghani O. “Resource Mobilization in Pakistan” //Dawn Economic and Business Review. 2000. March 20 – 26. P.4.
[1] Ahmad M., .Jaffar M. “Foreign Banks Drowning in the Liquid Market” //Dawn Economic and Business Review. 2000. March 20 – 26. P. 5.
[3] Хотя после атомных взрывов был введен запрет на счета в иностранной валюте, клиентам разрешалось снимать деньги с этих счетов в валюте Пакистана.
[2] Новые выигрышные облигации представляют собой инструмент, не предполагающий получение купона или процента. Доход заключается в получении приза по выигрышным номерам.
[3] Я.Миркин «Традиционные ценности населения и фодовый рынок»//РЦБ 2000. #7 (166). с. 34.

4. В результате большая часть средств перетекла с лотерейных схем в новые облигации государственного выигрышного займа. Облигации (Prize Bonds) достоинством в 15000 рупий и 40000 рупий были настолько привлекательны, что смогли мобилизовать 57 млрд. рупий к концу декабря 1999 г.

Учрежденные Управлением по национальным сбережениям, национальные сберегательные схемы были созданы прежде всего для поощрения и привлечения сбережений групп населения с низкими и средними доходами. На территориях, где банковские услуги не были доступны, сертификаты Национальных сберегательных схем (NSS) продавались через почтовые отделения. С течением времени NSS начали выполнять и другие функции.

Например, благодаря тому, что большая часть сберегательных сертификатов выпускается на предъявителя, они начали выполнять роль канала перекачки денег «теневого сектора» в официальную экономику. По оценкам, масштаб теневой экономики Пакистана составляет 70% ВВП.[1] Это порядка 1500 млрд. рупий, и его размер продолжает расти примерно на 22,39% ежегодно. [2]

По мере того как все больше обеспеченных граждан начинает вкладывать средства в эти инструменты, они все чаще используются для уклонения от налогов.

В Японии доходность по долгосрочным правительственным облигациям составляла в 2000 г. примерно 2%,[3] а ставки по банковским счетам - немногим более нуля. В то же время общая доходность японских акций намного выше, чем ставки по облигациям и банковским счетам. На многих мировых рынках акций средняя доходность превышала в 90-е годы 11% годовых, тогда как в Европе и США предлагаемые сберегательные инструменты могли принести менее 6% в год.[4]

---

[1] Mahmood F “Case for Small Investors Protection”// Dawn, Economy and Business Review. 2000.Feb.28-March 5. см. также Aftab M. “Prudent Banking” The Nation,2000. January 24.
[2] The Nation, 2000. March 28.
[3] The Economist. 2000. April1st p.73.
[4] Time . 1999. June 21. p.82.
CBR ,circular no 31/1999,dated Dec29,1999.

В Пакистане в анализируемый период рынок акций был плохим выбором по сравнению с рынком процентных инструментов. Это неравенство почувствовало даже правительство и ввело 10% налог на процентные доходы, но затем, под давлением общественности, решение, датированное 3 сентября 1999 г. о налогообложении определенных сберегательных схем, было отменено. Несоразмерность доходности и риска по сберегательным инструментам отрицательно повлияла на рынок акций.

1.4.2. Структура капитала Пакистанских фирм

Финансовая структура фирм развивающихся стран значительно отличается от той, что сложилась в развитых странах. В самых бедных развивающихся странах фирмы полагаются в большей степени на внутренние ресурсы и неформальные кредитные рынки. Часто рынки акций развивающихся стран критикуют за их спекулятивный характер.

В этом разделе мы попытаемся исследовать финансовую структуру развивающихся стран в общем, и, в частности, в Пакистане. Цель - установить, являются ли рынки акций и банковского кредита дополнением или заменителем друг друга в предоставлении финансовых ресурсов для корпораций. На данный вопрос можно ответить, проанализировав структуру капитала фирм в группе стран с различным уровнем развития рынка акций.

Если выпуск акций является заменителем долгового финансирования, то можно принять следующее утверждение: страны с менее развитым рынком акций должны иметь более высокий леверидж. По мере развития рынка акций стоимость акционерного капитала снижается, и корпорации переходят от долгового финансирования к акционерному финансированию. Поэтому, если акционерное финансирование и банковское финансирование являются взаимозаменяемыми, то должна быть отрицательная корреляционная зависимость между левериджем и степенью развития рынка акций.

Если верно обратное, и есть взаимодополняемость между рынком акций и банками, то леверидж будет повышаться с развитием рынка акций. Развитие рынка акций будет увеличивать кредитоспособность фирм,

позволяя им занимать больше благодаря улучшению качества информации, доступной банкам.

Одной из самых важных отличительных характеристик долгового финансирования является то, что такой контракт предполагает небольшое разделение риска между заемщиком и заимодавцем. Так как заемщик обязуется платить фиксированную сумму, то состояние дел у фирмы-должника относительно мало влияет на стоимость займа.

С другой стороны, заем - это контракт с низкими издержками, он дает заемщику большую степень контроля и обусловливает низкую заинтересованность заимодавца в мониторинге проектов, которые он финансирует. Эта характеристика долгового контракта позволяет, в условиях ассиметричной информации, более точно определить стоимость займа. Такое положение характерно для Пакистана, где финансирование основывалось в основном на долговых контрактах, а не на акционерном капитале.

Обычное явление для Пакистана - фирмы, контролируемые семьями, и они неохотно допускают капитал извне, так как не хотят терять контроль над компанией. Частные компании в Пакистане боятся допустить разводнение акционерного капитала. В 1984 г. из существовавших более чем 12000 зарегистрированных в Пакистане частных и публичных компаний с ограниченной ответственностью только 348 имели листинг на фондовой бирже.

Некоторые фирмы считают, что имеют оптимальный размер и не стремятся расширять свои масштабы. Фирмы, которые хотят увеличиваться, для финансирования используют банковские кредиты. Такая система основана на хороших банковских связях, однако она может привести к чрезмерной зависимости от банковского финансирования. Это приводит к низкому отношению акционерного капитала к задолженности в структуре капитала фирмы.

В свою очередь, фирмы, желающие увеличить акционерный капитал, попадают в порочный круг. Неудовлетворительное соотношение займов и акционерного капитала фирмы делает новые выпуски акций слишком рискованными для потенциальных инвесторов, но только новая подписка на

капитал может улучшить соотношение займов и акционерного капитала. Конечно, данный показатель может улучшить и нераспределенная прибыль, но для этого обычно требуется больше времени. Поэтому фирмы предпочитают оставаться с высокой долей заемных средств благодаря относительно легкому доступу к банковскому кредиту с искусственно низкими ставками банковских процентов.

Как и во многих развивающихся странах, предпочтению долгового финансирования способствовало вмешательство правительства в финансовую систему Пакистана. Особенно сильное влияние на поддержание стоимости займов на уровне ниже рыночного оказали субсидии в рамках программ прямого кредитования, ограничения на максимальный размер процентных ставок, выкуп неблагополучных корпораций. Финансовая поддержка этим предприятиям включала освобождение от выплаты процентов, реструктуризацию невыплаченных ссуд, списание ссуд как оборотный капитал и т.п.

Существует более 4600 неблагополучных предприятий, работающих не на полную мощность или закрытых совсем, 65% из них - в текстильном секторе.[1]

Осознавая необходимость в развитии промышленности, правительство планирует оживить неблагополучные предприятия за счет средств, полученных от различных международных доноров. Для оживления 900 предприятий финансовая помощь в размере 20 млрд. рупий будет испрошена у Мирового Банка, Азиатского Банка Развития и различных стран.[2] По состоянию на сентябрь 1999 г. банковский комитет возбудил 489 дел против неблагополучных предприятий, чья просроченная задолженность составила 125,77 млрд. рупий, из которых 55 млрд. рупий не подлежали возмещению. Возможно, такой подход подтолкнул спонсоров к объявлению своих предприятий неплатежеспособными для получения большей финансовой помощи за счет средств налогоплательщиков.

Опора на займы коммерческих банков обуславливает концентрацию риска внутри небольшой группы финансовых институтов, и это представляет

[1] " Govt Plans to revive sick units" The News .2000. Feb.1.
[2] Dawn .2000. January 18.

серьезную опасность стабильности финансовой системы Пакистана. “Теория последовательного отбора” (“Pecking order theory”) С. Майера (1984)[1] в полной мере применима к условиям Пакистана. Согласно этой теории, структура капитала фирмы определяется ее готовностью финансировать инвестиции сначала из внутренних источников, затем с помощью займов и, если это не получается, с помощью акционерного капитала. В период между 1977 и 1982 гг. эмиссия акций выросла на 217%, тогда как долгосрочные займы увеличились на 1007%. Доля акционерного капитала в финансировании инвестиций упала с 43,4% в 1977 г. до 15,2% в 1982 (для нефинансовых компаний, зарегистрированных на Фондовой бирже Карачи). В то же время доля долгосрочных займов увеличилась с 44,4 % до 54,2%. Пакистан - это страна 22 семей, вся промышленность находится под их контролем, займы были доступны им на очень выгодных условиях, поэтому они придавали мало значения акционерному финансированию.

Финансовые посредники - единственный источник для большинства малых и средних бизнесменов, поскольку информационные издержки для них при выпуске акций или облигаций непомерно высоки (Камерон, 1970; Болтон, 1971; Гермидис и др., 1991; Фрай, 1995)[2]. Исследование Организации экономического сотрудничества и развития (Гермидис и др. 1991) свитедельствует, что коммерческие банки в развивающихся странах склонны отдавать предпочтение крупным заемщикам индустриального и коммерческого секторов и концентрировать свою деятельность в городах.

С другой стороны, существует огромное число малых и средних фирм, не имеющих доступа ни к рынку ценных бумаг, ни к банковским ссудам. А ведь известна огромная роль мелкого “семейного” бизнеса в экономивеском развитии. Они сыграли колоссальную роль в Японии (Куньо, 1994)[1]. В Бангладеш до 1995 г. существовала правительственная директива для всех коммерческих банков и финансовых институтов развития выделять 5%

---

[1] Myers.,Steward C. “ The Capital structure Puzzle”// Journal of Finance. 1984 . No39. pp. 575-592.

[2] Cameron R. Banking and Economic development: Some lessons of History. Oxford University Press. London, 1970.
Bolton J.E . Small Firms :Report of the committee of Inquiry on Small Firms , HMSO,cmnd.4811,London. 1971.
Fry M.J.Money, Interest and Banking in Economic Development. The Johns Hopkins University Press. London,1995.
Germides D., Kessler D., Meghir R. Financial Systems and Development :What Role For the Formal and Informal Financial Sectors. An OECD Publication. Paris,1991.

[1] Kunio Y. Japanese Economic Development. Oxford University Press, Kulalpur. 1994.

кредитных ресурсов малым фирмам. В плане на период 1995-2000 гг. эта цифра увеличена до 15 %.[2]

То, что останавливает банки в предоставлении ссуд малым и средним предприятиям - это отсутствие кредитной истории и опубликованных отчетов. Банки не расширяют кредитование малых и средних компаний из-за их низкой платежеспособности. Банки борются за корпоративный рынок, состоящий в основном из мультинациональных корпораций, крупных торговых домов и некоторых крупных государственных компаний. Однако его размеры весьма невелики. Это привело к избыточному притоку кредитных ресурсов в небольшое число компаний, к их "перекредитованию". Цифры свидетельствуют о том, что 1,4% заемщиков получили 76% ссуд, а 4% - 83%. Оставшиеся 96% заемщиков получили в общем 17% ссуд. На пять главных городов Пакистана приходится 74% банковских кредитов. [3]

Тем не менее, можно отметить увеличение финансирования инвестиций за счет нераспределенной прибыли - с 0,4% в 1977 г. до 20,3% в 1983 г. Тенденция увеличения инвестиций за счет нераспределенной прибыли наблюдается и в 90-х годах, о чем свидетельствуют и цифры, приведенные в годовом отчете Государственного банка Пакистана за 1999-2000 год. [4]

Мировой банк провел исследование структуры капитала в Пакистане, Индии, Корее, Таиланде, Турции, Мексике, Иордании, Зимбабве и Малайзии. Было обнаружено, что структура капитала, представленная соотношением займов и акционерного капитала, в разных странах различна. В 1992 г. леверидж варьировался от 8,7% для Малайзии до 163,5% в Таиланде.

---

[2] Khan A. M. "The Market for Loan Capital for Small Firms in Bangladesh: Loan Evaluation, Monitoring and Contracting Practices". Ph.d thesis in the Faculty of Economics and Social Studies .1997. p.28.

[3] Annual Reports of State Bank Of Pakistan .Various Years

[4] Dawn ,November 7,2000. "Executive Summary of SBP annual Report 1999-2000. См. также Haq.K. , M. Baqai.Savins and Financial Flows in the corporate sector" //The Pakistan Development Review. 1967 #7:3 pp.283-316;
Qureshi,Ziz M. Determinants of Corporate Savings in Pakistan: A Macroeconomic Analysis .// The Pakistan Development Review1983# 22:2.pp. 73-96; Bilgrami N., NishatM.The Determinants of Corporate Savings in Pakistan: A case stuy of Companies Registered with Karachi Stock Exchange.// Pakistan Economic and Social Review.1990 #28.pp19-39; Zafar I. Institutional Variations in Saving Behaviour in Pakistan.// The Pakistan Development Review. 1993. # 32:4 . pp.1293-1311. Эти же проблемы были рассмотрены в: Мартынов А. "Возможности повышения эффективности инвестирования"//Экономист. 2000. № 9. С. 37. Согласно его исследованию, в России в 1999 году доля прибыли как источника самофинансирования составила около 25%.

Леверидж в Пакистане составлял 24,5%, меньше, чем в Турции, Индии, Корее и Таиланде. Пакистан и Зимбабве являются странами, где чистый рост активов был профинансирован практически на 58% за счет нераспределенной прибыли.

Акционерам в Пакистане платят более низкие дивиденды, чем в других странах. Но это должно увеличить стоимость предприятия. Таким образом, доходы от прироста капитала могут возместить потери из-за низких дивидендов или, во многих случаях, их отсутствия. Подобная ситуация просуществовала вплоть до формирования Комиссии по ценным бумагам и биржам (SECP). Последняя предприняла серьезные меры по ужесточению регулирования компаний. Согласно дополнениям к Закону о налоге на прибыль, компании, чьи резервы превышали 50% капитала, обязаны были уплачивать дополнительные 10% налога на прибыль. В результате 1999 – 2000 гг. 332 компании выплачивали дивиденды.[1]

Из 766 компаний, зарегистрированных на KSE в феврале 2000 г., более 100 попали в категорию "убыточных" (дефолтеров). Это означает, что в течение последних трех лет их акции котировались по цене ниже 50% номинала или за последние пять лет они не выплачивали дивиденды.

Страны, находящиеся на более высокой стадии экономического развития, обычно в большей степени полагаются на внешнее финансирование по сравнению с менее развитыми странами. Если мы рассмотрим структуру привлеченного капитала пакистанских фирм, то увидим, что 12,3% их финансирования приходится на выпуск акций. Аналогичная цифра по Иордании составила 84,1% и по Турции 60,5%. А в таких странах, как Корея, Мексика, Зимбабве и Малайзия акционерное финансирование составляло 40,3%, 76%, 43% и 31,4% соответственно[1].

Стоимость акционерного финансирования повышает также инсайдерская торговля. В тех странах, где введены строгие законы об инсайдерской торговле, стоимость акционерного капитала ниже на 5%.[2]

Установлено, что в странах с более активным рынком акций более высокий леверидж. По мере того как страна достигает новых высот в

[1] Pakistan Observer . 2000. March 22.
[1] Developing country capital structure and Emerging stock markets. World Bank wps#933 .Washington, 1992. p.33.
[2] " The World price of Insider trading" . Kelley School of Business, Indiana University working paper, January 2000.

развитии финансового рынка, банковская система и рынок акций становятся взаимодополняемыми вместо взаимозаменяемых.

Если мы посмотрим на проблему со стороны заемщика, то можно сделать вывод, что закрытая фирма (closely held) вследствие стоимости капитала не захочет, возможно, увеличивать свой леверидж. Однако существование активного рынка акций позволит фирме диверсифицировать финансирование: выпускаются дополнительные акции, и затем фирма может увеличить свой леверидж. По мере развития рынка акций улучшается система раскрытия информации для кредиторов, что позволяет банкам лучше оценивать риски, и расширяет возможность предоставления кредитов зарегистрированным на бирже компаниям. Итак, мы полагаем, что оба эффекта указывают на положительную корреляцию между левериджем и развитием рынка акций.

Таким образом, мы видим, что акционерное финансирование не является предпочтительным способом финансирования в Пакистане. И это несмотря на его очевидные достоинства. Акционерный капитал - более гибкий инструмент, поскольку дивидендные выплаты могут быть снижены или повышены в зависимости от условий бизнеса. С другой стороны, в таких странах, как Корея, Турция, Иордания, акционерное финансирование является наиболее распространенным видом финансирования.

Американские компании также отдают предпочтение займам перед акционерным капиталом. В 1999 задолженность нефинансовых компаний повысились на 12%, что явилось наиболее быстрым ростом с середины 80-х гг. Большое количество дополнительных займов было использовано для выкупа акций.[1] В Японии эмиссия корпоративных облигаций достигла рекордной отметки в 10,8 триллионов йен в 1999 фин.году.[2]

Нижеприведенная таблица 1 позволяет нам оценить объем финансирования через ценные бумаги, размещенные на ФБК, и, в частности, с помощью выпуска корпоративных долговых обязательств, не существовавших до 1995 г.

[1] The Economist. 2000. March 25. p.92.
[2] The Economist. 2000. April 1st . p.73

Пакистан отстает в развитии рынка долговых ценных бумаг, которые играют жизненно важную роль на фондовых рынках всех стран мира. По состоянию на первый квартал 2000 г. в Пакистане существовало шесть частных эмитентов[1].

Таблица 1.

Денежные средства, мобилизованные на рынке ценных бумаг Пакистана

Долговые инструменты	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998
Новые долг. инстр-ты	0	0	0	0	0	0	2	2	0	1
Зарег. капитал, млн. рупий	0	0	0	0	0	0	710	1250	0	274
Привлеченные ресурсы, Млн. рупий	2762	4841	6397	19358	8560	30652	23560	21832	3561	1672
Млн. долларов США	128	221	258	753	284	995	687	544	80	36
Валютный курс, рупия/доллар США	21	21	24	25	30	30	34	40	44	46

Источник: Ежегодный отчет ФБК за соответствующие годы.

По данным экспертов Мирового банка, на протяжении последних семи лет (начиная с 1993 года) зафиксирована минимальная активность облигационных рынков развивающихся стран. Такая тенденция обусловлена сохраняющейся тенденцией неуверености инвесторов в перспективах развития формирующихся рынков и сохранением высокого уровня спредов. В настоящее время на фондовом рынке Бахрейна, Ирана такой инструмент как облигация отсутствует, в других странах мусульманского мира

[1] Dawn. 2000. April 25.

отношение биржевых оборотов по облигациям к оборотам по акциям минимально, например, в Иордании в 1998 году данный показатель составил 0,009; в Египте – 0,058; в Омане – 0,022.[2] В то же время на развитых рынках доля облигационного сектора увеличивается, например, в странах ЕЭС, входящих в зону евро, суммарный объем обращающихся облигаций нефинансовых корпораций составляет 3,3% от совокупного ВВП этих стран, а в США данный показатель составляет 30%.[3] Начиная с 1990 года облигации являются более привлекательным видом заимствований нежели кредиты. В России с 1999 года также начал формироваться рынок облигационного заимствования частных компаний. По состоянию на начало 2001 года в обращении находится 36 выпусков корпоративных облигаций совокупным объемом порядка 37 млрд. руб. [4] В соответствии с данными тенденциями, мы считаем, что существует насущная необходимость не только в увеличении количества долговых инструментов, но и в разнообразии их видов, например корпоративных облигаций и коммерческих бумаг. Преимущество корпоративных облигаций по сравнению с другими формами заимствования в том, что они являются более «рыночным» инструментом, чем банковские кредиты.

Интересной чертой корейской финансовой модели является небольшое возрастание акционерного финансирования по мере увеличения размера фирмы. Компании Пакистана показывают большую вариацию в акционерном финансировании по мере продвижения от меньшего размера фирмы к большему. В Турции акционерное финансирование является предпочтительным безотносительно к размерам фирмы, и его значение в процентном отношении выше, чем в Корее. Здесь, как мы отмечали, почти 60% внешнего финансирования составляет акционерное финансирование.[1] А в Иордании в 1992 г. 85,1% финансирования происходило в форме выпуска акций.

---

[2] Миркин Я.М.Традиционные ценности населения и фондовый рынок// РЦБ . 2000. № 7. С. 34.

[3] Interantionaal Capital Markets: developments,prospects and key policy issues. IMF, Washington D.C.SEP 2000. P. 15.

[4] Лялин С. Корпоративные облигации: за и против // РЦБ . 2001. № 1. С.59-61.

[1] "South Korean Corporate Finance"//The Economist. 2000. December 16-22 .

Более низкая доля акционерного финансирования может быть связана со структурой собственности пакистанских фирм. Эта модель имеет некоторое сходство с таиландской текстильной промышленностью и германской сталелитейной промышленностью. Они также находятся в собственности немногих инвесторов, один из которых зачастую играет доминирующую роль. В богатых странах акционером, владеющим контрольным пакетом акций, часто является банк или правительство. В бедных странах главным акционером, как правило, выступает семья-учредитель компании. Этот стиль собственности присущ странам Азии в целом и Пакистану в частности. Он характерен и для ряда развитых государств. "В некоторых странах, например в Италии, семейный капитализм является основой экономики, которая гарантирует ей позицию одной из ведущих промышленных держав мира."[2]

В ряде исследований было установлено, что существует положительная корреляция между уровнем развития рынка ценных бумаг и так называемой финансовой глубиной - отношением денежной массы к ВВП. В этих исследованиях также отмечается, что эта корреляция сильная в азиатских экономиках и слабая - в экономических системах других стран.[3]

Уровень финансовой глубины, степень развития рынка акций и ВВП на душу населения заметно различаются в экономических системах Южной Азии (Индии, Индонезии, Малайзии, Пакистана, Таиланда) и Восточной Азии (Корее, Филиппинах, Тайване), степень развития рынка акций влияет и на модели финансирования.

ГЛАВА 2. ИНСТИТУЦИОНАЛЬНАЯ СТРУКТУРА РЫНКА АКЦИЙ ПАКИСТАНА

2.1. ЗАРОЖДЕНИЕ ФОНДОВОГО РЫНКА ПАКИСТАНА [1]

История фондового рынка на территориях, составляющих Пакистан, берет отсчет с 1933 г., когда в Лахоре были учреждены Фондовая биржа и Пенджабская Ассоциация биржевых брокеров. После получения

---

[2] Jenniefer C .End of Era Nigh For Fiat Family Clan , Moscow Times. 2000 . March 14. p.12.

[3] Stock Market Development and Financial deepening in Developing countries. World Bank Washington D.C, Feb1993. p.17.

[1] Большая часть статистичесикх данных в этом разделе взята из годовых отчетов Фондовой биржи Карачи, а также Zia.A.Shahid. History of Pakistan stock Market . Part 1& 2" The Nation ,January 3,2000, The Nation,January 31, 2000.

независимости фондовая биржа прекратила свою деятельность, т.к. большая часть участников переместилась в Индию. Фондовая биржа Карачи (ФБК) начала свою деятельность 18 сентября 1947 г. Поначалу здесь было зарегистрировано только 5 компаний с оплаченным капиталом в 37 млн. рупий.

В первые годы развитие рынка акций было медленным из-за недостатка интереса к акционерному делу. Однако постепенно росло число зарегистрированных (листинговых) компаний. Фондовая биржа набрала силу в 1960 г., а к 1970 году число зарегистрированных компаний увеличилось до 291. Это произошло благодаря политики стимулирования индустриализации в форме налоговых каникул, проводимой действующим в то время правительством. Рост был тем более существенным, что в то время финансирование происходило почти исключительно за счет получения займов, а не путем выпуска новых акций.

Таблица 2.

Развитие фондовой биржи Карачи

	1950	1960	1970	1980	1990	1999
Число зарегистр. компаний	15	81	291	314	487	766
Зарегистрированный капитал, млн. рупий	117	1007	3864	7630	28056	221361
Рыночная капитализация, млн. рупий.	-	1871	5658	9767	61750	337364

Источник: Ежегодный отчет Фондовой Биржы Карачи по соответствующим годам.

Положительное влияние на развитие рынка акций Пакистана оказали Национальный инвестиционный траст и Инвестиционная корпорация Пакистана.

1970-е годы начались с отделения бывшего Восточного Пакистана. Индо-Пакистанская война 1971 г. нанесла тяжелый урон экономике страны. На территории Бангладеш возникла новая биржа в г. Дакка и акции 60

компаний, образованных в бывшем Восточном Пакистане, с оплаченным капиталом в 630 млн. рупий были исключены из листинга Фондовой биржи Карачи.

Политика национализации, пришедшаяся в основном на 70-е годы, неблагоприятно отразилась на развитии рынка акций. 1 января 1972 г. основные промышленные сектора перешли под контроль правительства, а 18 листинговых компаний были национализированы. По оценкам, к 1974 г. практически 70% экономики страны находилось под контролем государства, а оставшиеся 30%, оказались полностью зависимы от национализированного финансового сектора. По сути, рынок акций в 70-е годы находился в депрессии.

В 80-х годах, когда прошел страх национализации, рынок несколько активизировался. Люди, зарабатывавшие деньги торговлей наркотиками, также искали способы отмыть их через инвестирование на фондовом рынке. В период между 1980 и 1989 гг. количество зарегистрированных компаний возросло с 314 до 438, одновременно рыночная капитализация выросла в восемь раз - с 636 млрд. рупий до 5270 млрд. рупий.

В бюджете на 1985/1986 г. были предусмотрены следующие особенные меры для улучшения инвестиционного климата:

- дивидендный доход был освобожден от налогообложения. Если компания зарегистрирована на фондовой бирже, она получала определенные привилегии при налогообложении. Такие компании платят налоги в размере 15%, тогда как компании, не имеющие листинга, облагаются по ставке в 40%.[1]

Как и на большинстве формирующихся рынков, в Пакистане доходы от прироста капитала не облагаются налогом.

- для сокращения оборота в теневом секторе были выпущены специальные облигации WAPDA[2];

[1] Для сравнения: в Шри-Ланке процентные выплаты не облагаются налогом. В Латинской Америке и странах Карибского бассейна ставка на проценты и дивиденды составляла 15%. При этом, однако, в Тринидаде и Тобаго и Венесуэле она доходила до 30%. В Малайзии налог на дивиденды отсутствовал. На Кипре ставка налога на дивиденды составляла 30%. На большинстве формирующихся рынках ставка налога на дивиденды 15%.

[2] WAPDA (WAter and Power Development Authority).

- выпущены валютные сертификаты на предъявителя;
- выпущены специальные правительственные облигации;
- поощрялось частное участие в финансовом секторе через банки и лизинговые компании.

2.1.1. Рынок акций в 90-х гг.

За свою пятидесятилетнюю историю пакистанский фондовый рынок стал действительно активным только тогда, когда его открыли международным инвесторам. Это произошло в середине 1991 г. в результате введения дополнительных стимулирующих мер, принятых 7 февраля 1991 г. Были устранены ограничения на репатриацию доходов от инвестиций; проведена приватизация государственных предприятий и децентрализация экономики, произошла либерализация валютных операций. В финансовом секторе был проведен целый ряд реформ. Предоставлялись новые лицензии для открытия банков в частном секторе, тогда как государственные банки были приватизированы. Пакистанцам было разрешено открывать счета в иностранной валюте. Эти меры привели к значительному притоку капитала из-за границы, в значительной степени через Фонд акций Содружества (Commonwealth Equity Fund), Пакистанского фонда (Pakistani Fund), Пакистанского фонда роста (Pakistani Growth Fund) и Пакистанского инвестиционного фонда (Pakistan Investment Fund).

Основные показатели фондового рынка Пакистана после проведения либеральных реформ отражены в таблице 3.

Исследователи придерживаются мнения, что рынок в начальный период открытия для иностранных инвесторов оказался переоценен, однако вслед за этим произошла техническая коррекция, о чем говорит падение фондовых индексов.

В 1993 году политическая ситуация в Пакистане характеризовалась нестабильностью, связанной с переходом власти от одного правительства к другому. Но даже тогда рынок быстро рос: год закончился увеличением индекса SBP[1] на 42% и индекса IFC на 56%.

[1] SBP - Центральный Банк Пакистана.

В 1994 г, в результате победы на выборах к власти пришло правительство Беназир Бхутто, но в Карачи еще было далеко до мира, т.к. продолжалась конфронтация с MQM (Mohajir Qaumi Movement) (политическая партия в Синде), которая имела достаточно большое влияние в Карачи и центральном правительстве. Но даже в таких условиях в этом году на фондовой бирже получили листинг 72 новые компании.

Таблица 3.

Ключевые показатели фондовой биржи Карачи

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998
Количество листинговых компаний	487	542	628	653	724	764	782	781	773
Суммарный уставный капитал,млн. рупии	28056	37024	58198	69476	104137	134427	202687	208807	212618
Млн. дол.	1281	1497	2264	2306	3381	3924	5052	4740	4622
Рыночная капитализация, Млн. руп.	61750	189518	203817	370247	400516	327781	471665	524148	268471
Млн. дол..	2819	7666	7930	12292	13003	9570	11756	11898	5836
Новые компании	49	61	86	38	72	41	30	4	1
Уставный капитал,.(млн. руп.)	4048	5297	15283	5571	25614	17895	12041	2270	221
Млн. дол.	184	214	594	184	831	522	300	51	4

Источник: ФБК, ежегодный отчет за соответствуюшие годы.

Другим важным шагом в развитии рынка в 1994 г. стало решение Международной финансовой корпорации о вложении 10 млн.долл. в специальные облигации одной из пакистанских модарба (Income notes BDR capital modarba of Pakistan). Эти облигации стали первым квази-акционерным финансовым инструментом для пакистанских финансовых институтов и были предназначены для удовлетворения долгосрочных нужд модарба, особенно для малых и средних предприятий.[2] Это событие вывело на пакистанский финансовый рынок новый инструмент и стало важным шагом на пути развития местного рынка корпоративных долговых бумаг.

[2] Ahmad S. “Modarbas need to merge to survive”// Dawn Economic and Business Review. 2000.July 21-27. p.5 .

В 1995 г. снижение индекса SBP составило 28% и индекса IFC - 31%. Причины падения следует искать в мексиканском финансовом кризисе и нестабильности политической обстановки в Пакистане. Тем не менее, пакистанский рынок привлек 1,5 млрд. долл. иностранных инвестиций - рост на 130% по сравнению с 1994 г. Он произошел благодаря жесткой монетарной и фискальной политики 1995 г.[3]

В 1996 г. произошло дальнейшее сжатие рынка. Страна пережила целый ряд положительных и отрицательных моментов, а именно: девальвация рупии, террористические акты и политические убийства и последнее, но не менее важное - правительственный скандал из-за назначения 5 судей в Верховный Суд. Фондовый рынок вступил в период чрезвычайно высокой неустойчивости и волатильности.

Решение МВФ о предоставлении ссуды в 600 млн. долл. привело к тому, что индекс ФБК подскочил в феврале 1996 г. до уровня 1855, т.е. увеличился на 40%. Однако оживление не было подкреплено спросом со стороны местных инвесторов и поэтому индекс медленно снизился до 1693 пунктов к 30 июня 1996.[1]

Основной причиной продолжительной понижательной тенденции на фондовом рынке был недостаток ликвидности и отсутствие достаточного спроса на рынке. Два основных институциональных инвестора - NIT и ICP испытали серьезные потери и столкнулись с проблемами мобилизации ресурсов. В результате чего они не смогли обеспечить необходимой поддержки рынку.

В течение 1997 г. рынок акций оставался в целом в состоянии депрессии и нестабильности. Этот год стал самым худшим годом для корпоративного сектора. На фондовой бирже не получила листинг ни одна новая компания. Ведущий промышленный сектор - текстильная промышленность - продолжал испытывать хронические проблемы. Таблица 4, в которой приведены максимальный и минимальный уровень индекса KSE 100, позволяет оценить масштабы колебаний рынка.

---

[3] Hussain F., Muhammad A. Q. “The Pakistani Equity Market in 50 years: A review.” Mimeo.

[1] Годовой отчет Фондовой биржи Карачи за 1996 г.

Таблица 4. Максимальное и минимальное значение индекса KSE –100.

	1991г.	1992г.	1993г.	1994г.	1995г.	1996г.	1997г.	1998г.
Максимум	1672.78	1714.57	2164.26	2661.31	2090.66	1855.22	2067.98	1746.31
Минимум	1574.45	1110.79	1069.79	1936.14	1323.53	1332.14	1341.31	765.74

Источник: ФБК, ежегодный отчет за соответствующие годы.

С июля 1997 г. по март 1998 г. фондовый рынок продолжал оставаться в понижательной фазе. Непосредственное влияние на рынок оказал азиатский кризис. Все основные показатели деловой активности, кроме оборота торговли акциями, снизились.

Рынок акций оставался в подавленном и очень неустойчивом состоянии из-за целого ряда национальных и международных событий. Цены заметно снизились после атомного взрыва в мае 1998. После того как Миан Мухаммад Наваз Шариф принял на себя обязанности премьер-министра, рыночная капитализация снизилась с 522 млрд. до 283 млрд. рупий.

Заметное влияние на состояние рынка акций Пакистана оказал азиатский кризис. Из-за него были отложены новые публичные эмиссии акций, а также ряд программ приватизации.

Меры, принятые военным правительством, стали приносить свои плоды, когда руководство Пакистана смогло обеспечить прозрачность операций на рынке, расширив полномочия Комиссии по ценным бумагам и биржам. Индекс ФБК (KSE-100) продемонстрировал рекордный рост в 133,44 пункта в пятницу 21 января 2000 г., достигнув отметки в 1852 пункта. Предыдущий рекорд составил 126 пунктов - 3 июня 1998 г. Рынок перешагнул отметку в 1800 пунктов после 25 месячных испытаний. В январе 2000 г. были зафиксированы также рекордные объемы продаж. 12 января 2000 г. был отмечен наибольший за всю историю ФБК оборот в 314,769 млн. акций. Предыдущий максимум составлял 290,059 млн. акций 25 мая 1999 г. В тот же день было произведено наибольшее количество сделок по продаже акций - 50355. Предыдущий рекорд - 42769 сделок 6 июля 1999.

Возможным объяснением этого восстановления в начале 2000 г., по мнению одних экономистов, было пробуждение азиатской экономики, по мнению других - снижение процентных ставок.

В первом квартале 2000 г. 4 из 5 ведущих коммерческих банка объявили о снижении процентных ставок на 1,45 - 2 процентных пункта, что последовало за снижением на 2 процентных пункта ставки по национальным сберегательным схемам и такому же снижению учетной ставки центрального банка. Снижение процентных ставок - известный инструмент экономической политики. Одна лишь эта мера позволила преодолеть фондовый кризис 1987 г. в США .[1]

Еще одно мероприятие правительства, осуществленное в начале 2000 года, - борьба с финансовой недисциплинированностью. Она, в частности, включала ограничение кредитов на цели, не связанные с развитием. Также были предприняты меры по восстановлению доверия инвесторов и намечена ускоренная приватизация нестратегических активов.

Положительный результат дал перевод Государственным банком Пакистана средств для Hubco от имени правительства Пакистана, что подтолкнуло вверх цены на акции компании и общий рыночный индекс.

2.2 ОРГАНИЗАЦИЯ И МЕХАНИЗМ ТОРГОВЛИ НА ФБК

Как уже отмечалось, основной фондовой биржей Пакистана является Фондовая биржа Карачи, зарегистрированная как компания с ограниченной ответственностью, принадлежащая членам биржи.

Руководство текущей деятельностью биржи возложено на президента и совет директоров. Они избираются сроком на один год. Инвестиционный Траст (NIT) и Инвестиционная корпорация Пакистана (ICP) могут выдвинуть по одному члену в совет директоров.

На ФБК 200 членов, но только 150 из них активны. Членский взнос составлял 2500 рупий в 1948 г., 5 000 - в 1960 г., 20000 - в 1963 г., 22500 - в 1966 г. Эта цена изменяется в зависимости от состояния рынка и суммы доходов от брокерского бизнеса. Она возросла с 0,3 млн. рупий в 1985 до 12,5 млн. рупий во время бума 1994 г. В 1998 г. рыночная стоимость

[1] Wall Street Doom's day scenario// Time . 1997. August 11. p. 28.

членской карточки составляла примерно 45 млн. рупий. Но после атомных взрывов она не стоила и 8 млн. рупий.

Основные требования к члену биржи: возраст не моложе 21 года, гражданство Пакистана, никогда не был замешан в мошенничестве, опыт работы с ценными бумагами в течение двух лет (последнее условие может быть отменено правлением).

Существуют требования, касающиеся величины собственного капитала в зависимости от объема торговли. Членство приостанавливается, если капитал падает ниже установленного уровня. Для того чтобы стать членом биржи, необходима рекомендация действующего члена. Последний не должен состоять в совете директоров. Если член биржи собирается уйти, он может передать место своему отцу, сыну или брату. Членом может быть товарищество (партнерская фирма), в этом случае члены фирмы несут солидарную ответственность.

Если член фондовой биржи объявляется банкротом, правление имеет право продать его место и направить выручку на покрытие контрактных обязательств этого члена.

Каждый член биржи должен составлять ежегодный отчет о прибылях и убытках и предоставлять его в Комиссию по ценным бумагам и биржам Пакистана. Если какой-то член биржи совершает мошеннические действия, правление может исключить его (необходима резолюция в ¾ голосов).[1]

Первоначально членство предоставлялось только отдельным гражданам, затем в практику вошло корпоративное членство. После принятия поправок к уставу биржи в июне 1990 г. на ней работают 40 корпоративных членов. Иностранные граждане не могут иметь места на фондовой бирже, но они могут вступать в партнерства с национальными брокерами.

[1] В развитых странах действуют еще более строгие правила. В Австралии брокеры принимают на себя всю ответственность за собственные ошибки, недопонимание между ними и их клиентами. Каждый член должен вести надлежащий учет и предоставлять управляющему фондовой биржи отчет и ежегодное аудиторское заключение, заверенное сертифицированным аудитором. Отчет должен содержать мнение аудитора об устойчивости финансового положения члена биржи. Если финансовое положение члена биржи найдено руководстом биржи несоответствующим, то его членство может быть приостановлено.

Львиная доля торговли приходится всего на 20 членов биржи. Основной источник доходов большей части брокерских домов - комиссионные.

2.2.1. Механизм торговли на ФБК

Микроструктура рынка ценных бумаг может оказать влияние как на спрос, так и на предложение, облегчая или затрудняя торговлю, уменьшая или увеличивая издержки, обеспечивая информацией потенциальных трейдеров, что также отражается на их решениях. Иными словами, микроструктура может сделать рынок более привлекательным. Важность микроструктуры вытекает из того воздействия, которое она оказывает на все четыре фундаментальные характеристики рынка: ликвидность, эффективность, транзакционные издержки и волатильность. В этом разделе мы рассмотрим модели торговли на ФБК.

В прошлом торговые сессии проходили с субботы до среды, затем с июня 1992 г. они стали проводиться с воскресенья по четверг. Торговля осуществляется с 10 часов утра до 2 часов дня. 1000 штук акций составляют полный лот, менее 1000 акции - неполный лот, и покупаются специализированными брокерами по цене ниже рыночной.

Аукционный механизм торговли на ФБК не является чистым вальрасовским аукционом. В вальрасовском аукционе все покупатели и продавцы встречаются одновременно, и определение цены продолжается до достижения цены равновесия: в этот момент аукцион завершается. В результате цена отражает всю информацию, доступную всем участникам. Цены на конкурентных рынках похожи на классические вальрасовские цены только тогда, когда отсутствуют транзакционные издержки.

Теория микроструктуры в значительной степени сконцентрирована на объяснении того, каким образом рыночная структура порождает «трение», уводя, таким образом, цены от истинных цен равновесия. Идея, заложенная в вальрасовском аукционе, используется на некоторых фондовых биржах в виде онкольного аукциона, когда заявки на куплю и продажу накапливаются, определяя тем самым и кривую спроса и предложения, а точка их пересечения определяет цену аукциона.

Онкольные аукционы - (или залповые рынки) в настоящее время не являются основными, однако они часто используются для определение цены открытия или в случае нестандартных заявок. На некоторых рынках, таких как BOVESPA (главная биржа Бразилии) и BEC (Bolsa Electronica de Chile) подобные аукционы используются только при особых обстоятельствах, а на Мексиканской фондовой бирже BMV (Bolsa Mexicana de Valores) их используют для открытия рынка.

Чаще встречаются непрерывные аукционы на рынках ценных бумаг, когда торговля происходит непрерывно на протяжении сессии. Существуют различные методы проведения таких аукционов, основные два - рынок дилеров и рынок полученных приказов. Пакистанский рынок акций может быть охарактеризован как рынок приказов, тогда как система автоматической котировки Национальной ассоциации фондовых дилеров США (НАСДАК) является примером рынка дилеров.

Большинство формирующихся рынков используют систему накопления заявок (order-book). По такой же системе действует и Токийская фондовая биржа. Нью-йоркская фондовая биржа - это гибрид двух систем, где так называемые «специалисты» создают рынок и, в известных пределах, принимают заявки от инвесторов.

На пакистанском фондовом рынке некоторые трейдеры специализируются на определенных ценных бумагах, что дает ему некоторые преимущества, свойственные рынку с маркет-мэйкерами: ликвидность и доступ к информации.

В настоящее время торговля на бирже компьютеризирована, а после создания централизованного депозитария CDS прекращена и физическая поставка ценных бумаг.

Централизованный депозитарий CDS управляется компанией “Central Depositary of Pakistan LTD”. Стоимость системы составила почти 1,8 млн.долл.[1] Создание CDS упростило процесс урегулирования (settlement), который обычно осуществлялся в течение 45-90 дней. Через CDS также исполняются корпоративные действия, такие как выплаты дивидендов, распределение бонусных акций, выпуск райтов (подписных прав), сплиты,

[1] Abbasi M.B.Capital Markets In Pakistan.Feroze sons Printers (Pvt) Ltd . Lahore.Pakistan,1994. p.101.

консолидации и т.п. CDS также обеспечивает выдачу ценных бумаг взаймы участникам сделок.

В отличие от центрального депозитария, фондовая биржа не может позволить себе установить такую же мощную информационно-программную систему как CDS. Это обуславливает дополнительные риски, связанные с низкой пропускной мощностью биржи. 21 января 2000 г. из-за исключительно быстрого роста цен, Фондовая биржа Карачи приостановила работу своей автоматизированной торговой системы (KATS) на 45 минут. KATS была рассчитана только на 300 миллионов акций, и когда объем превысил это ограничение, она стала давать сбои. По результатам данного сбоя было принято решение о замене торговой системы на более мощную, которая смогла бы осуществлять 100,000 сделок против существующей мощности в 25,000, и довести максимальный ежедневный объем торговли до 500 млн. акций. Однако дефицит финансовых средств не позволяет решить данный вопрос быстро.

Нью-йоркская фондовая биржа, которая никогда не торговала более чем миллиардом акций в день, в 1997 г. имела мощность в 3 млрд акций[1]. Мощность системы NASDAQ в 1987 г. была более 250 млн. акций в день, к концу 1997 г. она была доведена до 1,5 млрд.

ФБК увеличила количество терминалов, подключаемых к ее торговой системе, с 374 до 750. В одном офисе членам биржи разрешается иметь до 40 терминалов. Для того чтобы реанимировать деятельность торгового зала биржи, который был закрыт после введения автоматизированной системы, было решено установить по одному терминалу на один торговый пост в зале. Каждому члену биржи разрешено иметь в зале по 8 человек, включая официальных агентов и посыльных.

Брокеры определяют комиссионные ставки по согласованию с NIT и ICP. Комиссионные ставки зависят от объема сделки. ФБК устанавливает максимальные ставки, реально брокеры могут взимать с клиентов и меньшие. Предпринимаются попытки принять единую ставку по каждой категории инвесторов.

---

[1] "Wall Street's Dooms day Scenario" // Time . 1997. August 11. p.28.

Благодаря встроенной в нее программе, KATS позволяет отслеживать подозрительные сделки и, тем самым, поддерживать честность рынка. Что необходимо сделать, так это установить пороговые значения максимального или минимального изменения цен. Так, например, в Мексике, если цена отклоняется на 5% в ту или другую сторону от предыдущей, торговля приостанавливается на один час. Затем она возобновляется уже по этой цене.

Система контроля на Мексиканской фондовой бирже создана на основе контролирующей системы Нью-йоркской фондовой биржи (Stock Watch). В ее задачи входит отслеживание необычных операций на рынке, которые могут быть связаны с инсайдерской торговлей или манипулированием ценами. Система производит мониторинг всех сделок. Необычное поведение цен или рост активности могут означать совершение кем-то противозаконных сделок.

Бразильский орган регулирования рынка ценных бумаг - Комиссия по фондовому рынку (CMV) - выпустила специальную инструкцию, где определяются несколько категорий торговых сделок, требующих предварительно объявляемого публичного аукциона. Цель CMV - добиться того, что сделки, связанные либо с большим движением цены, или большим объемом акций, проводятся честным образом и открыто. Когда торговля останавливается и проводится аукцион, фондовая биржа может обязать брокера назвать имя покупателя/ продавца. Если тот же покупатель/ продавец ранее совершал другие сделки с теми же акциями, предыдущие сделки также могут быть аннулированы и акции выставлены на аукцион.

На Стамбульской фондовой бирже цена не может отклоняться более чем на ±5% от средневзвешенной цены предшествующего дня. Иногда руководитель операционного зала может увеличить интервал до ±10% по заявлению, по крайней мере, трех членов биржи. При определенных обстоятельствах руководитель операционного зала может остановить торговлю акциями, например, при поступлении новой важной информации о компании. В этом случае торговля данной акцией приостанавливается на пятнадцать минут.

На Фондовой бирже Джакарты минимальное изменение котировок акций составляет 25 рупий, а максимальное дневное изменение - не должно превышать 200 рупий.

На Нью-йоркской фондовой бирже[1] используется целый ряд подобных ограничителей: «ошейник» (collar) - механизм, препятствующий некоторым видам компьютеризированной торговли, когда индекс Доу-Джонса поднимается или опускается на 50 пунктов за день; «правило коляски» (side-car rule) дает приоритет малым заказам в тех случаях, когда активность на рынке слишком велика; и «тормоза» (circuit breakers), останавливающие торговлю на 30 минут, когда Доу опускается на 350 пунктов, и на час, когда он опускается на 550 пунктов. Эти меры позволяют дать инвесторам время на размышление.

Подытоживая вышесказанное, можно отметить, что рынку Пакистана не хватает ликвидности не только из-за недостатков в микроструктуре, но и из-за действия других факторов. Тем не менее, именно инфраструктура играет доминирующую роль. Теперь рассмотрим различные формы торговли, существующие на пакистанском рынке акций.

2.2.2. Формы торговли на ФБК.

Сделки «бадла» (брокерские кредиты): это форма финансирования для тех брокеров и дилеров, кто не может совершить выплату в установленный день. Этим бизнесом занято четыре или пять брокеров. Различные формы «бадла» - это недельная, месячная и «переводная» (transfer) «бадла». Контракт подписывается между брокером и предоставляющим кредит «бадла», и этот контракт впоследствии выкупается брокером по его завершении. Брокер платит проценты по определенной ставке в размере, определяемом сроком кредита.

Опционная торговля. Опционная торговля относительно редка на ФБК, но все же существует. На ФБК есть своя собственная версия колл-опциона и пут-опциона, известные как «тези» (колл) и «мандхи» (пут).

Термины «тези» и «мандхи» также используются при описании состояния рынка. Первый характеризует рост, второй - падение.

[1] “ Wall street’s Doomsday Scenario” // Time. 1997. August 11. p.28.

Форвардные сделки и продажи без покрытия

Форвардная (срочная) торговля началась на ФБК в 1949 г. Специальный термин, используемый в Пакистане, - «сатта». В начале 70-х годов в условиях войны с Индией «сатта» была запрещена. Она возобновилась в июле 1975 г. Срочная торговля была разрешена рядом акций наиболее крупных компаний: Dawood Cotton, Exxon Chemicals, National Motors, Pakistan Engineering National Refinery и Ravi Rayon. В декабре 1979 г. еще 4 компании были зарегистрированы на ФБК для форвардной торговли. Этими компаниями были Karachi Electric Corporation, Pakistan National Shipping Corporation, Packages и Pakistan Tobacco, тогда как Exxon Chemicals была выведена из форвардной торговли. Листинг активных выпусков и делистинг неактивных выпусков продолжался до августа 1991 г. Затем основной орган регулирования фондового рынка в тот период CLA (Corporate Law Authority)[1] вынужден был запретить этот вид торговли, т.к., согласно принципам исламской торговли, «сатта» является немусульманской деятельностью.

Продажи без покрытия («короткие продажи») в Пакистане запрещены в разделе 223 Указа о компаниях 1984 г. «Короткие продажи» также названы немусульманскими, т.к. они относятся к спекулятивным операциям.[1] Но этот закон часто нарушается. По мнению международных экспертов, этот закон отрицательно влияет на развитие формирующихся рынков[2]. В отличие от Пакистана, в других странах продажи без покрытия разрешены, а в некоторых они даже не регулируются. Например, отсутствует формальное регулирование «коротких продаж» в Турции, хотя Стамбульская фондовая биржа вправе запретить эту практику, запросив физическую передачу ценных бумаг.

[1] С 01.01.1999 года в процессе разработки Азиатским Банком Развития плана реструктуризации CLA прекратила существование и начала действовать SECP (The Securties and Exchange Commisison of Pakistan) – Комиссия по ценным бумагам и биржам Пакистана.
В 1994 г. член биржи продал без покрытия акции Dewan Sulman. Он собирался выкупить их обратно по более низкой цене и получить прибыль, но его ожидания не оправдались. В результате он не смог выполнить своих обязательств, его членская карточка и активы были проданы на аукционе. Этот инцидент был эффективно разрешен ФБК, которая избежала потери доверия инвесторов.
[2] International Capital Market: Developments, Prospects and Key Policy Issues.Washington D.C. : IMF , Sep 2000,p. 51.

2.3. СИСТЕМА РЕГУЛИРОВАНИЯ И ОПЕРАЦИОННЫЕ ОТКЛОНЕНИЯ НА ФБК

2.3.1. Система регулирования фондового рынка Пакистана

Эффективное регулирование фондового рынка - одно из необходимых условий его «здоровья». Без него подрывается доверие инвесторов к рынку. Самым распространенным инструментом регулирования является акционерное законодательство. Законы об акционерных обществах (корпорациях) помогают создавать необходимый климат доверия у инвесторов. Необходимо, чтобы законы о рынке ценных бумаг не противоречили законам об акционерных обществах (корпорациях). Эти законы должна периодически пересматриваться на предмет соответствия изменениям в финансовом секторе и рынке капитала. Эти законы, в то же время, не должны препятствовать развитию деятельности на фондовом рынке.

Регулирование первичного и вторичного рынка в Пакистане осуществляется на основе целого ряда нормативных документов: Указ о компаниях 1984 г. (Companies Ordinance), Постановление о ценных бумагах и биржах 1969 г. (Securities and Exchange Ordinance), Правила о ценных бумагах и биржах 1961 г. (Securities and Exchange Rules), Закон об эмисии ценных бумаг 1947 г. (Capital issues Act), а также различные регулятивные документы фондовых бирж.

Закон об эмиссии 1947 г. содержит следующие важные положения:

1) Ни одна компания, зарегистрированная на территории Пакистана, не имеет права на выпуск акций без согласия главного эмиссионного контролера, комиссии по ценным бумагам и биржам, SECP

2) Все проспекты и другие документы, предоставляемые для подписки, должны получить предварительное одобрение эмиссионного контролера.

3) Листинговые компании обязаны получить согласие контролера и в том случае, если они собираются привлечь капитал с помощью выпуска подписных прав (райтов).

За несоблюдение законодательства в 1993 г. 13 компаний были исключены из листинга ФБК, в 1996 г. - 11, в 1998 г. - 9 и 3 компании в 1999 г.[1]

Существуют также меры, относящиеся к деятельности брокеров в целях уменьшения риска дефолта. В настоящее время брокеры при осуществлении сделки на 50-70 млн. рупий обязаны депонировать определенную сумму на фондовой бирже, чтобы гарантировать исполнение своих финансовых обязательств.

Этот гарантийный депозит равен размеру членского взноса брокеров плюс 15% в случае, когда размер сделки превышает 70 млн. рупий. В случае, когда сумма по сделке превышает 100 млн. рупий, размер депозита составляет 6,5 млн., плюс 20% суммы, превышающей 100 млн. рупий.

Фондовые биржи обязаны вести бухгалтерские книги и предоставлять данную информацию в Комиссию по ценным бумагам и биржам. Правила деятельности инвестиционных консультантов 1971 г. требуют от них, а также от компаний по ценным бумагам, регистрации в Комиссии. Целью регистрации является необходимость подтверждения честности человека, вовлеченного в деятельность на фондовом рынке, а также его профессиональной компетентности.

Интересы акционеров защищаются Указом о компаниях 1984 г. Положения данного документа имеют своей целью обеспечить прозрачность компаний. В нем содержатся требования проведения ежегодных собраний акционеров в установленные сроки, ведения учета надлежащим способом и с проверкой аудиторскими фирмами с хорошей репутацией. Руководители компании обязаны информировать контролирующие органы о сделках с ценными бумагами компаний, где они являются инсайдерами.

Преобразование Управления по надзору за корпоративным законодательством (CLA) в автономную Комиссию по ценным бумагам и биржам Пакистана (SECP) было проведено в целях повышения эффективности регулирования рынка. Дело в том, что из-за бездействия Управления, оставлявшего массу лазеек для обхода законодательства, некоторые листинговые компании, несмотря на наличие чистой прибыли, не

[1] Источник: годовые отчеты ФБК

выплачивали ее в форме дивидендов, отчего больше всего страдали мелкие и средние акционеры, т.к. прибыль реально распределялась между крупными акционерами в другой форме. Подобная деятельность была возможна благодаря связям этих компаний с органами власти различного уровня.

Пакистанские законы, касающиеся мелких инвесторов, не обеспечивают достаточной защиты от неэффективного управления или неправильного распоряжения средствами мелких инвесторов. На развитых рынках ситуация другая, и защите инвесторов отдается наивысший приоритет. Например, в США одна из главных задач Комиссии по ценным бумагам и биржам заключается в том, чтобы контролировать принцип соответствия действий брокерских фирм инвестиционным целям клиентов. Около одной трети всех арбитражных дел, возбужденных инвесторами против компаний, входящих в Национальную ассоциацию фондовых дилеров начиная с 1995 г., были связаны именно с тем, что их действия не соответствовали интересам инвесторов.[1]

Поэтому, для улучшения корпоративного управления в Пакистане необходимо усилить роль подразделений Комиссии по ценным бумагам и биржам, занимающихся инфорсметном (контролем за соблюдением законодательства). Комиссия по ценным бумагам и биржам весной 2000 г. закончила разработку правил по совершению враждебных поглощений. Этот Закон должен способствовать улучшению корпоративных отношений, поможет избавиться от неэффективных корпораций, и создаст условия для того, чтобы акции более реально отражали их действительную стоимость. Комиссия также разрабатывает новые правила по раскрытию информации корпорациями.

В 1999 г. объем выплаченных дивидендов вырос на 39% по сравнению с 1998 г. Главная причина этого: решение правительства о налогообложении резервного фонда в случае, если хотя бы 40% прибыли остается нераспределенной. Идея, заложенная в реформе фондового рынка, заключается в обеспечении прозрачности операций и интеграции пакистанского фондового рынка в мировой рынок.

---

[1] Grtchen M. “Regulators Urge Safeguards for Online Investors.” The Moscow Times. 1999. November 25 .

Согласно обзору Мирового банка, проведение подобной реформы в Эквадоре потребовало около 5 лет, тогда как во Франции на это ушло только три месяца. Очевидно, что в Пакистане ситуация гораздо хуже, чем в Эквадоре.[1]

Важное обстоятельство, отпугивающее инвесторов от формирующихся рынков, - это страх быть обманутым, и здесь немаловажную роль играет то, как регулируется торговля инсайдеров.

Разделы 24 и 14 указа о компаниях 1984 г. запрещают инсайдерскую торговлю. В указе предусматривалось, что прибыль, полученная инсайдерами от операций с бумагами их компаний за период менее 6 месяцев, должна быть возвращена компании, при этом в Управление по надзору за корпоративным законодательством (CLA) должен быть предоставлен отчет (и копия для регистратора). Однако, в Указе оговаривается также, что положения, указанные в разделе 24, не применяются к акциям, приобретенным в погашение ранее возникших обязательств. В этом законе имеется много упущений. Непонятно, почему был выбран именно полугодовой период. Получается, что прибыль, полученная за счет инсайдерской информации, т.е. в ущерб другим акционерам, но в результате более долгосрочных операций, остается у инсайдера.

На развитых рынках были предприняты необходимые меры для того, чтобы процесс инсайдерской торговли был как можно более прозрачным. Например, в США руководители компании и собственники более 10% акционерного капитала, обязаны представлять в Комиссию по ценным бумагам и биржам и на соответствующую фондовую биржу информацию о наличии у них акций данной компании, а также информацию о происходивших с ними сделках, если они имели место. В США большая часть инсайдерских сделок была запрещена еще в 1934 г.- хотя долгое время принуждение к исполнению законодательства в данной области было довольно вялым. В Великобритании такая торговля не считалась нелегальной вплоть до 1980 г. и в Германии до 1994 г. В течение 90-х гг. число фондовых рынков, на которых инсайдерская торговля стала считаться незаконной,

[1] Farrukh S. “Judiciary’s Role in Revival of Economy” // Dawn Economic and Business Review. 2000. Feb. 14_20.

увеличилось с 34 до 87. До 1990 г. только в 9 странах кого-то реально наказывали за инсайдерскую торговлю. Первой были США в 1961 г. Но к 1998 г. количество таких стран выросло до 38.[1]

Инсайдерская торговля в Пакистане, по Закону, наказывается следующим образом: если инсайдер получил сверхприбыль от использования не раскрытой своевременно информации, то она изымается Федеральным Правительством Однако реально подобное не происходило ни разу, поскольку очень трудно получить материальные доказательства фактов инсайдерской торговли. В августе 1994 г. C.L.A были проведены расследования причин необычной динамики цен в Tri-Star Power, Uni Caps и Miniral Grinding. Однако их результаты так и не были обнародованы. Подобное положение должно быть изменено, если ставится задача завоевать доверие инвесторов к рынку. Разрабатывать законы об инсайдерской торговле - совсем не то же, что внедрять их в практику.

Фондовая биржа Йоганнесбурга является одной из фондовых бирж, где инсайдерская торговля широко распространена. Но в последнее время правительство Южной Африки начинает бороться с ней. По новому закону государство вправе преследовать инсайдеров в рамках гражданского делопроизводства. Ранее, единственной мерой было уголовное наказание, но для которого требовалось доказательство вины, «не вызывающей сомнения». В течение 112 лет с момента открытия фондовой биржи ни один человек еще не был наказан. Но в случае гражданского взыскания проблема доказательства - это только «баланс вероятности». Нарушители не могут быть лишены свободы, но от этого страдает их репутация, и может быть наложен штраф на сумму, в четыре раза превышающую полученную в результате инсайдерской торговли прибыль. За период начиная с мая 1999 г. по начало 2000 г. южноафриканское Управление по инсайдерской торговле взыскало 2,2 млн. рэндов ($360000) по 6 делам, и еще 30 дел находилось на рассмотрении. [1]

Вопрос о влиянии инсайдерской торговли на фондовый рынок относится к числу дискуссионных. Некоторые считают, что такая торговля

---

[1] “Insider’s trading-the cost of inequity” // The Economist . 2000. January 22-28. p. 85

[1] “South Africa gets tough on insiders”// The Economist . 2000. January 22-28. p.85.

представляет собой самый быстрый способ донесения информации о компаниях до рынка, и, таким образом, цены на фондовом рынке лучше отражают истинную стоимость. Другие возражают, говоря о том, что вероятность быть перехитренным лучше информированными инсайдерами делает акции более рискованными для аутсайдеров, которые в данном случае не желают платить более высокую цену или, вообще, не покупают акции.

Если такие страны, как Пакистан, заинтересованы в развитии фондовых рынков, то они должны помнить уроки истории США и поощрять раскрытие финансовой информации инвесторам. Эти меры в развивающихся странах будут стимулировать как развитие рынка, так и спрос на акции. Однако затем, когда рынок заработает, органам власти нужно уйти в сторону и позволить рынку развиваться далее самостоятельно.

2.3.2. Операционные отклонения на рынке ценных бумаг Пакистана

Самым важным отклонением на пакистанском рынке ценных бумаг является отсутствие возможности выпуска акций с премией (выше номинала). В соответствии с действующим законодательством эмиссионный контролер не разрешает размещать акции выше номинала. Поэтому цена акций компании на фондовой бирже отражает оценку исключительно инвесторов в отношении ожидаемых в будущем доходов по данным бумагам и не затрагивает ожидания эмитента, который мог бы оценить акции выше номинала. Законодательство обязывало эмитентов выпускать акции по цене ниже рыночной, в результате предприятия не получали достойного вознаграждения за тот риск, который они принимают на себя. Поэтому в таких условиях они не предлагали своих акций для публичной подписки, не желая терять контроль над компанией. В таких условиях владельцы компаний предпочитали заимствовать средства у коммерческих банков, вместо привлечения средств путем размещения акций.

По закону на фондовом рынке Пакистана мог обращаться только один вид акций - полностью оплаченные обыкновенные акции. Во многих странах мира эта практика отличается от пакистанской. Например, в Мексике каждая компания может выпускать до трех различных классов акций, имеющих

равные права при распределении чистой прибыли, но дающих разные права голоса в случае их неполной оплаты. Акции класса А доступны только мексиканским гражданам или иностранным гражданам через Мексиканский трастовый фонд, который получает по ним право голоса. Акции серии А представляют не меньше 51% голосов. Акции серии В могут представлять не более 49% капитала и голосов, но они доступны всем инвесторам. Акции серии С (или L в случае финансовых институтов) не имеют права голоса, но они также доступны всем инвесторам. [1] Существует еще несколько регулятивных и юридических препятствий развития рынка. Во-первых, компании не могут достичь цен рыночного равновесия для своих публичных выпусков; несмотря на либерализацию ценообразования, новые выпуски остаются под контролем правительства. Это серьезно препятствует желанию руководства корпораций становиться публичными (выпускать акции для широкого круга инвесторов).

Во-вторых, недостаток ясности в отношении конвертируемых бумаг препятствует выпуску конвертируемых облигаций. Так, согласно Указу о компаниях 1984 г., только беспроцентные ценные бумаги могут быть конвертируемыми. Между тем, благодаря гибкости этих инструментов, конвертируемые облигации стали двигателем устойчивого роста соседнего - индийского - рынка.

В-третьих, отсутствие ясных положений, регулирующих слияния и поглощения, приводит к тому, что управляющие, имея доступ к реальным денежным потокам и прибылям, не заинтересованы в поддержании высоких цен на акции, отчего страдают прежде всего мелкие акционеры. При наличии надлежащих положений о поглощениях менеджеры были бы заинтересованы в поддержании высоких цен на акции, поскольку при низких ценах компания становится жертвой поглотителя, что сопровождается увольнением прежних менеджеров.

[1] Glen J. “An introduction to the Micro structure of Emerging Market ” // IFC discussion Paper №24.Washington D.C.:The World Bank, 1993. p.19.

ГЛАВА 3. МЕТОДОЛОГИЧЕСКИЕ ВОПРОСЫ ИССЛЕДОВАНИЯ ПРОБЛЕМ ДИНАМИКИ ДОХОДНОСТИ АКЦИЙ

Ю.Фама (1965)[1] разработал наиболее удачную модель, в рамках которой проводятся исследования динамики цен на акции. Согласно Фама, доход на акцию (Rt) определяется следующим образом:

$$R_t = L_n P_{t'} - L_n P_{t-1}$$

Где R_t = доход на акцию в период t

$L_n P_{t'}$ = натуральный логарифм цены в период t

$L_n P_{t-1}$ = натуральный логарифм цены в предыдущий период.

Важно математически привести фондовые цены в соответствие с изменениями капитала

$$Pt = \frac{St}{St-1}\left[Pt\left(1 - \frac{RItSPt}{St-1PRt + RItSPt}\right) + Dt \right],$$

где $S_t = S_{t-1} + RI_t + SS_{t'}$

и P_t = цена акции во время t

S_t = размещенные акции в предельный период t

RI_t = акции, выпущенные по райтам (подписным правам)

SS_t = акции выданные вместо дивидендов (Dividend shares)

SP_t =цена, по которой можно приобрести дополнительные акции по райтам

PR_t = цены акции во время выпуска дополнительных акций по райтам

D_t =дивиденд, выплаченный наличными (Cash dividend)

Если нет дивидендов, выплачиваемых дополнительными акциями, или компания не выплачивает дивиденды наличными или в другой форме, то при анализе данных нет необходимости проводить каких-либо корректировок.

[1] Fama E . “The behavior of Stock Market Prices” //Journal of Business. 1965.pp. 34-105.

При оценке доходности акций были рассчитаны общие характеристики акций различных компаний, в частности средние величины, дисперсии, асимметрия, эксцесс (Kurtosis). Целью данного расчета было изучение распределительных характеристик различных акций. Для большей точности и получения более подробной информации о нормальности распределения доходов был использован критерий Ярки-Бера (Jarque – Bera (JB)), разработанный на основе соединения коэффициентов ассимметрии и эксцесса. Ниже приведена известная формула Ярки-Бера.

$$JB = n \left(\frac{b_3^{\,2}}{6} + \frac{(b_4 - 3)^2}{24} \right)$$

Где, b_3 = коэффициент асимметрии

b_4 = коэффициент эксцесса.

3.1. ГИПОТЕЗА ЭФФЕКТИВНОГО РЫНКА

Теория случайных блужданий утверждает, что изменение цен на акции и другие ценные бумаги происходит случайным образом. Фама (1970) представил теорию эффективного рынка в качестве модели честной игры. Кроме объяснения теории эффективного рынка с позиций модели честной игры, в своей статье Фама, в зависимости от используемой информации, разделил общую гипотезу эффективности рынка (EMH) и ее эмпирическое осуществление на три гипотезы: (1) слабая форма EMH, (2) умеренная форма EMH и (3) сильная форма EMH.

Цель EMH - определить, является ли волатильность цен результатом изменения фундаментальных или каких-либо иных факторов. Исследователи обнаружили, что существуют такие категории акций, по которым, при использовании особых стратегий, возможно получение доходов выше средних без дополнительного систематического риска (Дреман)[1].

За последнее десятилетие в гипотезу эффективного рынка EMH были внесены значительные уточнения. Она стала широко применяться не только

[1] Dreman D. “An Efficient Market” // Forbes. 1994 . №153. p. 146.

при анализе рынков развитых, но и развивающихся стран (Данкер (1991)[2], Фитцпатрик (1995)[3] и Сандерс (1994)[4]).

3.1.1. Слабая форма EMH

Гипотеза предполагает, что текущие цены полностью отражают всю информацию фондового рынка, включая исторические данные: динамику цен, ставки доходности, объемы продаж и другую общерыночную информацию, такую как сделки с неполными лотами, продажи крупных пакетов акций и сделки, совершаемые биржевыми специалистами или другими группами. Слабая форма эффективности означает, что ни один инвестор, опираясь на исторические цены, не может постоянно получать избыточные доходы. В ходе нашего исследования проверялось наличие слабой формы EMH путем применения коэффициента автокорреляции (Auto-correlation coefficient – ACC) и частного коэффициента автокорреляции (Partial auto-correlation coefficient – PACC).

3.1.2. Умеренная форма EMH

Умеренная форма эффективности предполагает, что цены на акции быстро реагируют на поступающую информацию, т.е. текущие цены полностью отражают всю публичную (общедоступную) информацию. Гипотеза умеренной эффективности включает в себя гипотезу слабой формы эффективности, т.к. вся рыночная информация, рассматриваемая при слабой форме эффективности, такая как нормы доходности и объемы продаж, является общедоступной. Публичная информация включает в себя такую рыночную информацию, как прибыль до выплаты налогов (earnings) и объявленные дивиденды, коэффициент цена/прибыль (P/E), дивидендная доходность, соотношение бухгалтерской и рыночной стоимости, дробление акций, различные экономические и политические новости. Гипотеза подразумевает, что инвесторы, которые принимают решения на основе

[2] Dhanker ,Raj S . “Empirical tests of the Efficiency of Indian Stock Market”// Journal of financial Management and Analysis. 1991. №4. pp.37-43.
[3] Fitzpartick.,Brian.D. “Is Efficient Capital Market Hypothesis a Myth or Reality? A financial management case for inefficient Market Hypothesis” // Journal of financial management and Analysis. 1995. №8.pp.14-25 .
[4] Saunders., Edward M.Jr. Testing the Efficient Market Hypothesis without assumptions”// Journal of portfolio management. 1994. № 20. pp. 29-30.

новой важной информации, не могут получать доходы выше средних, так как цены на бумаги уже отражают эту новую общедоступную информацию.

3.1.3. Сильная форма EMH

Сильная форма EMH означает, что цены полностью отражают всю информацию из общедоступных и частных источников, то есть, не существует такой группы инвесторов, которая имела бы монопольный доступ к информации, влияющей на формирование цен.

3.2. ARCH МОДЕЛИ И МОДЕЛИРОВАНИЕ ПРЕМИИ ЗА РИСК.

Для определения сущности кластеров волатильности, соотношения риск-доходность и ассимметрии между позитивными и негативными нарушениями волатильности можно использовать модели авторегрессионной условной гетероскедастичности. Простые ARCH (GARCH) модели полезны при изучении поведения кластеров волатильности. ARCH модель состоит из двух частей: ARMA (авторегрессионая скользящая средняя) - уравнения и ARCH-уравнения.

ARCH модель была построена следующим образом:

$$Y_t = \alpha_0 + \sum_{i=1}^{p} \alpha_i Y_{t-i} + \sum_{j=0}^{q} \beta_j \varepsilon_{t-j}, \beta = 1.$$

$$\varepsilon_t^2 = \phi_0 + \sum_{k=1}^{r} \phi_k \varepsilon_{t-k}^2.$$

где p - порядок авторегрессии, q – требуемый порядок предварительно определяемых разностей. Наиболее важное допущение - это то, что показатель случайной ошибки имеет нулевое среднее и не имеет автокорреляции на любом лаге. Эта обобщенная ARCH-модель была предложена Боллерслевом (1986)[1]

ARCH модель может быть обобщена с учетом ARMA процесса для ARCH дисперсии.

[1] Bollerslev T. “Generalized Autoregressive Conditional Hetroscadasticity” //Journal of Econometrics. 1986. № 31. pp.307-332.

В обобщенной ARCH (или GARCH) модели остатки разложены на гомоскедастичные и гетероскедастичные компоненты. Полная GARCH-модель выглядит следующим образом:

$$Y_t = \alpha_0 + \sum_{i=1}^{p} \alpha_i Y_{t-i} + \sum_{j=0}^{q} \beta_j \varepsilon_{t-j},$$

$$\beta_0 = 1.$$

$$\varepsilon_t = V_t \sqrt{h_t}. \longrightarrow \boxed{\text{уравнение (А)}}$$

В уравнении (А) случайная ошибка ε_t представлена в виде произведения гомоскедастичного случайного возмущения V_t с $\sigma_{v_t}^2 = 1,$ и показателя гетероскадастичности $\sqrt{h_t}$, задаваемого ARMA-процессом:

$$h_t = \alpha_0 + \sum_{k=1} \alpha_k \varepsilon_{t-k}^2 + \sum_{m=1} \lambda_m h_{t-m}.$$

где r и s - порядки MA и AR членов (слагаемых) в гетероскедастичной дисперсии. Параметр $\alpha_л$ называется ARCH коэффициентом K-го порядка и λ_m - это GARCH коэффициент m-го порядка.

Вышеупомянутая система может быть использована для изучения поведения рыночных игроков. Если участники рынка пытаются избежать риска, то они будут вкладывать средства в рисковые активы только при условии, что ставка доходности несет в себе премию за риск, пропорциональную размеру риска. В этом случае ARCH модель становится ARCH-в среднем или, сокращенно, моделью ARCH-M.

Ниже приведена формула ARCH-M модели:

$$Y_t = \alpha_0 + \sum_{i=1}^{p} \alpha_i Y_{t-i} + \sum_{j=1}^{q} \beta_j \varepsilon_{t-j} + \theta h_t^{\delta}, \beta = 1$$

$$\varepsilon_t = v_t \sqrt{h_t}$$

$$h_t = \phi_0 + \sum_{k=1}^{r} \phi_k \varepsilon_{t-k}^2 + \sum_{m=1}^{s} \lambda_m h_{t-m} + \phi_1^* D \varepsilon_{t-1}^2$$

D=1 if $\varepsilon_{t-1} \langle 0$

D=1 if $\varepsilon_{t-1} \geq 0$

ARCH вариацией измеряется соотношение между повышающимся уровнем доходности и связанным с ним повышением уровня риска. Предполагается, что θ примет положительное значение, если на рынке доминируют агенты, избегающие риска. С другой стороны, если θ принимает значение ноль, это значит, что на рынке доминируют агенты,

равнодушные к риску. θ также может принимать отрицательные значения, что предполагает доминирование на рынке агентов, любящих риск.

Установленным фактом, описанным в финансовой литературе, является то, что хорошие и плохие новости оказывают ассимметричный эффект на волатильность ценных бумаг. Негативные нарушения вызывают большую волатильность по сравнению с позитивными нарушениями. Этот разнонаправленный эффект называется эффектом рычага.

ARCH модель, которая учитывает "эффект рычага", называется моделью TARCH. Итак, TARCH модель имеет следующую расширенную форму:

$$Y_t = \alpha_0 + \sum_{i=1}^{p} \alpha_i Y_{t-i} + \sum_{j=1}^{q} \beta_j \varepsilon_{t-j} + \theta h_t^{\delta}, \beta = 1$$

$$\varepsilon_t = v_t \sqrt{h_t}$$

$$h_t = \phi_0 + \sum_{k=1}^{r} \phi_k \varepsilon_{t-k}^2 + \sum_{m=1}^{s} \lambda_m h_{t-m} + \phi_1^* D\varepsilon_{t-1}^2$$

D=0 если $\varepsilon_{t-1} \langle 0$

D=1 если $\varepsilon_{t-1} \geq 0$

Волатильность равна α_1, если нарушение позитивно, если же оно негативно, то волатильность можно измерить по следующей формуле: $\alpha_1 + \alpha_1^*$.

Для применения ARCH моделей необходимо выполнение некоторых условий. Во-первых, анализируемые данные должны быть стационарными. Во-вторых, член со случайной ошибкой в уравнении регрессии должен быть сериально независим (технически это называют «белым шумом»). Для выполнения первого условия можно применить критерий единственного корня.

Для выполнения второго условия, т.е. для того чтобы сделать член с ошибкой «белым шумом», был применен метод ARMA. MA процесс, средняя, существенные значения были введены в функцию корреляции, тогда как AR процесс показал частичную автокорреляцию, наличие эффекта ARCH было подтверждено результатами использования статистики Ljung-Box.

В методологии Box-Jenkins (BJ) были выполнены следующие шаги:

Шаг 1: Идентификация

Первым шагом является определение подходящих значений p,d,q. Поэтому, если нам нужно продифференцировать временные ряды d раз для того, чтобы сделать их стационарными, и затем применить к ним модель ARMA(p,d,q), мы говорим, что исходные временные ряды - это ARIMA(p,d,q), т.е. это авторегрессионые интегрированные скользящие средние временные ряды, где буквами p обозначают число авторегрессионых слагаемых, d - число раз дифференцирования, которое необходимо провести для того, чтобы ряды стали стационарными, q -число слагаемых скользящей средней.

Шаг II: Оценка

Следующим шагом после определения подходящих значений p и q будет определение параметров авторегрессионых показателей и показателей скользящей средней, включенных в модель.

Шаг III: Диагностика

Методология BJ – это итерационный процесс. Здесь важно отметить, что ARIMA моделирование требует высокого уровня подготовки, это скорее искусство, чем наука. После выбора определенного ARIMA процесса, мы смотрим, хорошо ли подходит выбранная модель анализируемым данным. Этот метод применяют несколько раз и в итоге называют наиболее подходящую модель.

3.3. РЫНОЧНАЯ СЕЗОННОСТЬ

В финансовой литературе можно найти массу аргументов за и против рыночной сезонности. Исследователи пытались объяснить это явление в контексте конкретных социально-экономических и религиозных условий. Изучение рыночной сезонности не является бесполезным занятием. Цель этих приемов - в обнаружении существования максимальных доходов в

определенный месяц года или определенный день недели или предотвращении убытков, если они происходят в определенное время года.

Например, Чарльз Кармер (1994) попытался объяснить "январский эффект".[1] Кармер признал, что хотя рыночное равновесие не диктует никаких правил для января само по себе, однако добавляет ясности в объяснение модели оценки доходности финансовых активов (CAPM). Так как CAPM является любимым инструментом для академической и практической работы, экономисты и финансовые менеджеры пытались понять «январский эффект».

В мусульманских странах интерес представляет поведение акций в месяц Рамадан. Для определения эффекта Рамадана нами был проведен регресионный анализ.

Вычисленная регрессия приведена ниже:

$$R_t = \lambda_0 + \lambda_1 D_t$$
$$D_t = 1$$
$$D_t = 0$$

Значение $D_t = 1$ относится к месяцу Рамадан, а значение $D_t = 0$ относится к другим месяца года.

Волатильность в течение месяца Рамадан была рассчитана с использованием GARCH модели:

GARCH модели:

$$R_t = \lambda_0 + \lambda_1 D_t + \sum_{j=1}^{k} \beta_j R_{t-j} + e_t$$
$$e_t \,|\psi_{t-1} - N(0; h_t)$$
$$h_t = \delta_0 + \delta_1 D_t + \sum_{i=1}^{p} \alpha_i e_{t-j}^2 + \sum_{j=p+1}^{q} \alpha_j h_{t-j}$$

Вышеупомянутый расчет был проведен несколько раз для каждого сектора ФБК отдельно.

[1] «Январский эффект» – это феномен, заключющийся в том, что средние доходы по акциям, особенно небольших компаний, в среднем выше в январе, чем в другие месяцы.

У этого приема есть свои определенные преимущества перед другими. В данном случае очень легко конкретизировать модель. Другим преимуществом является определенность присутствия или отсутствия какого-то конкретного тренда или установленных фактов, потому что, выявляя сезонность, мы применяем F- тест и t- тест к абсолютно каждому сектору.

3.4. ОПРЕДЕЛЕНИЕ ПОРЯДКА ИНТЕГРИРОВАНИЯ РЯДОВ ДАННЫХ

Как мы уже заметили ранее, для применения ARCH модели необходимо, чтобы исходные данные были стационарны. Для этого есть очень важные причины. Предположим, что мы применили ARCH модель к нестационарным данным, тогда оценка параметров ARMA даст нам смещенные оценки, далекие от реальности. Во-вторых, так как оценки автокорреляционных коэффициентов будут занижены, риск принять неверное решение о стационарности и устойчивой автокорреляции данных увеличится.

Этот процесс называется определением порядка интегрирования рядов данных. Стационарные ряды данных имеют следующие свойства:

4. (I) ряды имеют постоянное среднее значение.
5. (ii) ряды имеют постоянную дисперсию

Обычно для определения порядка интегрирования используют критерий единственного корня.

В настоящее время рассматривается также критерий Дикея-Фуллера. Следующее объяснение может быть выдвинуто для объяснения стохастического процесса. Предположим, что

$$Y_t = \rho Y_{t-1} + \varepsilon_t$$

Здесь ε_t - «белый шум»[1], а ρ может принимать различные значения.

ρ может быть =1,

[1] Временные ряды называются “белым шумом", если лежащая в их основе переменная имеет среднюю, равную нулю, постоянную дисперсию и нулевую корреляцию последовательных наблюдений, т.е. нулевую автокорреляцию.

ρ может быть >1,

и ρ может быть < 1.

Если ρ=1, тогда процесс - это интегрированный процесс первого порядка.

Если ρ>1, процесс не интегрирован.

Если ρ<1, ряды могут считаться стационарными.

Для начала мы формулируем нулевую гипотезу о существовании единственного корня;

В системе обозначений H_o:> 1

H_1:< 1

DF критерий (тест) имеет три спецификации:

$$\Delta Y_t = \gamma Y_{t-1} + \sum_{j=2}^{p} \theta_j Y_{t-j} + \varepsilon_1$$

$$\Delta Y_t = \alpha + \gamma Y_{t-1} + \sum \theta_j Y_{t-j} + \varepsilon_t$$

$$\Delta Y_t = \alpha + \gamma Y_{t-1} + \beta.t + \sum \theta_j Y_{t-j} + \varepsilon_1$$

Тест ADF сначала применяется к исходному ряду: если он оказывается стационарным, то все в порядке. В противном случае тест применяется к первой производной ряда и, возможно, фиксируется стационарность; если стационарность не достигается после применения теста к первой производной, мы применяем его ко второй производной и достигаем стационарности такого ряда. Теперь рассмотрим модель CAPM.

3.5. АВТОРЕГРЕССИОНЫЙ ПРОЦЕСС

В этом процессе текущее значение Y_t получают по взвешенной средней прошлых показателей периодов P в порядке убывания. Математически это выглядит следующим образом:

$$Y_t = \phi_0 + \phi_1 Y_{t-1} + \phi_2 Y_{t-2} + \phi_3 Y_{t-3} + \Lambda + \phi_\rho Y_{t-p} + \varepsilon_t$$

$\phi, s\_$ параметры уравнения могут принимать положительные или отрицательные значения

и ε_t = белый шум.

3.5.1. MA (процесс скользящей средней)

В этом процессе итоговый член Yt, является взвешенной средней случайного распределения в текущем и прошедшем периоде. Скользящая средняя q-го порядка обозначается как MA(q); в форме уравнения это выглядит так:

$$Y_t = u + \varepsilon_t - \theta_1\varepsilon_{t-1} - \theta_2\varepsilon_{t-1} - \Lambda - \theta_q\varepsilon_{t-q}$$

θ, s могут принимать любые значения любого знака. ε_e –предполагается нормально распределенной случайной переменной с нулевым средним.

3.5.2. ARMA процесс (авторегресионные модели скользящей средней)

Комбинация AR и MA применяется для получения стационарных случайных процессов. ARMA (p, q) принимает следующую форму:

$$Y_t = \phi Y_{t-1} + \Lambda + \phi P_{t-p} + \delta + \varepsilon_t - \phi_1\varepsilon_{t-1} - \Lambda - \phi_q\varepsilon_{t-q}$$

3.6. ARCH (АВТОРЕГРЕССИОННЫЕ УСЛОВНЫЕ ГЕТЕРОСКЕДАСТИЧНЫЕ МОДЕЛИ)

В ARCH моделях дисперсия h_t текущей ошибки моделируется следующим образом:

$$h_t = E_{t-1}(\varepsilon_t)^{\angle} = \alpha_0 + \sum_{i=1} \alpha_i \varepsilon_{t-1}^{\angle}$$

Где E_{t-1} обозначает ожидания, основанные на информации до момента времени $t-1$.

3.7. ЭМПИРИЧЕСКИЕ ПОКАЗАТЕЛИ РАЗВИТЫХ РЫНКОВ

Ю.Фама (1965), используя 30 акций, на которых основан промышленный индекс Доу-Джонса, протестировал модель случайного блуждания. Согласно модели случайного блуждания, последовательные значения доходности по определенной акции не имеют сериальной корреляции, и доходность бумаг подчиняется некоторым правилам вероятностного распределения. Фама также открыл, что доходы по акциям

этой выборки не имели нормального распределения. Результаты, полученные Фама в его исследовании, подтвердили гипотезу Манделброта (1963)[1]. В качестве инструментов для исследования эффективности рынка Фама использовал показатели сериальной корреляции и спроса. На основе этих критериев Фама определил, что рынок США отвечал условиям, характерным для эффективного рынка. В исследовании 1970 г. Фама[2] вновь коснулся ЕМН и защищал утверждение о том, что низкие цены на акции и высокие доходы по ним связаны с их рискованностью.

Дреман (1994) попытался опровергнуть ЕМН, показав, что можно получить значительный доход, используя определенные стратегии. Многие люди следовали аргументам Дремана и его приверженцев и инвестировали в облигации, иностранные ценные бумаги, валюту, опционы, фьючерсы и другие финансовые деривативы и в итоге лишились миллиардов долларов.

Достоверность ЕМН была проверена Али и Хазаном[3] для канадского рынка ценных бумаг (1993). Они использовали ежемесячные данные с 1971 г. по декабрь 1988 г. и нашли, что рынок является эффективным.

Фама и МакБет (1973) проверяли взаимосвязь доходности и риска на Нью-Йоркской фондовой бирже. Они обнаружили, что рынок эффективен с точки зрения того, что рыночные цены немедленно отражают всю доступную информацию.

Исследования Ерранзы (1979), посвященные анализу модели случайного блуждания на бразильском рынке ценных бумаг, позволили сделать вывод о том, что бразильский рынок соответствует условиям слабой формы эффективности. Ерранза использовал ежемесячные данные по 64 активным акциям и обнаружил, что доходности имели нормальное распределение.

Доходность и волатильность рынка акций была исследована Френчем, Швертом и Станбаухом (1987). Авторы обнаружили наличие прямой связи

---

[1] Mandelbrot.B. “The Variation of Certain Speculative prices”// Journal of Business. 1963. №36. pp.394-419.
[2] Fama E. “Efficient Capital Market-2”// Journal of Finance. 1970. - pp.383-417.
[3] Ali S. M., Hasan M. A. “ Is the Canadian Stock market Efficient with respect to Fiscal Policy. Some vector Auto Regression Results”// Journal of Economics and Business.1993. № 45. pp.49-59.

между ожидаемой премией за риск и волатильностью доходности акций. В модель ARIMA ввели модель GARCH.

Хорошее сравнение развивающихся и развитых рынков на предмет присутствия эффектов ARCH было произведено Ерранзой, Хоганом, Кимом и Падманабханом (1994)[1]. Сериальная зависимость была устранена применением ARIMA. После этого, эффекты ARCH были обнаружены лишь в двух из шести развитых рынков и на всех формирующихся рынках.

После обзора нескольких исследований Хававини[2] сделал следующее заключение: "можно предположить, что уровень доходности ценных бумаг на зарубежных рынках будет таким же, как в США". Это предположение Хававини сделал с оговоркой, что уровень эффективности рынка должна совпадать с эффективностью рынка США.

3.7.1. Обзор литературы по рынку акций Пакистана

До начала 90-х годов специальных исследований пакистанского рынка акций практически не проводилось. После 1991 г. появился целый ряд интересных работ. Хильджи (1993)[1] в своем исследовании поведения рынка акций Пакистана подсчитал месячную норму доходности. Он обнаружил, что доходность в большинстве случаев не следовала нормальному распределению, и доходы имели положительную ассимметрию и превышали эксцесс нормального распределения. Он применил модель CAPM и установил, что акции компаний целлюлозно-бумажной промышленности менее рискованные, чем акции компаний цементной индустрии. Автор сделал также интересный вывод о том, что инвестор, вкладывающий средства в акции одной отрасли, не имел преимущества перед тем инвестором, который вкладывал средства в акции предприятий различных отраслей.

---

[1] Errunza V .Hogan kJr. Kini.o .Padmanabhan p. “Conditional Hetroscedasticity and Global Stock Return Distributions ” // The Financial Review. 1994 . № 29. pp. 293-317.

[2] Burtonand G. C. “Expectations and the structure of share prices” // American Economic Review . 1970. № 60. pp.601-617.

[1] Khilji N. “ The Behavior of Stock Returns in an Emerging Market : A Case Study of Pakistan” // Pakistan Development Review. 1993. № 32(4). pp.593-604.

Хильджи (1994)[2] также предложил нелинейную детерминированную модель и обнаружил, что все средние доходы были положительными и статистически существенными. В дальнейшем автор предложил использовать ARCH модель, потому что 6 из 11 индексов демонстрировали нелинейную зависимость.

Аппал (1993)[2] с помощью приема GARCH провел серию исследований, изучая взаимосвязь цен акций пакистанских компаний с некоторыми другими региональными и международными рынками. Аппал обнаружил, что на динамику пакистанского рынка оказывает явное влияние только рынок США.

Джан и Аппал (1994)[4] исследовали эффекты либерализации пакистанского фондового рынка. Ученные обнаружили многократное повышение месячных доходов по сравнению с результатами до открытия рынка, нижний предел увеличения - в два раза, и верхний - в 20 раз. Одновременно заметно возросла волатильность. Вторым следствием открытия рынка стало повышение коэффициентов автокорреляции, это означает, что рынок стал менее эффективным после его либерализации.

В дальнейшем (1994) Аппал внес уточнения в свои исследования, используя индексы за недельные периоды с апреля 1988 г. по июнь 1994 г. Применяя GARCH-M(1,1) автор заключил, что эффекты ARCH присутствовали как в период либерализации, так и после либерализации. Автор полагал, что комбинирование методов AR и MA свидетельствовало о том, что этот период носил ярко выраженный спекулятивный характер.

Полезный вклад в разработку данной проблемы был также сделан Хуссейном и Кевином Форбсом (1999)[1]. В своем труде они изучили взаимосвязь доходов акций и волатильности фондового рынка. GARCH(1,1) была определена как репрезентативная модель для изучения волатильности. Они обнаружили устойчивость вариации, что означает долговременное

---

[2] Khiilji N. “Nonlinear Dynamics and Chaos: Application to Financial Markets in Pakistan”.// Pakistan Development Review . 1994. № 33. pp.1417-1429.

[2] Uppal J. “ The internationalization of the Pakistani Stock Market: An empirical Investigation” // Pakistan Development Review. 1993. #32(4). pp.605-618.

[4] Uppal.J . ““Evolution of Stock Return Behavior in an Emerging Market :A case study of the Karachi Stock Exchange”. A paper presented at the meeting of the Financial Management Association , October 1994.

[1] Hussain F. Kevin F. “Efficiency in a thinly traded Market : The case of Pakistan” Unpublished.

нарушение волатильности. Снова наблюдалась некоторая степень изменения прежних трендов устойчивости. Ранее Хуссейн обнаружил, что индекс устойчивости KSE100 наряду с индексом по некоторым другим ценным бумагам - больше единицы, и это означает, что значения отношения шоков к волатильности не падали какое-то время.

Таким образом, ученые не пришли к согласию по поводу обоснованности EMH в том, что цены на акции отражают рациональные ожидания изменения фундаментальных факторов.

ГЛАВА 4. АНАЛИЗ ДИНАМИКИ РЫНКА АКЦИЙ ПАКИСТАНА (1995-1998 ГГ.)

4.1. ИСТОЧНИКИ ДАННЫХ

Как отмечалось выше, в Пакистане существуют три фондовые биржи, расположенные в городах Лахор, Карачи и Исламабад. Биржа Карачи имеет статус Национальной фондовой биржи Пакистана. Используемые нами данные были взяты из биржевых сводок и скорректированы с учетом выплаты дивидендов, выпусков райтов и бонусов в виде акций. В свою очередь, эта информация была собрана из годовых отчетов отдельных компаний, публикуемых ими раз в полгода и ежегодно. Другим источником исходных данных, наряду с периодической печатью и биржевыми сводками, были данные из базы Международной финансовой корпорации.

Использовалась ценовая информация по 16 отдельным компаниям: Askari Bank, Adamjee Insurance, Bank of Punjab, Dewan Suleman, Dhan Fiber, Engro Chemical, Fauji Fertilizer, Faisal Bank, General Tek, Hub Power, I.C.I. Pak , K.E.S.C, LTV Capital Modarba, Muslim Commercial Bank, P.I.A.C, P.T.C., а также индекс KSE - 100.

Рассмотренный период - с 27 марта 1995 г. по июль 1998г. Выбор указанных компаний был произведен после консультаций с рядом экспертов и членов фондовой биржи. Целью являлось создание репрезентативной выборки пакистанского рынка ценных бумаг.

Непременным условием отбора был непрерывный листинг компаний в течение анализируемого периода.

Государственный банк Пакистана обязан публиковать фондовые индексы с ежедневной, еженедельной и ежемесячной периодичностью в буклете под названием "Индексы ценных бумаг фондовой биржи". Общий индекс, названный Государственным банком Пакистана общим индексом цен на акции, рассчитывается на основе всех ценных бумаг, котируемых на Фондовой бирже Карачи, и дает полное представление о рынке. Ежедневные индексы приводятся в архивах банка. Изучение основано на 986, 961, 988, 985, 992, 933, 977, 983, 838, 992, 994, 886, 975, 987, 723, 996, 997 наблюдениях (соответственно, Askari Bank, Adamjee Insurance, B.O.P, DEWAN Suleman , Dhan Fibre , Engro Chemical , Fauji Fertilizer, Faisal Bank, General Tek, Hub Power, I.C.I Pak, K.E.S.C, L.T.V Capital, M.C.B, P.I.A.C, PTC, KSE).

Для определения дневной ставки доходности была использована первая разность натурального логарифма ценовых индексов. Причина, почему, изучая волатильность на фондовом рынке, мы делаем акцент на ежедневных наблюдениях, заключается в том, что случайные колебания, происходящие только в определенное время, обычно сохраняются на коротком промежутке времени. В некоторых случаях уже через месяц эти нарушения могут быть забыты. Во-вторых, благодаря ежедневным наблюдениям, мы имеем достаточно большую по размеру выборку, необходимую для применения стационарных тестов и расчета моделей типа ARCH.

4.2. ОПРЕДЕЛЕНИЕ ПОРЯДКА ИНТЕГРАЦИИ

Для определения порядка интеграции был применен тест ADF (Augmented Dickey Fuller test). Тест с нулевым лаговым приращением и четвертым лаговым приращением был применен со следующей детализацией:

(1) AR процесс

(2) Сдвиг (intercept term)

(3) тренд и сдвиг (trend and intercept term).

Результаты представлены в табулированной форме в таблицах №5 и 6:

Таблица 5. Дики Фуллер тест для единичных корней, показывающий нестационарность

	None		Intercept		Trend and intercept	
Askari Bank	-0,735	-1,939	-1,49	-2,865	-2,291	-3,417
Adamji Insurance	-0,246	-1,939	-1,484	-2,865	-1,68	-3,417
Bank of Punjab	-0,715	-1,939	-1,858	-2,865	-2,115	-3,417
Dewaan Suleman	-1,559	-1,939	-2,118	-2,865	-1,483	-3,417
Dhan Fibre	-0,991	-1,939	-1,665	-2,865	-1,848	-3,417
Engro Chemical	-0,575	-1,939	-1,914	-2,865	-1,969	-3,417
Fauji Fertilizer	-0,525	-1,939	-1,627	-2,865	-1,865	-3,417
Faisal Bank	-0,728	-1,939	-1,604	-2,865	-2,203	-3,417
Genral Tek	-0,815	-1,939	-1,491	-2,865	-2,174	-3,417
Hub Power	-0,208	-1,939	-2,109	-2,865	-1,893	-3,417
ICI Pak	-1,22	-1,939	-0,955	-2,865	-2,324	-3,417
KESC	-0,848	-1,939	-0,981	-2,865	-2,492	-3,417
LTV capital	-1,517	-1,939	-1,403	-2,865	-3,259	-3,417
MCB	-0,695	-1,939	-2,093	-2,8649	-2,769	-3,417
PIAC	-0,023	-1,939	-1,274	-2,865	-0,816	-3,417
PTC	-0,436	-1,939	-2,17	-2,865	-3,178	-3,417
KSE	-0,717	-1,939	-1,134	-2,865	-1,821	-3,417

2, 4 и 6 столбцы показывают ADF Test stat
3, 5 и 7 столбцы показывают 5% критическое значение
Все переменные интегрированы первого порядка

Они указывают на существование единственного корня, это значит, что переменные нестационарны. Затем прием был повторен для первой разности приращения ряда данных с рядами данных нулевого и четвертого порядка. Результаты представлены в таблице 6:

Таблица 6. Дики Фуллер тест для единичных корней, показывающий стационарность

	None		Intercept		Trend and intercept	
Askari Bank	-33,177	-1,939	-33,173	-2,865	-33	-3,418
Adamji Insurance	-27,036	-1,939	-27,022	-2,865	-27,025	-3,418
Bank of Punjab	-31,886	-1,939	-31,867	-2,865	-31,826	-3,418
Dewaan Suleman	-30,344	-1,939	-30,371	-2,865	-30,428	-3,418
Dhan Fibre	-35,691	-1,939	-35,682	-2,865	-35,691	-3,418
Engro Chemical	-27,651	-1,939	-27,638	-2,865	-27,622	-3,418
Fauji Fertilizer	-28,115	-1,939	-28,105	-2,865	-28,097	-3,418
Faisal Bank	-31,509	-1,939	-31,505	-2,865	-31,522	-3,418
Genral Tek	-33,651	-1,939	-33,639	-2,865	-33,624	-3,418
Hub Power	-29,694	-1,939	-29,688	-2,865	-29,802	-3,418
ICI Pak	-28,631	-1,939	-28,651	-2,865	-28,639	-3,418
KESC	-29,283	-1,939	-29,281	-2,865	-29,297	-3,418
LTV capital	-38,313	-1,939	-38,345	-2,865	-38,325	-3,418
MCB	-33,985	-1,939	-33,975	-2,865	-33,958	-3,418
PIAC	-28,295	-1,939	-28,277	-2,865	-33,958	-3,418
PTC	-29,353	-1,939	-29,341	-2,865	-28,317	-3,418
KSE	-27,689	-1,939	-27,686	-2,865	-27,676	-3,418

2, 4 и 6 столбцы показывают ADF Test stat
3, 5 и 7 столбцы показывают 5% критическое значение
Все переменные интегрированы первого порядка

Все значения ADF получаются отрицательными при применении проверки корнем первого порядка. Это означает, что ряд стал стационарным необходимым условием для применения моделей типа ARCH и GARCH, как это упоминалось в методологической части.

4.3. ЭМПИРИЧЕСКИЕ РЕЗУЛЬТАТЫ

Прежде чем углубиться в изучение механизма пакистанского рынка акций, интересно остановиться на некоторых существенных характеристиках исследуемых компаний. Итак, таблица (см. приложение 3) предоставляет нам необходимые сведения о компаниях, выбранных для

анализа, и приводит информацию об отраслях, к которым принадлежат эти компании, а также информацию об их оплаченном капитале.

Необходимо заметить, что акции рассматриваемых компаний являются наиболее торгуемыми, и потому какие-либо выводы, основанные на анализе объемов продаж акций этих компаний, не могут быть достоверными относительно других отдельно взятых компаний.

Приведенные данные получены с помощью эконометрических методов и представлены в таблице (см. приложение № 4). Они дают очень полезные сведения о динамике доходности ценных бумаг по различным секторам рынка.

В течение анализируемого периода пакистанские акции, за некоторым исключением, имели отрицательную доходность. Лишь акции Hub Power, продемонстрировали положительную доходность в среднем 0,0008% и PIAC - 0,0005%.

Если мы примем медиану за доходность акций, то доходность по акциям ICI Pakistan окажется равной нулю или ниже нуля, при этом и рынок в целом демонстрировал отрицательную доходность.

В 3 и 4 колонках представлена максимальная и минимальная доходность. Для измерения волатильности мы использовали среднеквадратичное отклонение. Минимальные колебания наблюдаются по Fauji Fertilizer, тогда как ICI PAK и Engro chemical имеют примерно одинаковый уровень колебаний. Из таблицы также видно, что Askari Bank, Adamji Insurance, Dewan Suleman, Faisal Bank и PTC находились практически на одном уровне колебаний доходов. Максимальные колебания наблюдались в случае General Tek. Общерыночная волатильность составила 0,02%.

Общая волатильность низкая, т.к. рынок представляет собой сумму всех типов акций, где доходность одних бумаг колеблется сильнее, других - слабее. Другие исследователи обнаружили, что фондовые индексы имеют более слабую волатильность, чем отдельные ценные бумаги, и мы можем сделать вывод, что диверсификация даже внутри сектора уменьшает риск. Еще больше его можно снизить путем межотраслевой диверсификации.

Симметричность распределения доходов проверяется ассиметрией индивидуальных доходностей. 12 видов акций имеют положительный

коэффициент ассиметрии, 4 - отрицательный. Общерыночная ассиметрия также отрицательна. Распределение доходов высоко положительно в случае Dhan Fibre и Adamji Insurance, а в случае с Hub Power наблюдается сильная отрицательная ассиметрия. Однако, если сравнить характер доходности в январе 1989 г. с декабрем 1993 г., степень ассиметрии снизилась, но форма распределения доходности не является нормальной. Доходность рынка в целом также отрицательно скошена.

Другим методом для проверки нормальности был эксцесс. Очень высокие пики присутствуют в графиках ежедневных доходов General Tek, значение эксцесса здесь 22,33. По оставшимся данным также наблюдается тенденция к высоким пикам.

Все значения коэффициентов очень высоки, это означает, что доходность акций на пакистанском рынке не имеет нормального распределения.

Третий способ измерения доходов, который подтверждает уже установленную нами ненормальность распределения доходов, это тест Jarque-Bara. Величины, приведенные в последней колонке таблицы (см. приложение № 4), также свидетельствуют о ненормальном распределении доходов. Итак, основываясь на результатах вышеприведенных тестирований, мы отвергаем гипотезу о нормальном распределении доходов в пользу ненормального распределения доходов по акциям.

Ненормальное распределение доходов по акциям на пакистанском фондовом рынке установлено также исследованиями, проведенными с использованием других методов. Например, один из приемов - расчет плотности распределения для всех акций и сопоставление ее с нормальным распределением. Надо сказать, что данный прием определения нормальности распределения доходов не нов. В литературе немало ссылок на использование данного метода (например, в цитированной нами статье Ю.Фамы). Но эти исследования относятся ко времени, когда эконометрические приемы находились еще в стадии зарождения, и эффективные методы анализа нормальности распределения еще не были разработаны.

Будет нелишне упомянуть здесь о некоторых открытиях в отношении нормальности распределения доходов, основанных на данном методе. Исследователи заметили, что пропорции по всем акциям и индексам были

выше, чем нормальное распределение, и были ближе к среднему значению. Это указывало на присутствие более высоких пиков. Другим феноменом было наличие более длинных хвостов.

Явление высоких пиков и длинных хвостов не обязательно связано с пакистанским рынком. Оно было обнаружено и на ряде других развитых и формирующихся фондовых рынках.

Фама (1965) изучал присутствие высоких пиков на рынке США. Мы обнаружили, что около 35 лет назад структура доходов в США была такой же, как мы имеем в Пакистане сегодня. Плотность распределения на рынке США за пределами распределения "5SD" (5 * стандартное отклонение) составляла 0,0000006. В Пакистане она составляет 0.0017 для активно торгуемых акций и 0,0026 для неактивных бумаг. Аналогичные результаты за другой временной период представлены по Швеции. Для Швеции эти значения составляют 0,0010 для активных и 0,0020 для неактивных акций. Эти соотношения эквивалентны по своей природе их пакистанским аналогам.[1]

Из вышеприведенных результатов ясно, что уровень развития фондового рынка удлиняет хвосты по доходам. Для активных ценных бумаг хвосты менее, а для неактивных – более длинные. Итак, можно заключить, что, хотя все развитые рынки имеют более высокие пики и более длинные хвосты, чем на развивающихся рынках, высота пиков и длина хвостов сильно различается между развивающимися и развитыми рынками**.** Распределения на развитых рынках менее островершинные и менее плосковершинные, чем на развивающихся рынках. Следовательно, низкий объем операций и автокорреляция могут служить причиной отклонения от нормального распределения.

4.4. КЛАСТЕР ВОЛАТИЛЬНОСТИ

Природа кластеров исследовалась ведущими экономистами с использованием моделей ARCH и GARCH. Эти же модели были использованы в данной работе. Первоначальное условие, которому должны

[1] Hussain F. and Uppal J. “The Distribution of Stock Returns in an emerging Market : the Pakistani Market” Unpublished.

были удовлетворять доходы по акциям для изучения колебаний - это то, что ряд, использовавшийся для анализа, должен был быть устойчивым и свободным от частичной и полной автокорреляции.

Для каждой из компаний определялся AR process (авторегрессионный процесс), чтобы сделать данные в каждом ряду независимыми. На первом этапе была изучена автокорреляционная структура всех исследуемых данных, и короллограмма предполагает присутствие авторегрессионого процесса.

Как описано в методологической части, Ljung-Box, Q статистика использовались в качестве барометра для установления авторегрессионого процесса. Всякий лаг, который делал Q статистику существенной, включался в процесс, точно так же лаг, включение которого в процесс не делало Q статистику существенной, исключался из процесса. Это было проделано для того, чтобы свести автокорреляцию до 36 лагов. После 36 лага Q статистика становится существенной для всех ценных бумаг.

Исходя из несущественных значений Q статистики, мы можем заключить, что применение AR процесса устранило сериальную зависимость доходов. Результаты построенных ARCH моделей для 16 компаний, как и для KSE 100, представлены в таблице (см. приложение № 4). Левая сторона таблицы содержит параметры уравнения ARIMA, а правая сторона таблицы - это оценочные параметры уравнения ARCH. Результаты уравнения ARIMA показывают, что из 87 оценочных параметров 70 являются существенными. В большинстве случаев для AR и MA процессов данные существенны при 5% уровне значимости. В 9 случаях значимость составляет 5 %, в 7 - 1%, и в 7 - 10%. По любым стандартам результаты точны и свидетельствуют о правильном выборе моделей авторегрессионного процесса и о движении к среднему значению.

Еще более точные результаты получаются по уравнению ARCH. Все параметры уравнения ARCH существенны, кроме одного, значимость каждого параметра составляет 1%.

В авторегрессионном порядке AR (1) присутствует в 10 из 16 видов акций, а также в KSE 100. Присутствие AR(1) в 63 % означает, что волатильность, проявившаяся в анализируемый период, в значительной степени связана с волатильностью предшествующего периода. AR(1) также

оправдан на основании геометрического снижения автокорреляционной функции, обозначенной в короллограмме как ACF. Мы не нашли авторегрессию в данных о доходах Askari Bank, Bank of Punjab, General Tek, Muslim Commercial Bank, LTV capital modarba. Присутствие AR означает, что всякий постоянный тип волнения влияет на доходность. AR(2) присутствует в Engro chemical, тогда как AR(3) заметен в общем индексе. Таким образом, общерыночные доходы испытывают влияние вплоть до 3 дня после циклических скачков.

MA в левой части таблицы вслед за AR показывают, каким образом нерегулярные скачки (temporary shocks) влияют на фондовые доходы. Порядок MA процесса определяет характер отношений между текущими и прошлыми колебаниями ставок доходности. Например, если MA(1) присутствует в какой-либо серии фондовых доходов, это значит, что скачок, происходящий в какой-либо период, влияет на доходы последующего периода. Но разница между MA(1) и AR(1) заключается в том, что скачок типа MA элиминирован из системы после первого его влияния на доходы в определенный момент времени.

MA(1) присутствует в 23 % приведенных данных, тогда как MA(3) и MA(4) присутствуют в 6 % случаев. Dewan Suleman, Hub Power, ICI PAK, LTV cap modarba показывают восприимчивость к нерегулярным скачкам вплоть до первого дня постоянного шока, тогда как Fauji Fertiliser и Faisal Bank показывают присутствие MA(3) и MA(4) соответственно.

Другое различие между остальным банковским сектором и Faisal Bank в том, что в отношении постоянных шоков поведение Faisal Bank было подобным остальному сектору, но отличалось в отношении временных скачков.

Эффект скользящей средней (moving average effect) применительно ко всем данным очень существенен. В случае Fauji Fertiliser и LTV Cap Modarba, коэффициент параметров имеет уровень значимости 1%, тогда как в случае Dewan Suleman, Faisal Bank, Hub Power, ICI PAK парамеры существенны на 5 % уровне значимости.

Теперь мы переходим к сдвигу (intercept term) в уравнении ARIMA. Альфа в большинстве случаев отрицательна. Исключения составляют лишь Hub Power и PIAC, которые имеют положительную альфа (intercept).

Как известно из финансовой литературы, индекс доходности имеет две составляющие, а именно: систематическую компоненту доходности и несистематическую компоненту доходности. Систематическая компонента, измеренная сдвигом (intercept term), отрицательна в 82% случаев, положительна в 18 % случаев. Итак, PIAC и Hub Power безопасны с точки зрения защиты от рисков и связаны с положительной степенью доходности в анализируемом периоде. Средний уровень доходности LTV cap modarba установлен статистически существенным на 5% уровне значимости.

Если мы посмотрим на оцененное ARCH уравнение, то увидим, что все значения альфа положительны, и очень существенны для этого уравнения. В этой части таблицы высоки значения t. Все оценки этого сдвига (intercept term) существенны на 1% уровне значимости. Это снова указывает на точность применяемой модели. Положительные сдвиги (intercepts) этой модели показывают, что значительная часть отклонений остается постоянной в течение всего времени.

ARCH(1) устанавливает тот факт, что в волатильности присутствует автокорреляция, и что волатильность одного периода влияет на волатильность другого периода. Из вышеприведенного обсуждения результатов мы заключаем, что существует и неопровержимое свидетельство смешанной гетероскедастичности в вариации. Данные для анализа - это данные временного ряда, поэтому автокорреляция в вариации - это свидетельство существенной концентрации волатильности фондового рынка[1]. Они возникают в определенный момент времени и являются сначала постоянными, а затем снижаются по геометрическому тренду.

GARH(1) также присутствует во всех случаях. Значения T очень высоки, и даже достигают отметки 75,76 в случае KSE 100 и 63,79 в случае ASK Bank.

В случае, если GARCH эффект имеет место, мы заключаем, что вариация постоянна, но имеет некоторый элемент инерции. Оценки GARCH

[1] Подобный анализ фондового рынка России представлен в книге Я.Р. Магнус, П.К. Катышев, А.А. Пересецкий. Эконометрика: начальный курс.: М., Дело, 2000.

учитывают эффект постоянных шоков и нерегулярных скачков, фактически, это - комбинация AR и MA. Постоянство волатильности ценных бумаг может быть объяснено следующими фактами.

Во-первых, неопределенность, возникающая в результате шока, снижается медленно в связи с тем, что опасность шоков в будущем продолжает существовать. Рассмотрим последствия любого шока. Они могут быть двух типов. Участники рынка, которых мы считаем рациональными агентами, и предполагаем, что их оценки рынка верны, могут посчитать, что рынок слишком бурно отреагировал на неожиданное событие, и тогда шок в одном направлении сопровождается шоком в другом направлении, но размах последующего шока меньше по сравнению с первоначальным шоком. Это называется технической коррекцией.

С другой стороны, если участники рынка не отреагировали на ситуацию должным образом, то направление тренда не будет изменено, и направление рынка останется неизменным.

В любом случае, волатильность рынка сохраняется в течение нескольких дней до полного распознавания шока, поэтому поведение агентов - это стабилизирующий фактор механизма фондового рынка. Рассмотрим ситуацию, когда участники рынка - нерациональные агенты. В этом случае действия рыночных игроков становятся источником дальнейшей нестабильности на рынке. Эти агенты не учитывают основных сильных и слабых сторон рынка, и тренд рынка становится для них барометром для принятия инвестиционных решений. Поэтому они активны, когда рынок на подъеме, и пассивны, когда на нем наблюдается спад. В финансовой литературе такое поведение называется эффектом повального увлечения ("Band-wagon"). В конце концов оно усиливает даже самые незначительные шоки.

Эффект повального увлечения кратковременен, потому что он не отражает действительной ситуации на рынке, и агенты, которые принимают участие в операциях, основывают свои решения только на интуиции, а не на рациональной оценке рынка. Через короткий промежуток времени участники пересматривают свои решения, и шок заканчивается.

Зададимся вопросом: функционируют ли рынки капитала на практике так, как это описывается современной теорией финансов, или существуют различные отклонения? Некоторые исследователи, например, утверждают, что видимая волатильность не обязательно связана с изменением фундаментальных показателей (fundamentals) [Шиллер [1] (1982); Лерой и Портер [2] (1981); Калтер, Портерба и Самерз[3] (1989)], и что это имеет неблагоприятное значение для накопления капитала и благосостояния [ДеЛонг, Шляйфер и Саммерз[4] (1989)]. С другой стороны, существует множество других исследований, приводящих доказательства рациональности рынка. Р. Мертон (1987) анализирует положения данной дискуссии.

Возникновение кластеров волатильности может быть приписано постоянной неопределенности на рынке, которая указывает на его неэффективность. Неопределенность возникает в результате несовершенного потока информации между участниками.

Основываясь на том, что вариационные коэффициенты уравнения ARCH связаны с очень высокими значениями t, мы заключаем, что на доходы влияет и рыночная волатильность.

В отношении технической стороны модели, мы считаем, что ARCH(1) и GARCH(1) были верно выбраны и учтены должным образом для условной гетероскедастичности в индивидуальных компаниях и индексе KSE 100. Правильность модели также подтверждается несущественными значениями L.B, Q-статистики. Подробное изучение зависимости доходов на рынке акций показывает, что она может быть двух видов:

1) линейная;

2) нелинейная.

Линейная зависимость может быть устранена авторегрессионным процессом, тогда как нелинейная зависимость - нет. Применение ARCH и

[1] Shiller, Robert L. " Do Stock prices move too much to be Justified by subsequent changes in dividends" // American Economic Review. 1982. № 71. pp. 421-436.

[2] LeRoy, Stephen Richard P. "The present value relation: tests based on implied Variance Bonds"// Econometrica . 1981. № 49. pp. 555-574.

[3] Culter, David M., James M., Lawrence S. "What mowes Stock Prices" //National Bureau of Eonomic Reserch. 1988. working Paper No. 2538

[4] DeLong J.B., Shieifer A., Lawrence S. "The Size and Incident of the Losses from Noise Traiding"// Journal of Finance. 1989. pp.681-696.

GARCH наряду с авторегрессионным процессом - это доступный инструмент для решения данной задачи.

Исследователи утверждают, что, если гетероскедастичность контролируется, то AR процесс становится несущественным.

Иначе говоря, волатильность является также источником высокой сериальной зависимости доходов от акций, поэтому, если удастся контролировать отклонения, сериальная зависимость будет снижена. Но даже контроль условной гетероскедастичности не делает AR процесс несущественным на более низких лагах. Это также говорит в пользу неэффективности рынка капитала, а отсюда следует, что доходы по акциям предсказуемы.

Сарина (1999) проанализировала динамику общего индекса акций и индексов 11 секторов и 4 подсекторов на Фондовой бирже Карачи. В анализ были включены такие отрасли, как: хлопчатобумажная и текстильная промышленность, химическая и фармацевтическая, машиностроение, автомобильная и смежные с ней, электротехническая, сахароперерабатывающая, целлюлозно-бумажная, цементная, топливная, транспорт и связь, банки и другие финансовые институты.

Ее модель для оценок порога GARCH-M имела различные модификации. В основном это был AR(1) и в одном случае AR(3). В большинстве случаев поведение рынка объяснял MA(3), тогда как MA(2), MA(3), MA(4) и MA(5) не могли много рассказать о поведении рынка. Уравнение вариации использовалось то же, как и в нашем исследовании, т.е. ARCH(1) и GARCH(1).

Пионерная работа Хуссейна (1997) связана с секторальным анализом. Он обнаружил, что AR процесс был существенен для более высоких лагов отраслевых индексов по сравнению с индивидуальными акциями. Он предложил следующее объяснение: включение неактивных акций, наряду с перекрестной корреляцией между доходами по акциям, входящим в индекс, является причиной большей сериальной зависимости.

В работе Хуссейна обнаруживается значительное отклонение от более ранних характеристик рынка акций Пакистана. Рынок стал более эффективен, возможно, благодаря лучшей микроструктуре, которая

изменилась вследствие прозрачности, привнесенной новой торговой системой, а также предоставлением лучшей информации.

Рассмотрим таблицу (см. приложение 4). Последняя строка в таблице говорит о постоянстве вариации. Сумма ARCH и GARCH измеряет уровень постоянности волатильности. Минимальная устойчивость вариации наблюдалась в случае LTV cap modarba, Dhan Fibre, MCB и PIAC, практически одинаковую степень устойчивости имели компании ICI, KES, Adamjee insurance и Faisal Bank.

Hub Power стал компанией с наибольшей устойчивостью вариации в сравнении с общим индексом Фондовой биржи Карачи. В целом все оценки близки к единице и указывают на высокую степень устойчивости вариации.

Интересно заметить, что многие аналитики считают так называемые крахи на Фондовой биржи Карачи намеренным действием для снижения цен. Аслам Фарид и Джавед Ашараф (1995)[1] предприняли попытку объяснить нестабильность Фондовой биржи Карачи с помощью модели геометрического броуновского движения (Geometric Brownian Motion). Согласно этим авторам, главные черты биржи Карачи заключаются в том, что цены обычно устанавливаются брокерами и рынок высоко спекулятивен. Аналитики обычно скептически оценивают эффективность стохастических моделей для Фондовой биржи Карачи и цинично отмечают, что изменения в биржевых ценах - это не стохастическая, а детерминированная функция времени, и рынок контролируют группы ведущих членов биржи.

Фарид и Ашараф обнаружили, что существует сильная положительная корреляция между объемами продаж и волатильностью (rt,v=.73), а также между волатильностью и ожидаемым уровнем доходов (rt,v=.85). Эти результаты позволяют предположить, что большинство инвесторов на фондовой бирже Карачи не полагаются на приемы финансового анализа или профессиональные консультации. Напротив, их решения основаны на существующей тенденции ценовых движений, какими бы ни были длина периода и уровень доходности акций.

В целом ряде исследований отмечается высокая волатильность рынка акций Пакистана. Эта волатильность составляла от 26% до 51% в год.

[1] Farid A.. Javed A. "Volatility at Karachi Stock Exchange"// The Pakistan Development Review. 1995. № 34. pp. 651-657.

Большинство инвесторов руководствуются краткосрочными целями: они покупают, когда цены идут вверх и продают, когда цены падают. Многие инвесторы следуют собственным схемам страхования портфеля. Это значительно повлияло на увеличение волатильности на пакистанском рынке.

Мы считаем, что так называемые «noise traders» торгуют, копируя поведение остальных участников рынка. Их целью не является максимизация прибыли и их присутствие на рынке ведет к большей волатильности. В противоположность им "думающие инвесторы" («smart money») не склонны к риску и стараются максимизировать прибыль, они основываются в своих решениях на истории выплаты дивидендов, будущих ожидаемых дивидендах и т.п. фактах.

Иногда сверхреакция на новости очень сильно меняет поведение "думающих инвесторов". Считается, что абсолютная несклонность к риску снижается с изменением богатства. Когда рынок на подъеме, богатство инвесторов данного типа тоже увеличивается, и они начинают включать в свой портфель рисковые активы. Этот процесс, получивший название "стратегия портфельного страхования", также вызывает большую неустойчивость на рынке. Поэтому очевидно, что изменение степени определенности будущих макроэкономических условий влечет за собой пропорциональное изменение неустойчивости доходов.

Волатильность доходов по акциям также зависит от финансового левериджа: чем больше леверидж, тем выше волатильность. Поскольку цены обыкновенных акций отражают ожидания будущих доходов корпорации, вероятно, что волатильность реальной экономической активности является главным детерминантом волатильности доходов по акциям. Ценовые "пузыри" также представляют собой дополнительный источник волатильности.

Во время биржевых торгов волатильность больше, чем в неторговые часы. Очевидно, что это является следствием более частого поступления информации в рабочие часы в течение делового дня. Различают информацию двух типов:

- публичную информацию;
- частную информацию.

Публичная информация - это информация, которая становится известной в то же время, когда она оказывает влияет на цены. Примером такой информации может служить прогноз погоды, решение Верховного суда. Сюда же можно отнести финансовую отчетность компаний или постановления правительства.

Частная информация имеет другое свойство. Тогда как публичная информация воздействует на цены до того, как кто-то может воспользоваться ею, частная информация воздействует на цены в процессе торговли. Большая часть информации, подготавливаемой инвесторами и аналитиками, входит в эту категорию.

Ни публичная, ни частная информация не создают заметной сериальной корреляции. В принципе, информация может стимулировать автокорреляцию, изменяя уровень ожидаемых доходов. Если исходить из гипотезы "торгового шума", доходы по акциям должны быть сериально зависимы. Однако рыночные цены не связаны с объективной экономической стоимостью акций, ошибки в определении цен корректируются лишь в долговременной перспективе. Эти исправления создадут отрицательную автокорреляцию.

Мы обнаружили проявление положительной автокорреляции вместо отрицательной, вплоть до появления больших лагов. Это свидетельство устойчивости вариации и отсутствие исправления ошибок ценообразования в краткосрочком отношении.

Другой важной причиной повышения волатильности биржи Карачи могут являться изменения в микроструктуре рынка ценных бумаг Пакистана. Раньше биржи Карачи и Лахора удовлетворяли нужды инвесторов, но учреждение фондовой биржи Исламабада привело к фрагментации рынка.

Согласно Гамильтону (1979)[1], фрагментация объединенного рынка имеет два конечных эффекта: (а) эффект фрагментации и (б) эффект конкуренции.

Эффект фрагментации отрицательно влияет на рынок, эффект конкуренции положительно. Конечный эффект фрагментации зависит от относительной величины этих двух составляющих. Фрагментация единого рынка может уменьшить преимущества централизованного рынка, то есть

[1] Hamilton J.L. "Marketplace Fragmentation, Competition and the Efficiency of the Stock Exchange". // Journal of Finance. 1979. с. 171-187.

ликвидность и стабильность, но, в то же время, может и поощрить конкуренцию между отдельными рынками, ведущую к снижению транзакционных издержек. Также было установлено, что эффект конкуренции сильнее эффекта фрагментации. Гамильтон (1979) подтвердил последнее утверждение, но также установил, что величина обоих эффектов мала.

Снижение волатильности возможно также посредством уменьшения числа джобберов и размера спрэда. Это означает, что посредники, занятые в торговой деятельности, довольствуются меньшим уровнем доходности в торговле вследствие улучшения инфраструктуры и других условий. Общее влияние фрагментации рынка на волатильность будет позитивным или негативным в зависимости от того, превышает ли эффект конкуренции эффект фрагментации или наоборот.

Ожидается, что эффект конкуренции от возникновения Исламадской фондовой биржи будет действовать только в долговременной перспективе. Поэтому мы можем сказать, что в краткосрочной перспективе эффект фрагментации превышает эффект конкуренции. Вследствие этого можно утверждать, что уровень волатильности не снизится, а, напротив, возможно его увеличение.

В то же время исследование Ярама СуББА Редди (Yarram SuBBA Reddy) (1997-98)[1] индийскоого фондового рынка свидетельствует о том, что учреждение NSE (Национальной фондовой биржи) привело к увеличению волатильности и не снизило ликвидности Бомбейской фондовой биржи (BSE). Причиной этому может быть торговля в режиме on-line между биржами, которая увеличила волатильность ценных бумаг, котирующихся на Бомбейской фондовой бирже.

В Пакистане фрагментация рынка окаывает больший эффект на рынок по сравнению с Индией. Причина в том, что в Индии 22 биржи, тогда как в Пакистане только 3 биржи. Поэтому в последнем случае фрагментация оказывает большее влияние на волатильность.

[1] "Effect of Microstructure on Stock Market Liquidity and Volatility" // Prajnan. 1998. №.26. pp. 217-231.

Эти выводы в некоторой степени сопоставимы с выводами, сделанными в работе Ихсана Ахмада и Дж. Баркли Россера мл. (1995)[2]. Указанные авторы также проводили тестирование на авторегрессионую условную гетероскедастичность (ARCH), то есть, исследуя явление, когда волатильность вызвана волатильностью. Они использовали базу данных, содержащую данные о ежедневных курсах акций и двух биржевых индексах пакистанского рынка в 1987-1993 гг.

Они признали присутствие устойчивых трендов независимых случайных постоянных величин, подтвердили присутствие эффекта ARCH, и более общую нелинейность, входящую в BDS статистику (Брок, Декарт и Шинкман 1987)[3]. Такое открытие имеет особое значение для Пакистана вследствие длительных попыток заставить рынок функционировать согласно принципам исламской экономики.

Напомним, что среди этих принципов - отказ от спекуляции и пари. Согласно строгим исламским мировоззрениям, спекуляция запрещена, однако спекулятивные сделки лежат в основе функционирования любого рынка ценных бумаг. Отсюда возникает глубокое противоречие между принципами исламской экономики и сущностью рынка ценных бумаг.

Еще одна интересная проблема - это так называемая "проблема горячего картофеля" (hot potato problem)[1]. Из-за несимметричности и недостаточности информации многие агенты действуют нерационально, и они совершают покупку акций тогда, когда образовался "пузырь" и потом не могут от них избавиться. Жертвами "горячего картофеля" чаще становятся мелкие инвесторы.

Аллен и Гартон(1993)[2] показали возможность образования "пузырей" даже у рациональных агентов в случае, когда имеет место ассимметрия информации у инвесторов и портфельных менеджеров. Из существующей литературы следует, что существует неоднородность информации между

---

[2] Ahmad.E. . RosserJ.B "Non-linear Speculative Bubbles in the Pakistani Stock Market" // Pakistan Development Review. 1995. № 34. pp. 35-41.

[3] Brock.William A.. Decart w., Jose A. Scheinkman A Test for Independence based on the Correlation Dimension. Madison, WI: University of Wisconsin_Madison. SSRI Paper №8702.1987.

[1] «Hot potato» – это высоко спекулятивные активы, с большой ценовой волатильностью. Примеры – акции компаний Dhan Fiber, PTC, The Bank of Punjab и т.д.

[2] Allen and Garton .Churning Bubbles.// Review of Economic Studies. – 1993. - № 60. Pp. 813-836.

трейдерами. Благодаря этому появление «пузырей» становится более вероятным, так как есть потенциальные покупатели "горячего картофеля" (те, кому можно "сбросить" перегретые активы).

Существуют три группы инвесторов:

- рациональные инвесторы, которые действуют в соответствии с реальным состоянием экономики и рынка;
- "овцы", следующие за трендом;
- рыночные специалисты, которые устанавливают цены.

Рациональные инвесторы знают, каково положение эмитентов, каковы предельные верхние и нижние границы цен акций. Они продают, когда цена выше реальной, и покупают, когда цена ниже реальной. А вот действия инвесторов, следующих за трендом, как раз и приводят к образованию пузырей.

Используя VAR (векторный авторегрессионый прием) и применяя модель изменения системы Гамильтона и тест Вальда, Ахмад и Эхсан предположили присутствие эффекта ARCH и хаотичной динамики на пакистанском рынке акций. Явная предрасположенность к неожиданным трендам и нелинейной динамике говорит о том, что экономика Пакистана может находиться под воздействием состояния его рынка акций. Действительно, в целом ряде стран за крахом на фондовых биржах следовал общеэкономический кризис.

С другой стороны, быстрый рост при большой волатильности цен на фондовом рынке также отражает оптимизм относительно будущего экономического развития.

Бекарт (1995) установил взаимосвязь между интеграцией фондового рынка и мировых финансовых рынков; определил ряд инвестиционных барьеров; для анализа ожидаемых доходов им была использована мультифакторная модель. Изучение рынка позволило обнаружить, что глобальной интеграции препятствуют следующие факторы: низкий кредитный рейтинг, высокая и изменчивая инфляция, валютные ограничения, недостатки системы регулирования, ограниченный размер рынков.

Опираясь на данные по 19 развивающимся рынкам за период с декабря 1976 по декабрь 1992 г.г., Бекарт пришел к выводу, что улучшение

предоставления информации потенциальным инвесторам, бухгалтерских стандартов и защиты инвестиций могут в значительной мере способствовать интеграции развивающихся рынков с глобальными финансовыми рынками. Самый важный вывод состоял в том, что возросшая открытость не оказывает сколько-нибудь значительного эффекта на уровень волатильности доходов по акциям.

Поведение волатильности на пакистанском рынке не следовало тренду, предложенному Бекартом. Например, дисперсия (вариация) рыночной волатильности в расчетах Хуссейна для общего индекса составляла:

- 0,0009% до открытия рынка с января 1989 по февраль 1991,
- 0,0096% после открытия рынка с февраля 1991 по февраль 1992,
- 0,0084% в период с марта 1992 по декабрь 1993.

Дисперсионное отношение периода с января 1989 г. по февраль 1991 г.[1] к периоду с февраля 1991 г. по февраль 1992 г. было 10,43% и дисперсионное отношение периода с марта 1992 г. по декабрь 1993 г. к периоду с января 1989 г. по февраль 1991 г. составило 9,13%.[1] Итак, волатильность повысилась, когда рынок был открыт, но через год она понизилась.

Еще одно свидетельство волатильности пакистанского рынка возьмем у Аяза (1998)[2]. Его исследование охватывало период с января 1990 г. по декабрь 1996 г. и включало данные по 15 странам Азии, Великобритании, США, Японии, Латинской Америки и некоторым региональным рынкам Европы, Австралии и Дальнего Востока. В результате было обнаружено, что индексы цен акций в Латинской Америке колеблются гораздо сильнее, чем на азиатских рынках. Высокий уровень волатильности страновых индексов отражается в высоком уровне волатильности регионального индекса.

В Азии уровень волатильности был самым высоким в Пакистане, нескольно ниже в Таиланде, еще ниже в Индии, Малайзии и на Филиппинах. Наиболее стабильными рынками оказались рынки Японии и Тайваня. Среди

---

[1] Дисперсионное отношение = дисперсия в период 2/ дисперсия в период 1, помноженная на 100

[1] Hussain F. "Stock Price behaviour in an emerging market: A case study of Pakistan", Ph.d thesis , The catholic university of America,1996. pp-141.

[2] Ayaz. A. "Integration of movements in stock market returns in emerging markets" M.phil thesis.: Department of Economics. Quaidi-Azam University. Islamabad, 1998. pp. 6 – 22.

региональных рынков рынок Азии оказался самым устойчивым, тогда как рынок Латинской Америки признан самым нестабильным.

4.5. СВЯЗЬ МЕЖДУ РЫНОЧНОЙ ВОЛАТИЛЬНОСТЬЮ И ИНДИВИДУАЛЬНОЙ ВОЛАТИЛЬНОСТЬЮ ЦЕННЫХ БУМАГ

Большое значение при анализе инвестиционных характеристик рынка акций имеет взаимозависимость волатильности акций одного сектора или отдельной ценной бумаги с рынком в целом. Эта взаимозависимость была изучена путем применения модели ARCH к дисперсиям отдельных компаний. Статистические результаты приведены в таблице (см. приложение 5). Для различных ценных бумаг были рассчитаны значения коэффициента бета (β). Коэффициент бета (β) - это величина рыночного риска. Бета коэффициент показывает степень зависимости доходности акций от движения рынка.

Все сдвиги (intercept terms) высоко существенны (на 1% уровне значимости). Результаты показывают положительную взаимозависимость между рыночной волатильностью и индивидуальной волатильностью акций.

Мы обнаружили, что General Tek - единственная компания, у которой эта взаимозависимость является отрицательной и отличается от оставшейся совокупности. С точки зрения волатильности эти ценные бумаги наиболее привлекательны. Было также установлено, что взаимозависимость отраслевых индексов и рыночной волатильности имеет ту же природу. Например, Ахмад и Б.Ю. Заман (1999)[1] на примере индексов 15 отраслей обнаружили, что прогнозируемое среднее квадратическое отклонение доходов на индивидуальных рынках положительно коррелирует с прогнозируемым средним квадратическим отклонением рыночных доходов в 7 случаях, тогда как в 8 случаях эта взаимозависимость негативна. Но важно знать не только негативность или позитивность данной взаимозависимости, но также и ее значение.

Наше исследование установило, что позитивная взаимозависимость была статистически существенна в 4 из 7 случаев, тогда как негативная

[1] Ahmad E., ZamanB.U. “Volatility and Stock Returns at Karachi Stock Exchange" // Pakistan Social and Economic Review.

существенная взаимозависимость была установлена только в 1 из 8 случаев. Основываясь на вышеприведенных результатах, мы заключаем, что волатильность отдельных видов ценных бумаг может повышаться или понижаться, в то время как рынок в целом становится более волатильным.

Прежде, чем мы перейдем к анализу бета коэффициентов, сделаем несколько оговорок относительно использования коэффициентов бета и модели оценки капитальных активов (CAPM). Эта модель исходит из предполагаемых условий, в то время как анализ основывается на уже имевших место фактах. Если принять во внимание, что будущие условия могут радикально отличаться от прежних, то становится понятным, что в данном случае прогнозирование волатильности и ассоциативного риска, основанного на данной модели, не будет точным.

Например, мы установили, что, исходя из коэффициента бета, фирма имеет высокий уровень риска, однако она может изменить значение бета путем изменения структуры активов, а также за счет финансирования путем привлечения кредита. На изменение бета может повлиять также рост конкуренции на рынке или окончание сроков действия патентов.

Теоретически бета величины - это правильная мера рискованности акций. Интересно рассмотреть значения бета-коэффициентов на других рынках и сравнить их с данными настоящего исследования.

В нашем примере (табл. № 5), Hub Power со значением бета 3,339 - наиболее рискованная ценная бумага, за ней следуют PTC и Fauji Fertilizer, имеющие значения бета 2,274 и 1,576 соответственно. Dhan Fibre - еще одна рисковая ценная бумага с бета-коэффициентом, равным 1,257. В США значения коэффициентов бета - около 1 и ниже. Еще одно важное различие - это то, что разница между индивидуальными бета-коэффициентами в США не так велика, как в Пакистане.

Инвесторы должны получать компенсацию за понесенные риски. Чем выше риск акций, тем больше должно быть вознаграждение. Это справедливо и в отношении Пакистана. Посмотрим, адекватно ли вознаграждается риск на рынке Пакистана.

Согласно отраслевым данным[1], доступным нам за период с июля 1992 г. по май 1997 г., результаты CAPM для рынка Пакистана показывают, что значения бета во всех случаях положительны и значения t [2] превышают единицу во всех случаях, кроме двух секторов. Это химико-фармацевтическая и топливно-энергетическая промышленность.

Значения t выше единицы означают, что взаимосвязь между излишком ежемесячных доходов и среднеквадратическим отклонением нетривиальна. Особенностью этих двух секторов (химико-фармацевтического и топливно-энергетического) является то, что риск не компенсируется должным образом. Ахмад (1997) также обнаружил статистически существенную взаимосвязь между риском и доходами в 11 случаях из 16. Величина премий за риск относительно высока в производстве электротоваров, цемента и секторе модарба.

Премия за риск относительно низка в химико-фармацевтической и топливно-энергетической, целлюлозно-бумажной промышленности, в секторе банков и других финансовых институтов. Также было установлено, что значения альфа отрицательны для всех секторов.

Наличие позитивной премии за риск, наряду с наградой за готовность принимать нестабильность рынка, указывает на то, что пакистанский рынок акций в целом предоставляет защиту от риска и неопределенности.

Еще одной важной особенностью рынка Пакистана является то, что в таких секторах, как химико-фармацевтический, топливно-энергетический и некоторых других, доходность повышается, когда волатильность на рынке в целом увеличивается. Это значит, что уверенность инвестора зависит в большей степени от стабильности на всем рынке ценных бумаг в целом, чем от стабильности внутри одного сектора.

---

[1] Ahmad E., Zaman B.U. "Risk, uncertainty and returns at Karachi Stock Exchange", unpublished

[2] Т-распределение Стьюдента относится к критериям согласия и основано на использовании средних расстояний между анализируемым эмпирическим распределением и функцией распределения признака в генеральной совокупности.

4.6. СВЯЗЬ ОБЪЕМОВ ПРОДАЖ И ВОЛАТИЛЬНОСТИ

Существует зависимость между активностью продаж и волатильностью ценных бумаг. Различные исследователи установили тот факт, что даже количество дней торговли в месяце положительно связано с волатильностью ценных бумаг. Этот вывод, в частности, подтверждают Френч и Ролл (1986). Они обнаружили также, что волатильность ценных бумаг выше в момент открытия фондовых бирж.

Френч и Ролл пришли к выводам, что на ARCH вариацию существенное влияние оказывают объемы продаж различных акций. Результаты нашего исследования представлены в таблице (см. приложение 6). Очень высокие значения t статистики видны из колонки со значениями сдвигов (intercept terms) и их параметры существенны на 1% уровне значимости. β коэффициенты имеют очень низкие значения, но в 16 из 17 случаях мы наблюдаем позитивную связь ARCH вариации и объемов продаж. Исключением является компания General Tek.

В большинстве случаев корреляция между объемами продаж и волатильностью положительна, в случае Fauji Fertilizer эта взаимосвязь положительна, но не существенна. В случае KSE -100 t приобретает наибольшее значение и достигает почти 12 единиц. Наибольшая волатильность цен на акции наблюдается по компаниям, чьи акции продаются чаще всего.

Если принять за средство проверки названной гипотезы F-статистику, то полученные результаты подтвердятся следующим образом. Используя критерий Дурбона-Ватсона, мы установили, что сериальная зависимость всех типов была устранена из серии данных. Все значения, полученные с применением теста Дурбона-Ватсона, ниже единицы, что указывает на точность процесса, примененного для нивелирования автокорреляции и взаимной корреляции.

Из уравнения ARCH вариации ясно, что α гораздо выше β. Это значит, что высокая степень волатильности наблюдается в каждом секторе, и рынок в целом не является тому исключением.

4.7. ЗАВИСИМОСТЬ ОБЪЕМОВ ПРОДАЖ И ДОХОДНОСТИ

В этой части нашего исследования мы попытаемся узнать, существует ли какая-либо связь между активностью продаж на рынке ценных бумаг и получением более высоких доходов, и если такая зависимость существует, исследуем ее природу. Мы хотим выяснить, нужно ли учитывать уровень активности продаж в процессе принятия инвестиционных решений.

Результаты проведенного анализа помещены в таблице (см. приложение 7). Мы видим, что все сдвиги (intercept terms) отрицательны, кроме Hub Power, и даже в случае Hub Power доходы незначительно отличаются от нуля. Иными словами, в анализируемый период доходы были отрицательными практически во всех случаях. Значения β несут в себе информацию о влиянии объемов продаж на доходность. Мы обнаружили существенные значения t в данных, относящихся к Askari Bank, Dewan Suleman, Engro Chemical, Faisal Bank, Genral Tek, ICI Pak, K.E.S.C, LTV Capital Modarba, MCB, и Bank of Punjab.

Проведенный анализ позволяет нам сделать вывод о прямой зависимости между объемами продаж и доходностью. Только акции компании Adamjee Insurance имеют другую тенденцию, но и здесь значения t очень малы. Таким образом, можно заключить, что более активные ценные бумаги связаны с более высокими доходами. Это указывает на необходимость учета активности ценных бумаг наряду с другими факторами при принятии инвестиционных решений.

4.8. СЕЗОННОСТЬ НА РЫНКЕ ПАКИСТАНА

Предновогоднее оживление на рынке акций начинается в октябре, когда многие индивидуальные инвесторы и финансовые менеджеры продают акции, которые упали в течение года, для того, чтобы зафиксировать убытки в целях налогообложения. Институциональные инвесторы продают акции, не оправдавшие ожиданий в течение года, чтобы ко времени подготовки годовых отчетов оптимизировать портфели ценных бумаг. Именно из-за этой волны продаж сформировалась репутация октября как самого плохого месяца на Wall Street.

Уже в течение нескольких десятилетий прослеживается тенденция, связанная с тем, что после Рождества курс акций в значительной степени увеличивается. Этот феномен получил название оживление «Санта Клауса».

Некоторые исследователи попытались найти другие типы сезонности рынка ценных бумаг. По этому вопросу существует обширная литература. Достаточно длинный список исследований касается рынка ценных бумаг США.[1] Исследователи установили, что доходы на рынке США не имеют нормального распределения по дням. По понедельникам доходность отрицательна, а по пятницам она высоко положительна. В результате данных исследований термин "эффект понедельника" получил широкое распространение.

На многих рынках капитала «эффекта понедельника» нет, зато аналогичная ситуация наблюдается в другие дни недели. Например, рынки Японии и Австралии имеют «эффект вторника», а индийский рынок - «эффект среды». Исследователи не смогли обнаружить никаких «эффектов дня» на рынках Саудовской Аравии, Кувейта и Турции.

В какой мере эффект сезонности проявляется на пакистанском рынке? Нам доступны результаты нескольких серьезных исследований. Хашми (1997)[1] проанализировал эффект сезонности и пришел к выводу, что сезонность проявлялась в таких отраслях, как химико-фармавцевтическая, сахароперерабатывающая и топливно-энергетическая.

Автор утверждает, что существование сезонности топливно-энергетического сектора можно объяснить сезонностью производства и потребления электричества, составляющего 50% в энергобалансе Пакистана. В производстве сахара сезонность объясняется динамикой запасов сахарного тростника, а в химико-фармацевтическом секторе тем, что удобрения и пестициды используются в определенное время года. Также сезонность

---

[1] Cross F. "The Behavior of Stock Prices on Monday and Fridays" // Financial Analyst Journal. - 1973.- Pp-67-69; French, Kenneth .R. "Stock Returns and Weekend effect" //Journal of Financial Economics . – 1980. - № 8.pp. 55-70; Gibbson. M.R. Hess. P. "Day of the Week Effects and Asset Returns"// Journal of Business. - 1981. - №54 pp. 579-596; Keim. Donald B. Stambagh. Robert . F. "Predicting Returns in the Stock Market and Bond Market " // Journal of Financial Economics. -1984. - №17. Pp. 357-390.

[1] Hashmi.Relationship of Stock Prices with Economic Variables", M. Phil thesis Department of Economics Q.A.U. Islamabad.Pakistan, 1997.

может являться результатом фискальных мероприятий правительства в некоторых секторах экономики.

Исследователь, изучавший рынок Пакистана до и после его открытия для иностранных инвесторов, обнаружил, что до открытия рынка для иностранцев отрицательная доходность наблюдалась по субботам, а после того, как рынок был открыт, доходность в субботу стала положительной. Другие данные говорят о получении более низких доходов по воскресеньям и понедельникам. Мы считаем, что до открытия рынка существовала значительная разница в доходности по дням, а после открытия рынка она была устранена.

До сих пор не установлены конкретные причины данной аномалии на рынке капитала в Пакистане. Некоторые исследователи полагают, что люди считают определенные дни недели более удачными для них, поэтому поведение агентов на рынке вызывает непредсказуемость доходов в определенные дни.

4.8.1. Эффект Рамадана

В отношении пакистанского рынка акций интересным представляется изучение поведения курсов акций в течение месяца Рамадан. Рамадан - это месяц поста. В это время мусульмане не едят и не пьют в течение дня и соблюдают религиозное учение более строго, чем в другие месяцы года. Раздел "Традиции Ислама в деятельности на рынке капитала" говорит о том, что в соответствии с мнением ученых-богословов, большая часть деятельности на рынке капитала не соответствует строгим канонам Ислама. Обществом осуждается даже участие в бизнесе на рынке ценных бумаг. Особенно негативную реакцию общества вызывает игра на рынке в святой месяц Рамадан. Большинство ортодоксальных мусульман считают это азартными играми, которые запрещены законами Ислама. Исходя из приведенных фактов, интересно оценить поведение доходов по акциям в этом месяце.

Во всем мусульманском мире царит особая атмосфера. Религиозные нормы соблюдаются особенно строго: соблюдают пост, пять раз в день посещают мечети, участвуют в традиционных застольях Ифтар (Ифтар – это

процесс, согласно которому принимать пищу разрешается только после захода солнца). Может показаться, что экономическая активность снижается, ведь люди посвящают религии большую часть времени. В различных исламских государствах запрещается работать в дневное время кафе, гостиницам, и ресторанам. Время работы всех учреждений меняется, и фондовые биржи не исключение. Часы работы, а, следовательно, и часы торговли в этом месяце сокращаются.

Единственную интересную в научном плане работу по вычислению «эффекта месяца Рамадан» провел Хуссейн. Методология, применявшаяся им, практически совпадает с нашей, поэтому результаты вполне сопоставимы. Хуссейн использовал модель GARCH для выявления сезонности в месяце Рамадан и пришел к заключению, что доходность акций в месяц Рамадан незначительно снижается.

В начале мы проанализируем показатели доходности в месяце Рамадан. Практически все сдвиги (intercept terms) имеют отрицательное значение, кроме PIAC. Систематическая составляющая ставки доходности отрицательна для каждой из 15 компаний, общий индекс также отрицателен. Положительный сдвиг (intercept term) в случае PIAC также несущественен. LTV capital modarba имеет существенную отрицательную величину α, тогда как другие компании имеют отрицательную, но незначительную величину α.

Эффект Рамадана, который представлен во второй колонке таблицы (см. приложение № 8), показывает наличие существенной положительной ставки доходности для общего фондового индекса, компаний Pakistan Telecommunication, LTV capital modarba, Bank of Punjab и Adamjee Insurance. Положительная, но несущественная ставка доходности обнаружена для Askari Bank, Dewan Suleman, Dhan Fibre, Faisal Bank, General Tek, Hub Power, ICI PAK, Karachi Electric supply corporation и Muslim Commercial Bank. Отрицательная, но незначительная ставка доходности обнаружена у Engro Chemical, Fauji Fertilizer и PIAC.

Таким образом, основная тенденция в доходности ценных бумаг - это ее положительная величина, но, в большинстве случаев, несущественная.

Присутствие авторегрессионного тренда, как видно из результатов, указывает, что в 10 случаях из 17 присутствует сильный авторегрессионый

процесс первого порядка, т.е. процесс AR (1). Это значит, что проявившаяся в течение рассматриваемого периода турбулентность значительно зависит от явлений прошлого периода. Факт присутствия AR (1) дает нам основание заключить, что нарушения в ставке доходности в любой момент времени строго связаны с будущей ставкой доходности акций. Было обнаружено, что автокорреляционная функция ACF геометрически снижается в момент применения AR (1). Ярко выраженное присутствие авторегрессионного процесса в большинстве случаев проявляется в высоких значениях t. Значения скользящих средних (MA) представлены величинами различных порядков, начиная с MA (1) до MA(4). Как мы уже подробно рассмотрели в разделе о кластере волатильности, показатели MA определяют эффекты временных нарушений. 35% компаний имеют показатель MA(1). Это означает, что нарушение, происходящее в данном периоде, будет влиять на уровень доходности в следующем периоде. Почти 6 % данных показали присутствие MA(2), MA(3) и MA(4).

Здесь важно заметить, что большая часть значений t существенна на 1% и 5% уровне значимости. Все значения D.W. либо ниже 2, либо близки к 2, указывая на то, что всякая зависимость была устранена. F-статистика также подтверждает результаты t-теста.

Результаты по изучению волатильности были внесены в таблицу (см. приложение 9). Уравнение вариации из ARCH модели показывает нам, что сдвиг (intercept term), представляющий систематическую волатильность, имеет существенные значения постоянства.

Вторая колонка показывает, что в целом на рынке Пакистана волатильность снизилась не сильно. Волатильность отдельных компаний также испытала только легкое снижение. Только 24 % компаний показали значительное уменьшение волатильности в месяц Рамадан. Это Bank of Phenjab, Fauji Fertilizer, Dewan Suleman и Muslim Commercial Bank. AR (1) присутствовал в 100 % случаев. Значения t-теста существенны при 1% уровне значимости, а параметры коэффициентов близки к единице. MA(1) присутствовали в 47% случаев, MA(2) - в 35 %, MA(3) - в 6 %, и MA(4) - в 18 %. General Tek, PTC и KSE 100 показывают, что временные нарушения до 4 лага влияли на волатильность. Значения Q-статистики с 1 по 36 лаг стали

несущественны в результате применения спецификаций AR(1), MA(1), MA(2) и MA(4) в различных компаниях. Это еще одно подтверждение результатов, которые мы получили по тесту Дурбина-Ватсона.

Наше исследование обнаружило обратные направления ставок доходности по акциям, но в этот месяц незначительное. Доходы по акциям демонстрируют рост, и значения по некоторым бумагам достигают высоких отметок. Удивительно, что индекс KSE100, имеющий в среднем отрицательную доходность в изучаемом периоде, по нашим результатам показал положительное значение в месяц Рамадан, что вступает в противоречие с результатами исследований Хуссейна.

4.9. ВЛИЯНИЕ АТОМНЫХ ВЗРЫВОВ НА ДОХОДНОСТЬ И ВОЛАТИЛЬНОСТЬ АКЦИЙ НА РЫНКЕ ПАКИСТАНА

После того как Индия совершила испытание ядерной бомбы 11 мая 1998 г. и стала шестой атомной державой в мире, Пакистан столкнулся с серьезной угрозой своей безопасности. Реакция мирового общества была достаточно мягкой, и только несколько стран применили экономические санкции против Индии.

По численности военно-морские и воздушные силы Индии значительно превышают силы Пакистана. Пакистану ничего не оставалось делать, как любой ценой восстановить паритет с Индией. 28 мая 1998 года Пакистан сам осуществил 6 атомных взрывов.

Большое число бывших стран-доноров ввели против Пакистана экономические санкции. Они включали прекращение помощи по целому ряду направлений.

Ранее Пакистан получил помощь в размере $120 миллионов от США, $30 миллионов от Канады, $350 миллионов от Японии, $40 миллионов из Германии, $20 миллионов из Голландии, $15 миллионов из Австралии и Новой Зеландии. Новые поступления прекратились. Также прекратились поступления на многосторонней основе. Были отложены программы помощи от Мирового Банка на сумму 700 млн. долл. и от Азиатского банка развития на сумму 600 млн. долл.

Еще до того как Пакистан произвел атомные взрывы, экономическая активность в стране начала снижаться.[1] Введение санкций еще больше осложнило ситуацию, заставив власти заморозить счета в иностранной валюте. Эта вынужденная мера привела к тому, что тысячи пакистанских бизнесменов за границей оказались без средств, поскольку их кредитные карточки были заблокированы.

Как отмечалось в первой главе, недостаток валютных средств - одна из острых проблем Пакистана. Во время атомных взрывов резервы в иностранной валюте в Пакистане составляли лишь 1,3 млрд. долл. Все это заставило рейтинговые агентства понизить рейтинг Пакистана. Вследствие этого спред доходности существовавших пакистанских международных облигаций по сравнению с эталонными (имеющими наивысший рейтинг ААА) повысился до 10%, что сделало невозможным выпуск новых облигационных займов, планировавшихся пакистанскими компаниями ранее.

Заметно снизился и валютный курс пакистанской рупии. Фондовый бизнес потерял свою обычную привлекательность из-за снижения цен на акции, ухода иностранных инвесторов и снижения чистой стоимости их реальных активов. Стоимость брокерской карточки на Фондовой бирже Карачи, составлявшая до взрывов 45 млн. рупий, после снизилась до 8 млн.

Хотя падение рынка превзошло все ожидания аналитиков, краха не было. Менеджмент ФБК заблаговременно предпринял ряд мер, призванных компенсировать неблагоприятные факторы, в их числе числе перевод всех акций в систему автоматизированной торговли и запрет на срочные сделки (фактически запрет на продажу без покрытия).

Пакистанский рынок и до этого много раз переживал падения по различным причинам, но данное падение рынка оказалось по-своему уникальным.

Рыночная капитализация упала более чем на 150 миллиардов пакистанских рупий (RS), с 425 миллиардов до 271 млрд. Индекс акций KSE 100 снизился с 1550 до 858 пунктов (база 1000 пунктов), а общий индекс

[1] "Pakistan's business activity slows down" // Wall Street Journal. -1998. - June 8.

акций KSE - с 1100 до 675 пунктов. После крушения рынка акции компаний номиналом 10 рупий не стоили и нескольких пайсов[1].

Таблица (см. приложение 10) отражает эффект взрыва атомных бомб, рассчитанный путем применения ARCH и GARCH моделей. В уравнении доходности систематическая составляющая рыночной ставки доходности слегка отрицательна. Эта систематическая составляющая была измерена сдвигом (intercept term).

Для того, чтобы определить влияние атомных испытаний Индии на фондовый рынок Пакистана, был введен Dummy ID (фиктивная переменная). После изучения индийского коэффициента Dummy со значком ID, чье значение коэффициента составляет -0,0027424 и значение t равно -4,533, мы пришли к выводу, что события в Индии оказали однозначно негативное влияние на доходность пакистанского рынка.

Коэффициенты ID существенны на 1% уровне значимости. С точки зрения влияния атомных взрывов в Пакистане на доходы по отечественным акциям некоторые результаты, представленные в таблице (см. приложение 11), получились неожиданными. Мы обнаружили, что коэффициент пакистанского Dummy, обозначенный PD, равен нулю и имеет очень низкое значение t. Это означает, что пакистанские атомные взрывы не изменили доходности на рынке.

В это трудно поверить, но попытаемся дать объяснение. Шок, вызванный индийскими взрывами, был неожиданным для индивидуальных и институциональных инвесторов и они прореагировали на них продажей акций. После того, как Индия стала атомной державой, и общественность, и правительство Пакистана выступили за необходимость испытания своего атомного оружия. Поэтому пакистанские взрывы не были неожиданными и не оказали значительного влияния на доходность акций. У инвесторов было достаточно времени, чтобы изменить свои портфели в соответствии с новыми реалиями. Итак, пакистанские атомные взрывы не повлияли на доходы, что показывает коэффициент Dummy.

Присутствие процесса AR(1) свидетельствует о том, что уровень доходности акций в течение данного периода имел прямое отношение к

[1] 100 пайсов составляют 1 рупию

будущим доходам. Этот феномен мы встречали во всей совокупности данных, когда изучали индивидуальную доходность ценных бумаг и тестировали рыночную эффективность.

Теперь обратимся к результатам ARCH уравнения. Мы обнаружили, что сдвиг (intercept term) положителен и существенен на 1% уровне значимости. Это значит, что волатильность вызвана волатильностью, и в ней присутствует автокорреляция. Этот феномен в финансовой литературе получил название «концентрация волатильности».

Что касается отдельного влияния взрывов на волатильность, мы обнаружили, что влияние индийского взрыва было слабым, а пакистанские взрывы в большей степени повлияли на волатильность. AR(1), MA(2) и MA(4) приводят к тем же результатам, что и в разделе о концентрации волатильности на рынке Пакистана.

4.10. ИНТЕГРАЦИЯ ПАКИСТАНА С МИРОВЫМИ ФОНДОВЫМИ РЫНКАМИ

На протяжении последних 10-15 лет инвесторы развитых стран стали активнее приобретать ценные бумаги иностранных эмитентов, в том числе бумаги формирующихся рынков.

Теория эффективного портфеля предполагает, что инвесторы хотят получить настолько высокие доходы, насколько это приемлемо с точки зрения риска, или получать те доходы, которые они хотят, неся при этом минимальный риск. Если инвесторы покупают ценные бумаги, имеющие разнонаправленную динамику, то тем самым они снижают свой риск. Литература предоставляет нам несколько теорий, объясняющих межрыночные связи. Если, например, два слабых и неустойчивых рынка взаимозависимы, то они будут реагировать на шумы друг друга. По характеру межрыночной корреляционной структуры инвесторы могут определить оптимальную структуру своих портфелей. Более того, они также могут скорректировать свои портфели, основываясь на шоках, происходящих на каком-либо рынке.

Такие события, как крах на фондовых биржах 1987 г. и угроза кризиса в октябре 1997 г. поднимают вопрос о стратегии диверсификации. Если

инвестор размещает финансовые ресурсы на иностранных рынках, положительно коррелирующих с его национальным рынком, очевидно, что покупка иностранных акций не снизит степени риска, и в этом случае, несмотря на иностранные инвестиции, все равно "все яйца в одной корзине".

Значение и направление связи коэффициентов корреляции между уровнями доходности двух рынков определяет степень возможного снижения риска посредством диверсификации. Идеал - инвестирование в рынки с совершенной отрицательной корреляцией (составляющей –1), но возможно и инвестирование на рынках просто с отрицательной корреляцией. Инвестирование в рынки с положительной корреляцией нежелательно, а с абсолютной положительной корреляцией (составляющей 1) не приведет к уменьшению риска.

Теоретически курс акций должен изменяться, только если есть какая-то новая информация, влияющая на их оценку. Для того чтобы все рынки мира двигались одновременно в одном направлении, эта информация должна быть такой, чтобы оказать влияние на все рынки одинаковым образом. Тот факт, что в 1997 году ряд рынков, включая американский, быстро восстановились, позволяет предположить, что падение было основано на краткосрочном поведении трейдеров, которые больше следили за крутым падением цен в Гонконге, чем анализировали последнюю информацию о состоянии дел в американских компаниях.

Согласно Бруно Сольнику, экономисту Высшей школы экономики в Париже, за несколькими исключениями корреляция между рынками акций различных стран за последние несколько лет не увеличилась. По его расчетам, начиная с 1960 г., корреляция рынков акций 9 ведущих экономически развитых стран составляла 0,5. Это означает, что с каждым процентом изменения цен на американские акции, цены акций на других рынках изменятся на 0,5 % в том же направлении. В качестве возможной причины именно такого уровня корреляции можно назвать то, что, по крайней мере, в одной из ведущих стран движение цен не совпадало с движением цен в других, и в то время, как курс ее акций шел вниз, курс акций в других странах рос.

В то же время Б.Сольник отметил увеличение корреляции между региональными рынками (континентальной Европы и Азии), что связано с интеграционными процессами в этих регионах.

Хани и Ллойд (1978)[1] изучили взаимозависимость между фондовыми индексами 22 стран, в основном развитых, проверяя стабильность коэффициентов корреляции. Так как большинство статистически существенных корреляционных коэффициентов оказались положительными, они пришли к выводу, что получить значительную прибыль путем международной диверсификации активов сложно.

И.Мерик и Г.Мерик (1989)[2] проанализировали межвременную стабильность матрицы коэффициентов корреляции между различными международными рынкам акций. Используя помесячные значения индексов 17 рынков акций развитых стран за период с января 1973 г. по декабрь 1987 г., исследователи применили к корреляционной матрице тест $\chi 2$. Полученные результаты свидетельствуют о том, что межстрановая диверсификация позволяет получить больший доход, чем межотраслевая диверсификация. Более того, межстрановая диверсификация внутри одной отрасли более рискованна, чем межотраслевая диверсификация внутри страны.

Жеон и Фурстенберг (1990)[3] проанализировали взаимозависимость цен на акции на основных фондовых рынках мира. Исследователи пришли к выводу, что в свете усиления взаимосвязи рынков следует переоценить целесообразность международной диверсификации.

Существуют свидетельства того, что корреляция между рынками нестабильна во времени. Так, например, с 1985 г. по 1990 г. корреляция между итальянским и американским рынками составляла 0,42, а в 1991-97 гг. - только 0,18.

[1] Haney R ., Lloyed W.P. “An Examination of the Stability of the International Relationship Among the National Stock Market Indices”. // Journal of Economics and Business. 1978. pp.55-65.
[2] Meric L., Gulser M. “ Potential gains From International Portfolio Diversification and Inter-temporal Stability and Seasonality in International Stock Market Relationships”. // Journal of Banking and Finance. 1989. № 13.pp-627-640.
[3] Jeon B., Fuerstenberg V. “Growing International Co-Movements in Stock price Indices”// Quarterly Review of Economics and Business. 1990. №30. pp.15-30.

Используя недельные данные за период с января 1989 г. по май 1993 г., Дефаско, Гепперт и Тестсекор (1993)[1] изучили долговременные перспективы диверсификации по акциям 13 развивающихся рынков. Их выводы таковы: никакой связи между национальными рынками не существует.

Аршанапали и Дукас (1993)[2] изучали связи между ценами на акции на фондовых биржах США, Великобритании, Германии, Франции и Японии. Они использовали ежедневные цены закрытия с января 1980 по май 1990 г. Была также исследована взаимосвязь индексов цен до и после краха октября 1987 г. Ученые обнаружили, что до кризиса три главных фондовых рынка Европы, то есть Франции, Германии и Великобритании, не были заметно связаны с рынком США. Однако после кризиса эти рынки стали демонстрировать сильную положительную корреляцию с рынком США.

Что касается японского рынка, то он не имел связи с рынками США, Франции, Германии и Великобритании ни до, ни после октябрьского краха.

Стив Стронгин, экономист инвестиционного банка Goldman Sachs, утверждал, что рынки становятся более взаимозависимыми в период глобальных экономических подъемов и менее взаимозависимыми в периоды спада. Следовательно, инвесторы недооценивают возможности диверсификации во время экономического спада и переоценивают их при подъеме.

Подойдя более тщательно к исследованию этого вопроса, Корайчик (1996)[1] предложил меру отклонения от "закона одной стоимости" или меру погрешности цены[2] по потенциально сегментированным рынкам капитала. Были измерены доходы на 24 национальных рынках, включая 4 развитых рынка и 20 формирующихся. Результаты показали, что рыночная сегментация была намного более заметной на формирующихся, чем на

---

[1] DeFuscoR., Geppert J.M. Tsetsekas.G.P. " Emerging Capital Markets: Results from CO-Integration Tests.""Presentation at the Annual Meeting of the Financial Management Association , October 1993.

[2] Arshanapli B., John D."International Stock Market Linkages :Evidence from the pre and post October 1987 period". // Journal of Banking and Finance. 1993. № 17.pp.193-208.

[1] Korajczyk.Robert A." A Measure of Stock Market Integration for Developed and Emerging Markets"// Econometrica. 1996. № 62. pp.910-933.

[2] Ошибка ценообразования определяется как отклонение от действительно ожидаемого дохода, подразумеваемого моделью ценообразования капитальных активов (CAPM). Меньшая ошибка ценообразования предполагает большую рыночную интеграцию. Увеличение ошибки ценообразования предполагает также переход к рыночной сегментации и наоборот.

развитых фондовых рынках. Как позволило установить исследование, это связано с большими препятствиями для перелива капитала между разитыми и формирующимися рынками.

Г. Бекарт (1995)[3] обнаружил, что степень рыночной интеграции усиливается с увеличением объема потоков капитала и ослабляется с уменьшением объема потоков капитала. С другой стороны, степень рыночной интеграции возрастает, когда увеличивается внутренняя стоимость капитала и ослабляется, когда внутренняя стоимость капитала снижается. Автор не обнаружил существенной корреляции между степенью рыночной интеграции и кумулятивными потоками капитала.

Например, на состояние рыночной интеграции в момент времени T_1 влияет размер потока капитала в момент времени T_1 и не влияет размер потока капитала в момент времени T_0. Фазал (1996)[4] предпринял попытку исследовать связи между пакистанским и некоторыми международными рынками акций: США, Великобритании, Франции, Гонконга и Сингапура. Он обнаружил, что:

1) рынки Гонконга и Пакистана являются сериально зависимыми,
2) Пакистанский фондовый рынок имеет низкую и несущественную корреляцию с другими рынками,
3) доходность на фондовом рынке Пакистана отрицательно коррелирует с доходностью на рынках США, Франции, Германии и Японии,
4) наибольшую корреляцию рынок Пакистана показал с рынком Гонконга.

Эти выводы подтверждают результаты других подобных исследований, и они свидетельствуют о том, что пакистанский фондовый рынок позволяет инвесторам более эффективно составить свой инвестиционный портфель. В работе Фазала также была отмечена высокая взаимосвязь европейских

[3] Bekart ,Geert “Market Integration and Investment Barrier in Emerging Equity Markets” // The World Bank Economic Review. 1995. № 9.pp.75-108.

[4] Hussain F. “stock price Behaviour in an Emerging Market: A case study of Pakistan,”Ph.d thesis. The catholic university of America ,1996.pp96-97

рынков. Так, коэффициент корреляции между Францией и Германией был равен за исследуемый период 0,735.

Говоря эконометрическими терминами, мы обнаружили, что значения CRDW (Durban-Watson) и ADF (augmented dickey fuller) были меньше их соответствующих критических значений, что означает отсутствие взаимосвязи пакистанского рынка акций с другими рассматриваемыми рынками.

Для изучения связи пакистанского рынка с другими рынками с кратковременной и долговременной погрешностью, исследователи использовали модель поправки погрешности. Было обнаружено, что показатель поправки погрешности в уравнении регрессии Пакистана существенен в применении к Великобритании и Японии, но несущественен в отношении США. Следовательно, модель поправки погрешности не подтверждает существования долговременных связей между рынками Пакистана и США.

Исследователи пришли к выводу, что рынки Великобритании и Японии - это рынки, которые ведут рынок Пакистана к равновесию в долговременной перспективе. В краткосрочной перспективе рынок Пакистана подвержен влиянию рынка США. Установлено, что существует определенная связь между событиями на этих рынках, проявляющаяся через три недели после некоторого события на рынке США.

Исследование, проведенное Пакистанским институтом экономического развития (1998)[1], дает некоторое понимание природы взаимосвязей между развивающимися рынками. Один из выводов заключается в том, что в краткосрочной перспективе между этими рынками проявлялись устойчивые взаимосвязи. Наиболее сильная взаимосвязь рынков - в Азии и Латинской Америке.

Модель межрыночной корреляции доходов от акций показывает, что большинство коэффициентов корреляции положительны, за исключением отрицательной корреляции доходов в Японии и Индии, а также в Аргентине и зоне EAFE (Европа-Австралия - Дальний Восток). Рынки Малайзии,

[1] Ayaz A. Stock Market Interlinkages in Emerging Markets" // Pakistan Institute of Development Economics. 1998. Research report No.159 .pp.1-45.

Филиппин, Таиланда, Индонезии и Тайваня имеют более высокую корреляцию с другими рынками. Бразилия, Венесуэла и Индия - страны с самой низкой корреляцией. Результаты свидетельствуют, что, по сравнению с рынками Латинской Америки, корреляция азиатских рынков более сильная, особенно внутри региона.

Очень высокая корреляция наблюдается между Пакистаном и Колумбией. Причину нельзя искать в связях между рынками капиталов двух стран, которых просто нет. Оба рынка были открыты для иностранных инвестиций в один и тот же год - 1991. Приток капитала привел к росту курсов акций одновременно в обеих странах, а в 1993 г. иностранные инвесторы осознали слабости этих двух рынков и курсы пошли вниз. Стоит сделать оговорку, что эта тенденция наблюдалась в течение короткого промежутка времени и может не подтвердиться в дальнейшем.

Анализ динамики коэффициентов межрыночной корреляции показывает, что они увеличиваются только на некоторых рынках. Это такие страны как Пакистан, Индия, Индонезия, Аргентина, Чили и Венесуэла. Но средний темп роста коэффициентов корреляции в этих странах достаточно низок.

Обратимся еще раз к Бруно Сольнику. Он утверждает, что инвесторы не могут должным образом оценить преимущества международной диверсификации до тех пор, пока не будут знать, в каком направлении развивается экономика. Однако такой прогноз сделать очень сложно, поэтому его вывод не представляет особой ценности.

Джон Кэмбелл, экономист Гарвардского Университета, утверждал, что мировые рынки акций становятся более взаимозависимыми в периоды высокой волатильности.

Опираясь на вышеизложенное, мы можем сделать следующие выводы.

Во-первых, в настоящее время существует возможность для эффективной международной диверсификации.

Во-вторых, международная диверсификация эффективна лишь в долгосрочной перспективе. Например, на протяжении 1990-х гг. американцы, которые, следуя логике диверсификации, включали иностранные акции в свои портфели, получили в результате меньший доход,

чем те, кто, проигнорировав теорию, вложил средства только в американские акции.

В-третьих, при всех преимуществах международной диверсификации, она не поможет в случае мирового кризиса фондового рынка.

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

Результаты проведенного исследования свидетельствуют о том, что для фондового рынка Пакистана в целом характерны основные проблемы так называемых "формирующихся рынков": низкая капитализация, высокий удельный вес небольшого числа ведущих эмитентов в обороте и капитализации, низкая информационная прозрачность пакистанских компаний, слабая защищенность инвесторов. Поэтому, несмотря на очевидные различия экономики России и Пакистана, сравнение фондовых рынков двух стран выявило много общих черт.

В то же время фондовый рынок Пакистана демонстрирует и особые национально-специфические черты, связанные с тем, что это, во-первых, бывшая колония Великобритании, изначально унаследовавшая финансовую систему бывшей метрополии, и, во-вторых, мусульманское государство, в которой религиозный фактор играет все большую роль.

Как и в большинстве развивающихся стран, на рынке капиталов абсолютно доминируют банки. В структуре капитала пакистанских фирм преобладают займы, а не акционерный капитал. Со стороны предложения (капитала) причиной тому послужило то, что для экономических агентов более привлекательными оказались другие активы, нежели акции, например, вклады в Национальную Сберегательную Систему, и не только с точки зрения более высоких доходов, но и меньших рисков.

Со стороны спроса (на капитал): фирмы также предпочитают займы акционерному капиталу, т.к. многие учредители боятся потерять контроль над компанией. Большую часть промышленности в Пакистане контролируют 22 семьи. При этом для них существовал очень легкий доступ к заемным средствам. Получить ссуду было легко, а затем ее можно было не возвращать под тем или иным предлогом. В течение многих лет процентные ставки оставались занижены, что делало займы еще более предпочтительными.

Существенным недостатком фондового рынка Пакистана является незначительный объем обращающихся долгосрочных долговых инструментов. В настоящее время на фондовом рынке Пакистана обращаются долгосрочные инструменты только шести компаний-эмитентов. Неразвитость данного сегмента фондового рынка часто связывают с тем, что Пакистан - мусульманская страна. Однако Малайзия - тоже мусульманская страна, между тем рынок долгосрочных корпоративных облигаций здесь высоко развит. По мнению диссертанта, развитие рынка корпоративных облигаций в Пакистане только повысит инвестиционную привлекательность страны.

Вопрос о том, соответствуют ли положениям ислама операции на рынке ценных бумаг, носит по-прежнему дискуссионный характер. Некоторые исламские экономисты считают, что, хотя операции с ценными бумагами не являются мусульманскими, продажа акций соответствует исламу. С их точки зрения только определенные формы торговли, такие как продажа без покрытия или форвардные сделки, являются немусульманскими. В то же время, по мнению лидеров религиозного духовенства Пакистана, все операции на фондовом рынке не соответствуют мусульманской экономической системе. По мнению диссертанта, операции на фондовом рынке соответствуют мусульманскому укладу жизни, за исключением операций с производными ценными бумагами (форвардные, фьючерсные операции и т.д.). По мнению диссертанта, также необходимо проводить регулярные мероприятия (конференции и пр.) с целью объяснения функций и роли фондового рынка как для широкой общественности, так и глав духовенства, с целью изменить отношение в обществе к фондовому рынку и его институтам.

Изучение особенностей пакистанского рынка акций позволило нам сделать ряд выводов, касающихся путей повышения его эффективности. Одним из существенных препятствий развития пакистанского рынка акций является прямое вмешательство правительства через НИТ NIT (Национальный Инвестиционный Траст) и ИКП ICP (Инвестиционную Корпорацию Пакистана). Во-первых, для НИТ выделена специальная квота - 10% каждого нового выпуска акций. Это делает неравными позиции

остальных игроков. Во-вторых, НИТ производит вложения в ограниченное число акций крупнейших компаний, что дает неверные сигналы остальным инвесторам и негативно отражается на других ценных бумагах. Например, 20 % инвестиций НИТ составляют инвестиции в компанию Shell.

Портфель НИТ плохо управляется, на его решения оказывают влияние определенные группы, имеющие места в правлении НИТ. НИТ также выдает ссуды, основная часть которых вновь идет привилегированным группам. НИТ и ИКП должны быть приватизированы, но до приватизации ИКП должна быть перестроена в открытый взаимный фонд. Этот вывод получает подтверждение в соседней Индии, где частные взаимные фонды действуют лучше, чем государственные, управляемые Индийским юнит-трастом.

Приватизация государственных институтов должна проводиться через фондовые биржи, но поэтапно, для того чтобы рынок мог абсорбировать дополнительные акции без отрицательного влияния на существующие ценные бумаги.

История развития фондового рынка Пакистана знает немало примеров деятельности брокерских контор, не являвшихся членами фондовых бирж, но действовавших якобы от имени их членов. Во многих случаях эти фирмы работали со сбережениями плохо информированных инвесторов, зачастую допуская злоупотребления. Биржи не могли воздействовать на эти фирмы, поскольку они не являлись их членами. Комиссия по ценным бумагам и биржам Пакистана должна принять во внимание эту практику и заняться лицензированием брокерских фирм, как это происходит во всех странах мира.

Необходимо усилить меру ответственности за нарушение тех положений законодательства, которые относятся к инсайдерским операциям, что позволит, с одной стороны, повысить уверенность инвесторов, и, с другой стороны, снизить стоимость капитала для фирм.

Волатильность, выявленная на основе анализа с помощью модели ARCH, может быть снижена благодаря расширению числа инвесторов. В Пакистане количество частных держателей акций составляло 0,3 миллиона в 1990 г. и 1,5 миллиона в 1994. В 1999 г. только 7% населения приняло участие в операциях на рынке акций. По мнению диссертанта, для

привлечения частных инвесторов в Пакистане необходимо более решительно менять законодательство по защите инвесторов. В самом широком смысле защита инвесторов должна включать в себя следующие моменты: обеспечение прозрачности и информационной открытости работы фондового рынка; существование механизмов, препятствующих осуществлению манипулирования ценами на фондовом рынке и незаконного ущемления прав инвесторов; наличие действенных процедур правовой и судебной защиты интересов инвесторов в случае их нарушений, а также существование конкретных механизмов и схем возмещения ущерба от недобросовестной деятельности операторов фондового рынка и эмитентов.

Для того чтобы повысить осведомленность широких слоев населения, «фондовый рынок», как предмет, должен быть введен в колледжах и университетах.

В стране следует увеличить число фондовых бирж. Это должно повысить степень участия населения в фондовой деятельности.

Необходимо осуществлять меры, направленные на повышение уровня корпоративного управления в компаниях Пакистана, так как это непосредственно влияет на уровень развития фондового рынка, на доверие национальных и иностранных инвесторов, способствуя дополнительному притоку капиталов на фондовый рынок страны.

Наконец, самым важным условием успешного развития фондового рынка является обеспечение спокойствия и законности на территории Пакистана в целом, но особенно в Карачи - экономическом сердце Пакистана. Большая часть законов, которые необходимы для развития фондового рынка, уже существуют. Проблема в их реализации. Когда начнут соблюдаться хотя бы существующие законы, пакистанский рынок будет развиваться автоматически.

В работе была протестирована гипотеза об эффективности рынка Пакистана. Существуют три стандартных формы эффективности:

(а) сильная форма эффективности;

(б) умеренная форма эффективности;

(в) слабая форма эффективности.

Рынки капитала развивающхся стран далеки от критерия первых двух уровней эффективности. Поэтому всеми авторами исследовалась слабая форма эффективности. Слабая форма эффективности означает, что действующие цены отражают всю прошлую информацию, и инвесторы не могут обыграть рынок, используя исторические цены.

В работе сделан вывод о том, что положительная или отрицательная сериальная корреляция стала характеристикой пакистанского рынка капитала. Наличие положительной корреляции означает, что участники рынка медленно учитывают новую информацию. Другие возможные причины положительной сериальной корреляции («последовательной корреляции») - это инсайдерская торговля и неактивная торговля.

Отрицательная сериальная корреляция на рынке акций Пакистана связана с его слабой ликвидностью. Еще одна основная причина отрицательной автокорреляции - спекулятивная активность. Согласно мнению ряда экспертов, спекулятивная деятельность является необходимой для здоровья рынка ценных бумаг. Это такое же явление, как и умеренный уровень инфляции, являющийся необходимым условием для роста экономики, но если он превышает определенный уровень, то становится серьезным препятствием для развития. Предполагается, что спекулятивная деятельность выполняет две очень важные функции: она повышает рыночную ликвидность и является источником эффективного ценообразования.

Без сомнения, спекулятивная деятельность имеет и издержки. Вместо стабилизации рынка она может дестабилизировать его. В Пакистане, по нашему мнению, дестабилизирующий эффект превосходит эффект стабилизации. Как и многие другие формирующиеся рынки мира, пакистанская финансовая система чрезмерно зарегулирована, и рынок акций является единственным местом, где спекулятивная деятельность может вообще проявиться.

В сериальной автокорреляции произошли интересные изменения, когда после февраля 1991 г. рынок был открыт для зарубежных инвесторов. До открытия рынка можно было увидеть как положительную, так и отрицательную сериальную корреляцию. Однако через неделю имела место

уже отрицательная корреляция, наблюдавшаяся в течение 2 последовательных дней, а затем еще через одну неделю. Когда рынок стал открытым, по индексу KSE-100 наблюдалась только положительная сериальная корреляция. Это также означает, что после открытия рынка инсайдерская торговля стала более частой.

Использование ARCH и GARCH моделей показало, что на рынке доминирует группа из 12 инвесторов, которая определяет его динамику. Мелкие инвесторы копируют их поведение и зачастую становятся жертвами спекулятивной горячки.

Для рынка характерна высокая волатильность. Устойчивость дисперсии доходности говорит о длительности таких нарушений волатильности. Применение GARCH (1,1) показало, что, хотя волатильность была контролируема, все же имела место и сериальная зависимость, а это означает, что рынок не выполняет и условий, установленных для слабой формы эффективности.

Гипотеза о сезонности в динамике цен на рынке акций подтверждается следующими фактами. Нами была обнаружена сезонность в химической, топливно-энергетической и фармацевтической промышленности, производстве сахара и производных продуктов. Временной тренд также присутствовал в хлопчатобумажной и текстильной промышленности, производстве сахара, цемента, в секторе транспорта и связи. Источником временного тренда были мероприятия, объявленные правительством, например, предоставлялись налоговые льготы предприятиям текстильного сектора. По субботам до открытия рынка был обнаружен отрицательный тренд (снижение цен), но после его открытия наблюдается рост цен. Более низкие доходы приходились на воскресенье и понедельник в то время, когда дни торговли были изменены.

Мы установили, что по 24 % компаниям волатильность снижается в месяц Рамадан. Положительный и существенный уровень доходности в месяц Рамадан также свидетельствует о сезонности.

Гипотеза о независимости цены акций от ликвидности рынка не получила подтверждения. Нами выявлена положительная зависимость между объемами продаж и доходами. ARCH вариация имеет прямую зависимость

от объемов продаж. Мы заключили, что наиболее активные ценные бумаги наиболее волатильны.

С помощью ARCH и GARCH моделей была также проверена гипотеза о влиянии атомных взрывов Индии и Пакистана на доходы и волатильность акций. Для определения этого влияния между двумя государствами были введены два показателя, названные ID (Indian Dummy) и PD (Pakistani Dummy). Мы установили, что атомные взрывы Индии отрицательно повлияли на доходы на пакистанских биржах. Это видно из значения коэффициента ID (-0,00274) со значением t, равным 4,533.

Пакистанские атомные взрывы не были неожиданными, и инвесторы уже произвели необходимые корректировки своих портфелей, предвидя реакцию Пакистана, поэтому мы не обнаружили никакого эффекта на доходность пакистанских акций. С другой стороны, на волатильность оказали влияние взрывы обеих стран.

Библиография

Еще раз проверьте нумераци. Я кое-что вычеркнул

1. Белокреницкий В.Я. Мелкое производство в экономике Пакистана (1947-1970). М., 1972.
2. Белокреницкий В.Я. Капитализм в Пакистане. М., 1988.
3. Буренин А.И. Рынки производных финансовых инструментов. М., 1998.
4. Бурмистрова Л. Роль распределения прибыли в повышении эффективности деятельности предприятий// Налоги. М.: 1998. № 9. С.11.
5. Былиняк С.А. ……
6. Гейнс Д., Аношин И. Сценарный прогноз развития мирового финансового рынка в первой половине 2000 г. // Вестник АРБ. М.:2000.№3.С.70-77.
7. Гейнс Д. Время собирать камни: Некоторые итоги мирового финансового кризиса//Рынок ценных бумаг.М.: 1999. № 15. С.15-19.
8. Ганковский В.Е. Развивающиеся страны, актуальные проблемы развития внешнеэкономических отношений. М: 1978.
9. Герасимов Г. Биржевой крах // Новое время. М.: 1997. 30 ноября. №47. С.14-15.
10. Голованов А., Звягин А. Предсказуемы ли финансовые кризисы? //Рынок ценных бумаг. М.: 1998.№ 7.С.10- 13.
11. Девальвация национальной валюты в Пакистане. БИКИ, № 135. 11 ноября 1997 г. С. 16
12. Динкевич А.И., Игнацкая М.А. Восточная и Юго — Восточная Азия: Финансово - экономический кризис и его последствия // Деньги и кредит. - М.: 1999. № 3. С.58 - 69; № 5. С.58 – 65.
13. Доронин И. Положение на фондовых и валютных рынках //Мировая экономика и международные отношения. М.: 1998. № 8. С.14 – 25.
14. Евстигнеева Л.П., Евстигнееев Р.Н. Финансовый капитал как системообразующий фактор экономики // Общественные науки и современность. М.: 1998. № 6. С.5 – 26.
15. Жмуйда И.В. Промышленность Пакистана: 1947 — 1971. М., 1976.
16. Жмуйда И.В. Внешнеэкономические связи Пакистана. М., 1981.
17. Жмуйда И.В. Пакистан. Внутренние и внешние факторы экономического развития: 70-80-е годы. М., 1988.

18. Жмуйда И.В., Морозова М.Ю. Исламские традиции и экономический рост // Азия и Африка сегодня. 1997. № 8. С. 27 - 18.

19. Жуков Е.Ф. Инвестиционные институты. М., 1998.

20.Заболотский А.В. Трудовые ресурсы Пакистана: демографо-

экономические основы формирования. М., 1985.

25. Илларионов С.И. Государственный сектор в экономике Пакистана Ташкент, 1979.

26.Илларионов С.И. Роль государства в развитии экономики Пакистана: 70 - е годы XX в. М,, 1981.

27.Интеграционные процессы на Ближнем Востоке. БИКИ. № 120 - 121. 12 октября 1999 г. С.6 - 20.

28. Каменев С.Н. Экономический рост Пакистана: анализ общественного продукта. М., 1977.

29.Каменев С.Н. Пакистан: государственные финансы и экономическое развитие. М., 1982.

30.Клейн Л. Кризис в Азии и мировая экономика // Мировая экономика и международные отношения. М.: 1999. № 4. С.33 -36.

31. Колесников В.И., Торкановский В.С. и др. Ценные бумаги. М.: Финансы и статистика, 1998.

32. Конарева Л.А. Опыт реструктуризации компаний США и Японии в 90-е годы // США: Экономика, политика, идеология. М.: 1998. № 9. С.98 -108.

33.Кредит и кредитные системы стран Азии. АН СССР. Ин-т народов Азии. М.: Наука. 1968. С.280

34. Крупнейшие институциональные инвесторы Азии // Финансист. - М.: 1998. №1. С.82-90.

35. Кузьмин С.А. Экономическое развитие Пакистана и внешний рынок. М.,1960.

36. Лаврушин О.И., Ямпольский М.М., Савинский Ю.П. и др. Деньги, кредит, банки. М.: Финансы и статистика, 1999.

37. Лауфер М. Новые ориентиры мировых финансовых бирж // Рынок ценных бумаг.1999. № 10. С.32 -35.

38.Левин С.Ф. Формирование крупной буржуазии Пакистана. М., 1970.

39. Магнус Я.Р., Катышев П.К., Пересецкий А.А. Эконометрика. Начальный курс. - М., Дело, 2000.

40. Малиевский Д., Бабенков А. Фондовый кризис и его влияние на

взаимосвязь финансовых рынков // Рынок ценных бумаг. М.: 1998. №7.С.21-23.

41. Мир в 2000 году: Специальное приложение // Эксперт. М.: 2000. № 1- 2. - Специальное приложение; The Economist Publications. С.2 -59.

42.Миловидов В.Д. Инвестиционные фонды и трасты: как управлять капиталом? М., 1992.

Миркин Я.М.

Миркин Я.М.

Миркин Я.М.

43. Моисеев С. Азиатский нокаут // Финансист. М.: 1998. № 3. С.91 -92.

44.Морозова М.Ю. Модель устойчивого развития. // Азия и Африка сегодня. 1997, №8. С. 25-26

45. Москаленко В.Н. Проблемы современного Пакистана. М., 1970.

46. На пакистанском рынке. БИКИ, 2 августа 1994, № 86.

47. На рынке ценных бумаг индийских компаний // БИКИ. - М.: 1998. 24 ноября, № 139.С.16.

48. Обозов С. Инвестиционные ресурсы // Журнал для акционеров.

1998. №8. С.6-11

49. Общие проблемы кредита стран Азии. АН СССР. Ин-т народов Азии М.: Наука. 1968. С.121 - 130.

51. Пакистанское общество. Экономическое развитие и социальная структура. М., 1987. (Отв. ред. Ю. В.Ганковский).

52.Плешов О.В. Исламизация как фактор развития // Азия и Африка

сегодня. 1989, № 9. С. 3 - 6

53.Подъяблонская Л.М., Поздняков К.К. Анализ оборотного капитала акционерных обществ открытого типа // Финансы. М.: 1998. № 3. С.19-21.

54. Рост внешнего долга Пакистана. БИКИ. № 135. 19 ноября 1996 г. С.16.

55. Рубцов Б.Б. Зарубежные фондовые рынки: Инструменты, структура, механизм функционирования - М.: ИНФРА. - М.: 1996. - 304 с.

56. Рубцов Б.Б. Мировые фондовые рынки: современное состояние и закономерности развития. М., 2000.

57.Савин В. Корпоративные облигации как средство привлечения капитала // Финансист. М.: 1999. № 7. С.28. 34; № 8. С.34-37.

58. Семенкова Е.В. Операции с ценными бумагами. М., 1997.

59.Современный Пакистан: Экономика, история, культура/Отв ред. Ю. В. Ганковский. М., 1976.

60. Стеценко А. Какие финансовые инструменты нужны предприятиям? // Рынок ценных бумаг. М.: 1999. № 7. С.44 - 46.

61.Тарачев В.А. Ценные бумаги и привлечение инвестиций // Экономическое информационное агенство “Рейтинг” еженедельника “Экономика и жизнь”, 1997.

62.Торкановский В.С. и др. Рынок ценных бумаг и его финансовые институты. СПб., 1994.

63.Торкановский Е. Структура акционерного капитала // Экономист. — М. 1999. №2. С.64-74.

64. Фельдман А.Б. Основы рынка производных ценных бумаг. М.,1996.

65.Финансы: Учеб.пособие для студентов вузов: Пер. с англ. / Науч.ред Лобанова Е.Н. - М.: «Олимп - Бизнес», 1998. 560 с.; ил. - (Сер.- «Мастерство». Б - ка журнала «Эксперт»).

66. Экономическое развитие Пакистана. 60-е годы. М., 1974. (Отв. Ред С.Ф.Левин).

67. Экономические последствия испытания ядерного оружия Пакистана // БИКИ. № 89. 30 июля 1998 г. С. 4 - 5.

68. Яковлев Ю.Д. Особенности экономического развития и внешние экономические связи Пакистана в 90-е годы. – Диссертация на соискание ученой степени к.э.н., М.: Дипломатическая академия, 1998.

69. Яковлев М. А. Аграрный Пакистан, М., 1968.

70. Abbasi M.B. Capital markets in Pakistan. Lahore: Ferozesons Printers (Pvt.) Ltd. Pakistan. 1994.

71. Ackert L. F. Uncertainty and volatility in stock prices// Journal of Economics and Business. 1994. # 4. pp. 239-253.

72. Ali S. M., Hassan M. Ayhul. Is the Canadian Stock Market Efficient with respect to Fiscal Policy? (some Vector Auto Regression Results)// Journal of Economics and Business. 1993. # 45. pp. 49-59.

73. Ammer M. S. Characteristics of the Daily and Inter-day Behaviour of Returns on options// The Journal of Finance. 1994. # 49 (2). pp. 557-580.

74. Annual Report of Stock Exchange Market (1995-1999)// Islamabad Stock Exchange annual Reports of Stock Exchange Market (1995-99). Karachi.: Karachi

Stock Exchange. 1999.
75. Annual Report of Stock Exchange Market (1995-1999). Lahore: Lahore Stock Exchange. 1999.

76. Baillie R.T., R. P. De Gcnnaro. Stock Returns and Volatility// Journal of Financial and Quantitative Analysis. 1990. # 25. pp.203-215.

77. Berndt . E. K, Hall B. H., Hall R. E. and others. Estimation and Inference in Non linear Structural Models// Annals of Economic and Social Measurement. 1997. # 4. pp. 653-665.

78. Bollerslev T. Generalized Autoregressive Conditional Hetroscadasticity// Journal of Econometrics.1986. # 31. pp. 307-327.
79. Chen N. F., Roll R., Ross S.A. Economic Forces and the Stock Market// Journal of Business. 1986. # 59 (3). pp. 383-403.
80. Campbell John Y., Shiller R. The Dividend -Price Ratio and Expectations of Future Dividends and Discount Factors// Review of Financial Studies.I988. # 1. pp. 195-228.
81. Copland, Laurences, Stapleton Richard C. Inflation, Interest rate risk and variance of Common Stock Prices// New York University Salomon Brothers Center Working Paper. 1985. # 364. P. 30.

82. Cox J, Ingersoll J., Ross Stephen A. An Intertemporal General Equilibrium Model of Asset Prices// Econometrica. 1985. # 53. pp. 363-384.

83. Cross F. The Behaviour of Stock Prices on Monday and Fridays// Financial analyst Journal. 1973. # 12. pp. 67-69.

84. Corhay A. , Tourani Rad. Statistical Properties of Daily Returns: Evidence of European Stock Markets// Journal of Business Finance and Accounting.1994. # 21(2) . pp. 271 -282.
85. De Jong, Frank, Angelien K , Teun K. A Contribution to Event Study Methodology with an Application to the Dutch Stock Market.// Journal of Banking and Finance.1992. #16 . pp.11-36.
86. Dhanker, Raj S. Empirical Tests of the Efficiency of Indian Stock Market//Journal of Financial Management and Analysis. 1991. # 4(2). pp.3 7-43.
87. Dreman D. An inefficient Hypothesis// Forbes. 1993. #151. P. 402.

88. Dreman D. An efficient Market// Forbes. 1994. #153. P.146.

89. Enders W. Applied Econometric Time Series. N.Y.: John Whey & Sons, Inc. USA.1995.
90. Engle Robert F., David M. Lilien, Russell P. Robbins. Estimating Time. Varying R Premia in the Term Structure: The ARCH-M Model// Econometrica. 1987. #55. pp. 391-407.

91. Engle Robert F. Autoregressive Conditional Hetroskedasticity with estimates of Variance of the United Kingdom Inflation// Econometrica. 1982. #50. pp. 987-1008.

92. Errunza V., K Hogan Jr., Kini P. Padmanabhan. Conditional Hetroscadasticity Global Stock Return Distributions// The Financial Review. 1994.#29. pp. 293-317.

93. Ekpenyong Darid B, Obieke K. Functional Relationship between Macroeconomics and Stock Prices in the Nigerian Economy: A statistical Test// Journal of Management and Analysis.1991 . #4 (1).

94. Fama, Eugene F. Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work// Journal of finance. 1970 . #25 . pp.383-417.

95. Fama, Eugene F. Stock Returns, Real Activity, Inflation, and Money// American Economic Review . 1981. # 71. pp.545-565.

96. Fama, Eugene F. Inflation Output and Money//Journal of Business. 1982 . #55 pp. 201-233.

97. Fama, Eugene F. Stock returns. Expected Returns, and Real Activity// Journal of Finance. 1990. #45 (4) . pp.1089-1108.
98. Fama, Eugene F, MacBeth James D. Risk, Return and Equilibrium: Empirical Tests// Journal of Political Economy . 1973. # 38. pp. 607-636.

99. Fama, Eugene F.French, Kenneth R. Permanent and Temporary Components of Stock prices//Journal of Political Economy. 1988. # 96(2) . pp.246-273.

100. Farid and Ashraf. Volatility at Stock Exchange// The Pakistan Development Review. 1995. #34(4). pp.651-657.

101. Feldstein M. Inflation and the Stock Market// American Economic Review. 1980. #70 . pp. 839-844.

102. Fitzpatrrick Brian D. Is Efficient Capital Market Hypothesis, a Myth or

Reality? A Financial Management Case for Inefficient Market Hypothesis //Journal of Financial management and Analysis.1995. #8 (2). pp.14-25.

103. Friend, Hasbrouck J. Inflation and the stock market: Comments// American Economic Review. 1982. # 72. pp. 237-242.

104. French Kenneth R. Stock Returns and the weekend effect//Journal of Financial Economics . 1980. # 8. pp.55-70.

105. Friend, Irwin, Hasbrouck J. Inflation and the Stock Market : Comments// American Economic Review. 1982. #72 . pp. 237-242.

106. French, Kenneth R. Richard Roll. Stock Return Variances: The Arrival of Information and reaction of Traders// Journal of Financial Economics.1986. #17. pp.5-26.

107. French, Kenneth R. G., William S. Stambaugh: Expected Stock returns and Volatility// Journal of Financial Economics.1987. # 19.pp. 3-29.

108. Greene W. H. Econometric Analysis. N. Y.: Macmillan. - 1993.

Gangoadhyay P. Risk-return Seasonally and Macroeconomic Variables// Journal of Financial Research.1994. #17. pp. 347-361.

109. Haugen R. A. Is the Value Premium Really Risk Premium?//Pension and lnvestment . 1994. #12 . p.35.

110. Hussain F. The Distribution of Stock Returns in an Emerging Market: Pakistani Market//Unpublished. ,

111. Hussain F., Uppal J. Y. Stock Return Behaviour in the Month of Fasting: Ramdhan Effect// Unpublished .

112. Index Numbers of Stock Exchange Securities: 1980-1999. Karachi. State Bank of Pakistan. 2000.

113. International Capital Markets: Developments, Prospects and Key Policy Issues. Washington D.C.,IMF, September2000. pp.55-77.

114. Joshi P.L. Nominal Stock Returns and Inflation Rates Evidence From the Indian Capital Market// Journal of Financial Management and Analysis. 1993. #4. pp.10-14.

115. Keane S.M. Paradox in the Current Crises in Efficient Market Theory//Journals of Portfolio Management.1991. #17. pp.30-40.

116. Keim D. B., Stambagh R. F. Predicting Returns in the Stock and Bond

Markets// Journal of Financial Economics. 1984. #17. pp. 357-390.

117. Khan A. A. Development of Capital Market in Pakistan//Journal of Institute of Bankers in Pakistan.1993. # 4. pp.35-48.

118. Khan S. A. Regulatory Framework of Securities Market in Pakistan: Development of Money and Capital Markets in Pakistan //Journal of Institute of Bankers in Pakistan. 1 993. # 2. pp. 65-74. |

119. Khilji N. M. Non linear Dynamics and Chaos: Application to Financial Markets in Pakistan // The Pakistan Development Review.1994. # 33(4). pp. 1417-1429.

120. KhilJi N. M. The Behavior of Stock Returns in an Emerging Market: A Case Study of Pakistan// The Pakistan Development Review.1993. # 32(4). pp.593-604.

121. Lamoureux C.G., Lastrapes W.D. Hetroscadasticity in Stock Return Data: Volume versus GARCH Effects// Journal of Finance.1990. #45. pp. 221 -229.

122. Lamoureux C.G. , Laslrapcs W.D. Persistence in Variance, Structural Change, and the Garch Model//Journal of Business and Economic Statistics.1990.#8 pp.225-234.

123. Marton R.C. On Estimating the Expected Return on the Market: An Exploring Investigation// Journal of Financial Economics.1980. #8. pp.323-361.

124. Naheed A. Role of Capital Markets in the Economic Development of Pakistan and their Present State of Development//Journal of the institute of bankers, Pakistan.Karachi, 2000. vol. 66, № 1. pp. 53-77.

125. Nishat, Saghir A. The Stock Market and Pakistan Economy: 1964-87// Savings and development. 1991. #2 (15). pp.131-146.

126. Saunders, Edward M. Jr. Testing the Efficient Market Hypothesis Without Assumptions// Journal of Portfolio Management. 1994. #20. pp.29-30.

127. Officer R. R. The Variability of the Market Factor of New York Stock Exchange //Journal of Business.1973.#4. pp. 434-453.

128. Pakistan's Banks go Islamic//The Economist.2001. February 17th – 23rd. pp. 90-91.

129. Pindyck. R. S., Rubinfleld D. L. Econometric Models and Economic Forecast.

1991.

130. Poon S.H., Taylor S. J. Stock Returns and Volatility: An Empirical Study of the UK Stock Market// Journal of Banking and Finance. 1992. #16. pp.37-59.

131. Scott L. O. Financial Market Volatility: A Survey.// IMF Staff Paper #38. 1991. pp. 582-625.

132. Scholes M., Williams J. Estimating Betas from Non-synchronous Data// Journal of Financial Economics. 1997. #5. pp.309-327.

133. Sharpe. W. F. A Simplified Model for Portfolio Analysis// Management Science .1963. #1. pp.277-293.

134. Schwert G. W. Why does stock Market volatility change over time?// National Bureau of economic research working paper #2798. Cambridge:Mas., 1988.

135. Schwert G. W. Business cycles, financial crises and stock Market// National Bureau of Economic Research working paper #2957. Cambridge:Mas., 1989.

136. Siddiqui J. Role of Stock Exchanges in the Development of Capital Market in Development of Money and Capital Markets in Pakistan// Journal of Institute of Bankers in Pakistan. l 993. pp. 75-88.

137. Summers L. H. Does the Stock Market Rationally Reflect Fundamental Value?// Journal of Finance. 1986. #41(3) . pp. 591-601.

138. Uppal J. Y. The internationalization of the Pakistani Stock Market. An Empirical investigation// Pakistan Development Review.1993. #32 (4).pp.605-618.

139. Wahlroos B., Berglund T. Stock Return, Inflationary Expectation and Real Activity: New evidence//Northwestern center for mathematical studies in Economics management Sciences. 1984. # 598. p.31.