

ОГРАНИЦАЯ  
ОБЪЕДИНЕННЫХ НАЦИЙ

TD



КОНФЕРЕНЦИЯ ОРГАНИЗАЦИИ  
ОБЪЕДИНЕННЫХ НАЦИЙ  
ПО ТОРГОВЛЕ И РАЗВИТИЮ

Distr.  
GENERAL

TD/B/WG.1/11  
26 October 1993

RUSSIAN  
Original: ENGLISH

СОВЕТ ПО ТОРГОВЛЕ И РАЗВИТИЮ  
Специальная рабочая группа по  
капиталовложениям и финансовым  
потокам; финансированию развития,  
не приводящему к образованию  
задолженности; новым механизмам  
наращивания капиталовложений и  
финансовых потоков  
Третья сессия  
Женева, 10 января 1994 года  
Пункт 4 предварительной повестки дня

ПОРТФЕЛЬНЫЕ ИНВЕСТИЦИИ В АКЦИОНЕРНЫЙ КАПИТАЛ И НОВЫЕ  
МЕХАНИЗМЫ ФИНАНСИРОВАНИЯ

Иностранные портфельные инвестиции в акционерный капитал  
в развивающихся странах: нынешние проблемы и перспективы

Доклад секретариата ЮНКТАД

СОДЕРЖАНИЕ

	<u>Пункты</u>
<b>Резюме и выводы</b>	1 - 9
<b>Введение</b>	10 - 11
<b>I. Тенденции в области иностранных портфельных инвестиций в акционерный капитал</b>	12 - 39
A. Факторы, лежащие в основе последних тенденций	12 - 19
B. Эволюция новых фондовых рынков	20 - 30
C. Виды иностранных портфельных инвестиций в акционерный капитал ИПИАК	31 - 39
<b>II. Соображения иностранных инвесторов</b>	40 - 61
A. Факторы, способствующие увеличению ИПИАК	40 - 47
Доходы	41
Диверсификация портфелей	42 - 44
Институциональные инвесторы	45 - 47
B. Факторы, сдерживающие иностранные портфельные инвестиции в акционерный капитал	48 - 59
Положение на новых рынках	48 - 52
Государственная политика	53 - 59
C. Перспективы развития иностранных портфельных инвестиций в акционерный капитал	60 - 61
<b>III. Соображения стран-получателей</b>	62 - 117
A. Роль фондовых рынков	66 - 96
Издержки и преимущества фондовых рынков	66 - 88
Мобилизация ресурсов и фондовые рынки в развивающихся странах	89 - 96
B. Макроэкономическое и финансовое значение иностранных портфельных инвестиций в акционерный капитал	97 - 106
Макроэкономическое значение	97 - 101
Финансовое значение	102 - 106
C. Меры для привлечения иностранных портфельных инвестиций в акционерный капитал	107 - 117

## РЕЗЮМЕ И ВЫВОДЫ

1. На протяжении последних четырех лет происходило быстрое расширение иностранных портфельных инвестиций в акционерный капитал (ИПИАК) в развивающихся странах. Увеличение притока этих инвестиций наблюдалось на фоне структурных изменений на международных рынках капитала, которые привели к переносу центра тяжести с посредничества банков на финансовую секьюритизацию и на которые во все большей степени оказывала влияние роль институциональных инвесторов.
2. Стимулом для ИПИАК служили также структурные реформы в развивающихся странах, которые все активнее переориентировали свои экономические системы на рынок. Резкому увеличению объема ИПИАК способствовали также симптомы устойчивого оживления и неуклонного роста экономики стран-получателей, что привело к высоким доходам от капитала на новых рынках.
3. Однако число стран-бенефициаров все еще невелико: лишь около 15 развивающихся стран/территорий сейчас в состоянии привлекать такие потоки в сколь-нибудь значительных масштабах. Как правило, это – страны со средним уровнем доходов, располагающие достаточно крепкой национальной промышленной базой. Возможности для привлечения все более крупного объема ИПИАК в большее число стран-реципиентов в основном связаны с их собственными усилиями по проведению в жизнь политики стимулирования роста и по укреплению функциональной основы местных фондовых рынков. Кроме того, развитые страны также способны помочь расширению таких потоков путем применения более гибких правил регулирования инвестиционной политики своих институциональных инвесторов на новых рынках.
4. Основное преимущество ИПИАК заключается в том, что платежи по обслуживанию ввезенного капитала привязаны к доходам от произведенных инвестиций: это помогает осуществить прямую увязку по срокам между выплатами в счет обслуживания капитала и возможностями производить такие выплаты и служит эффективным инструментом разделения рисков между инвесторами и заемщиками. Поскольку для иностранных инвесторов привлекательны прежде всего высокие прибыли, такие потоки тесно увязываются с производственными показателями и конкурентоспособностью частных компаний, которые во многом зависят от наличия стабильной и благоприятной деловой среды.
5. Отметив преимущества ИПИАК как одного из механизмов перекачивания иностранных сбережений в развивающиеся страны, можно поставить вопрос о роли фондовых рынков в их финансовых системах. Все больше развивающихся стран признают полезную роль, которую фондовые рынки могут сыграть в повышении эффективности национальных финансовых систем, и многие из них создали и развивают фондовые рынки. Фондовые рынки могут служить полезным дополнением к банковскому сектору, выступая источником средств для финансирования рисковых вложений и обеспечивая здоровую корпоративную финансовую структуру. С другой стороны, фондовые рынки могут быть сопряжены с издержками для экономики, поскольку их ценовой механизм временами может создавать дестабилизирующий эффект, особенно в тех случаях, когда рынки являются узкими и крайне концентрированными и когда нормативная основа является слабой. Можно привести ряд доказательств положительного вклада фондовых рынков в мобилизацию ресурсов в развивающихся странах. Однако для более глубокого анализа вклада фондовых рынков в эффективное распределение ресурсов необходимо проведение дальнейших исследований.

6. Несмотря на поразительный прогресс, достигнутый на ведущих новых рынках, показатели которых в настоящее время сопоставимы с показателями развитых рынков, состояние многих новых рынков все еще характеризуется значительной неустойчивостью цен, высокой концентрацией, недостаточной ликвидностью, неэффективным регулированием рынка или отсутствием достаточных возможностей для обеспечения выполнения принятых правил. Эти факторы во многом способны оттолкнуть от этих рынков иностранных инвесторов. Для улучшения функционирования новых рынков необходимы комплексные реформы. Это потребует активного вовлечения правительства в интересах обеспечения адекватной институциональной, общеправовой и нормативной базы для должного функционирования местных фондовых рынков.

7. Однако потоки ИПИАК могут иметь и негативные последствия для национальной экономики в том случае, если в их основе лежат прежде всего краткосрочные спекулятивные мотивы. Впрочем, опыт показал, что опасения на этот счет в значительной степени необоснованы: глобальные инвесторы проявляли склонность к "инвестированию" средств на новых рынках, а колебания в потоках иностранных портфельных инвестиций были незначительными. Тем не менее потоки ИПИАК в целом усиливали неустойчивость цен на новых рынках, вероятно, в результате более быстрой передачи информации. Возможность такого воздействия на рынки, которые, как известно, уже характеризуются неустойчивостью, может послужить основанием для постепенного открытия новых рынков для иностранных инвесторов.

8. С точки зрения инвесторов, гигантский потенциал в виде пула сбережений, которым располагают институциональные инвесторы в странах - членах ОЭСР, может послужить мотивом для все более активного поиска инвестиционных каналов, в дополнение к тем, которые предлагают зрелые рынки. В условиях роста осведомленности инвестиционных менеджеров в отношении новых рынков либерализация политики стран, выступающих источниками капиталовложений, в вопросах регулирования инвестиционных портфелей институциональных инвесторов может привести к значительному увеличению потоков ИПИАК.

9. В целом с учетом мощного потенциала институциональных сбережений и прогресса, достигнутого на новых рынках, перспективы дальнейшего увеличения ИПИАК в развивающихся странах выглядят многообещающими. Более того, неуклонный прогресс, достигаемый в повышении стандартов на многих новых рынках и в деле повышения конкурентоспособности местных компаний за счет совершенствования экономического управления, вероятно, сделает эти рынки еще более привлекательными, поскольку в конечном итоге степень их неустойчивости может снизиться, а перспективы ускорения роста приведут к повышению прибылей.

## ВВЕДЕНИЕ

10. Значительное увеличение притока иностранных портфельных инвестиций, в частности инвестиций в акционерный капитал, в развивающиеся страны в последние годы является благоприятным признаком улучшения их кредитоспособности, но в то же время это поднимает ряд вопросов принципиального характера. Каков потенциал иностранных портфельных инвестиций в акционерный капитал (ИПИАК) как надежного источника внешнего финансирования для развивающихся стран? Каковы их последствия для политики на микро- и на макроуровне для стран-реципиентов? Какова роль фондовых рынков в финансовой системе развивающихся стран, и какой выигрыш принесет развивающимся странам активное развитие фондовых рынков для привлечения ИПИАК? С учетом ограниченного числа стран, которым до настоящего времени удавалось привлекать ИПИАК, возникает также вопрос о том, какую следует проводить политику и какие меры следует принимать для направления ИПИАК в большее число стран.

11. В настоящем докладе рассматриваются все эти проблемы и предпринимается попытка сделать некоторые выводы относительно того, какую политику должны проводить развивающиеся страны в вопросах, связанных с ИПИАК. Сначала в докладе рассматриваются тенденции в области ИПИАК и факторы, лежащие в основе этих тенденций. Затем проводится анализ побудительных мотивов иностранных инвесторов, а также факторов, сдерживающих иностранные инвестиции, в целях оценки потенциала ИПИАК как надежного источника внешнего финансирования. И наконец, в докладе рассматриваются последствия использования этого канала для экономической политики стран-получателей.

## I. ТЕНДЕНЦИИ В ОБЛАСТИ ИНОСТРАННЫХ ПОРТФЕЛЬНЫХ ИНВЕСТИЦИЙ В АКЦИОНЕРНЫЙ КАПИТАЛ

### A. Факторы, лежащие в основе последних тенденций

12. За последние четыре года масштабы притока ИПИАК в развивающиеся страны резко возросли. В валовом выражении их объем увеличился с 3,5 млрд. долл. США в 1989 году до 8,2 млрд. долл. США в 1992 году (таблица 1) 1/. Доля развивающихся стран в общем объеме выпусков акций на международных рынках капитала возросла с 11,6% в 1990 году до 30,7% в 1991 году и до 46% в первой половине 1992 года 2/. Помимо собственно акций, развивающиеся страны выпускали также другие ценные бумаги, привязанные к акциям, например: конвертируемые в акции облигации и облигации с подписными сертификатами на акции 3/. Если в 1986 и в 1987 годах более трех четвертей потоков ИПИАК привлекала Юго-Восточная Азия, то последние годы основная часть этих потоков приходится на долю Латинской Америки (таблица 1).

13. Мощный наплыв ИПИАК на новые рынки 4/ происходил на фоне структурных изменений на международных рынках капитала и в экономике стран-реципиентов.

---

1/ World Bank, World Debt Tables, 1992-93, Volume 1. Другие источники приводят гораздо более высокие цифры. "Бэйнинг секьюритиз", например, считает, что объем чистого притока акционерного капитала на новые рынки развивающихся стран возрос с 0,94 млрд. долл. США в 1986 году до 8,63 млрд. долл. США в 1989 году и до 17,12 млрд. долл. США в 1992 году (таблица 1).

2/ IMF: Private Market Financing for Developing Countries, Washington, D.C. 1992.

3/ Данные относительно конвертируемых облигаций, выпущенных развивающимися странами, являются отрывочными. Один из источников информации по конвертируемым облигациям, выпускавшим восточноазиатскими компаниями, указывает, что общий объем их выпуска составил в период 1986-1991 годов приблизительно 1 млрд. долл. США. См. K.K.H. Park and A.W. Van Agtmael, editors: The World's Emerging Stock Markets (Probus Publishing Company, Chicago, Illinois, 1993), p. 35.

4/ В настоящем исследовании новые фондовые рынки определяются как фондовые рынки, созданные в развивающихся странах и в странах Восточной Европы.

Вероятно, эти факторы будут оказывать долгосрочное воздействие на потоки капиталов, и это наталкивает специалистов по вопросам фондовых рынков на мысль о том, что новые тенденции в области ИПИАК сохранятся и в предстоящие годы.

14. Структурные изменения на международных рынках капиталов привели к переносу центра тяжести с посреднической деятельности банков на финансовую секьюритизацию 5/. Повышению активности на рынке ценных бумаг способствовали многие факторы. Достижения в информатике и коммуникационной технологии, deregulирование финансовых рынков (в особенности устранение официальных ограничений в отношении развития рынков ценных бумаг в ведущих странах ОЭСР) и углубление интернационализации финансовых операций (через либерализацию трансграничных операций) привели к расширению финансовой секьюритизации. Использование оборотных инструментов (включая акции и инструменты, привязанные к акциям), которые помогают поднять эффективность управления рисками, быстро возросло за счет вытеснения банковских депозитов и кредитов.

15. Институционализация сбережений является еще одной важной чертой международного финансирования. Повышение роли институциональных инвесторов (страховые компании, пенсионные фонды, коллективные инвестиционные тресты) 6/, подкрепленное демографическими и институциональными факторами в странах - членах ОЭСР, привело к изменению природы финансовых рынков. В отличие от индивидуальных инвесторов, которые могут занимать либо чрезвычайно консервативную, либо в высшей степени спекулятивную позицию, институциональные инвесторы, как правило, применяют более профессиональный подход к управлению рисками. Они стремятся диверсифицировать портфели, найти инвестиционные каналы, которые дают возможность увеличить прибыли и в то же время увязать по срокам будущие прибыли с их собственными будущими обязательствами. Институциональные инвесторы, как правило, придают больший вес акционерным компонентам своих портфелей, поскольку они осознают, что прибыли на акционерный капитал обычно превышают доходы по долговым инструментам в долгосрочном плане и что современные методы финансовой деятельности позволяют им повышать эффективность управления рисками.

16. В развивающихся странах также произошли крупные структурные изменения, которые способствовали увеличению притока ИПИАК. Большинство развивающихся стран вступили на путь широких реформ и продвигаются в направлении создания экономических систем, в большей степени ориентированных на рынок. В частности, приватизация и либерализация национальных финансовых систем во многих странах стали стимулами для развития местных фондовых рынков. Кроме того, многие страны постепенно открывали свои финансовые рынки для иностранных

5/ Анализ процесса секьюритизации финансовых рынков ОЭСР см. OECD: Financial Market Trends, No. 55, June 1992, "Special Features, World Securities Markets: Looking Ahead", pp. 13-42. См. также Bank for International Settlement (BIS): 62nd Annual Report, 1991/92, Chapter VIII: Structural aspects of financial markets and prudential supervision.

6/ В 1990 году финансовые активы, находящиеся в распоряжении институциональных инвесторов, выраженные как процент от финансовых активов домашних хозяйств по основным странам - членам ОЭСР, находились в диапазоне от 26,4% (Япония) до 58,6% (Соединенное Королевство). См. БМР: 62-й Ежегодный доклад, там же, стр. 194 (текста на английском языке).

инвесторов, ослабляя ограничения на международные операции с капиталом и допуская на свои рынки иностранные банки и посреднические финансовые организации. Из 47 развивающихся стран и стран переходного периода, которые создали фондовые рынки, 24 страны обеспечивают беспрепятственный доступ иностранным инвесторам, 11 предоставляют им относительно беспрепятственный доступ, а 11 стран применяют ограничения на допуск иностранных организаций (таблица 2) 7/.

17. Увеличению притока ИПИАК в некоторые развивающиеся страны в последнее время способствовали также стабильные показатели оживления экономической деятельности и роста стран, в которых появились новые рынки. Крупными получателями ИПИАК являются 15 стран/территорий: 5 - в Латинской Америке (Аргентина, Бразилия, Венесуэла, Мексика, Чили); 9 - в Азии (Гонконг, Индия, Индонезия, Малайзия, Республика Корея, Сингапур, Таиланд, Тайвань (провинция Китая), Филиппины); и Турция 8/.

18. В быстро развивающихся странах и территориях Восточной Азии (Гонконг, Индонезия, Малайзия, Республика Корея, Сингапур, Таиланд, Тайвань (провинция Китая)) были зарегистрированы самые высокие показатели роста, которые значительно превышали средние мировые показатели и темпы роста стран - членов ОЭСР. С помощью соответствующей государственной поддержки местных отраслей и продуманной политики стимулирования экспорта эти страны стали конкурентоспособными на международном уровне. В то же время буны на местных фондовых рынках способствовали повышению активности в эмиссионной фондовой деятельности, и стоимость мобилизованного капитала с обретением доступа к международным рынкам акций и облигаций еще более снизилась. Экономические преобразования в Китае и новая ориентация экономической политики в Индии также привели к повышению их конкурентоспособности; местные предприятия тоже начали размещать больший объем ценных бумаг на международных фондовых рынках.

19. Происшедший в последние годы радикальный поворот в экономической политике многих стран Латинской Америки привел к значительному подъему экономической активности. Процесс приватизации и восстановления финансовой стабильности вызвал оживление на фондовых рынках, и несколько крупных стран Латинской

---

7/ 24 страны/территории, обеспечивающие беспрепятственный доступ, - Аргентина, Болгария, Венесуэла, Гондурас, Гонконг, Египет, Иордания, Кения, Колумбия, Коста-Рика, Кот-д'Ивуар, Малайзия, Марокко, Пакистан, Панама, Польша, Российская Федерация, Сальвадор, Сингапур, Словения, Турция, Чили, Эквадор и Ямайка. 11 стран, предоставляющих относительно свободный доступ (ограничения в отношении иностранного владения капиталом), - Ботсвана, Бразилия, Индонезия, Перу, Республика Корея, Таиланд, Тринидад и Тобаго, Уругвай, Филиппины и Шри-Ланка. 11 стран/территорий, применяющих ограничения (либо закрытые рынки, либо ограничение иностранных вложений лишь определенными классами акций), - Барбадос, Бенгрия, Гана, Зимбабве, Индия, Китай, Кувейт, Маврикий, Непал, Нигерия и Тайвань (провинция Китая).

8/ Они являются основными странами, имеющими доступ к международным фондовым рынкам через американские депозитные свидетельства, глобальные депозитные свидетельства или национальные, региональные или глобальные фонды. См. Sudashan Gooptu: Portfolio Investment Flows to Emerging Markets, документ, представленный на симпозиуме Всемирного банка по портфельным инвестициям в развивающихся странах, 9-10 сентября 1993 года.

Америки стали самыми крупными эмитентами ценных бумаг на международных фондовых рынках.

**В. Эволюция новых фондовых рынков**

20. В настоящее время фондовые биржи созданы примерно в 50 развивающихся странах и странах Восточной Европы. Если восточноевропейские рынки были организованы лишь в последние два-три года, то в некоторых развивающихся странах фондовые биржи существуют уже с XIX века или с первой половины XX века. Такие фондовые рынки с давней традицией действуют в семи странах Латинской Америки (Аргентина, Бразилия, Венесуэла, Колумбия, Мексика, Уругвай и Чили) и в пяти африканских и азиатских странах (Египет, Индия, Марокко, Пакистан и Филиппины).

21. В XIX и в начале XX века деятельность на них носила непостоянный характер; например, в 20-е годы – до мирового кризиса 30-х годов были отмечены буны в торговле акциями. В 50-е годы и на протяжении большей части 60-х годов активность на многих фондовых рынках была практически равна нулю. В некоторых странах процесс национализации приостановил развитие фондовых рынков. И лишь в конце 60-х годов и в 70-е годы новым рынкам был придан новый импульс в результате мощного экономического роста и улучшения экономических перспектив, а также становления среднего класса. В этот период возрос также интерес правительств к развитию рынков капитала, и в ряде стран была проведена реорганизация фондовых бирж.

22. В течение 1976-1980 годов как в Латинской Америке, так и в Азии значительно возросли капитализация рынка (т.е. общая рыночная стоимость находящихся в обороте акций), а также активность торговли акциями (таблица 3). Если в ряде азиатских стран рост фондового рынка был обусловлен значительным увеличением числа котируемых компаний, то в большинстве стран Латинской Америки рост рынков происходил благодаря увеличению размеров капитала и росту рыночной стоимости акций уже котирующихся компаний.

23. За этим периодом мощного роста последовал период (первая половина 80-х годов), характеризовавшийся неоднозначными тенденциями, что было связано с замедлением темпов развития мировой экономики, а также со стагнацией и рецессией в ряде развивающихся стран, перед которыми встали проблемы внешней задолженности (таблица 3). Доверие инвесторов понизилось, и цены на акции, особенно в Латинской Америке, упали. Менее серьезной была ситуация в Азии, хотя показатели роста азиатских рынков были явно ниже показателей, зарегистрированных в 70-е годы.

24. Однако затем последовало стремительное расширение новых рынков, особенно с 1985 года. За последние 10 лет совокупная капитализация новых рынков увеличилась в 11 раз и достигла в декабре 1992 года приблизительно 960 млн. долл. США, а доля новых рынков в мировой рыночной капитализации почти утроилась и составила в 1992 году 8,7%. Еще в большей степени улучшились показатели ликвидности: объем фондовых операций возрос за этот же период в 25 раз. В настоящее время размеры крупных новых рынков сопоставимы с размерами многих европейских рынков. Это относится к Бразилии, Гонконгу, Индии, Малайзии, Мексике, Республике Корея, Сингапуре, Таиланду и Тайваню (провинция Китая), тогда как в 1982 году значительные размеры имели лишь три

новых рынка. В 1992 году 8 из 20 крупнейших рынков в мире относились к категории новых рынков 9/.

25. В то же время углубление новых рынков, выражаемое через коэффициент соотношения рыночной капитализации и ВВП, стало более масштабным. В 1992 году это соотношение для новых рынков составляло в среднем 32%. Хотя это соотношение все же ниже среднего значения, равного 46% для зрелых развитых рынков, рост, тем не менее, был очень быстрым. В ряде развивающихся стран и территорий, таких, как Малайзия, Мексика, Республика Корея, Таиланд, Тайвань (провинция Китая), Филиппины и Чили, этот коэффициент значительно возрос за каких-то 10 лет, причем в ряде случаев с менее чем 5% до 30-40%. Такой рост является впечатляющим, если сравнить его с ростом, зарегистрированным в большинстве развитых стран в XIX веке и начале XX века 10/.

26. В значительной мере возросло и число котирующихся компаний; в период с 1983 по 1992 год их число почти удвоилось. Если в середине 80-х годов доля отечественных компаний, принятых к котировке на новых рынках, составляла меньше одной трети общего числа котирующихся компаний во всем мире, то в настоящее время их доля составляет около 40%. В некоторых странах, таких, например, как Индия, Республика Корея, Бразилия и Пакистан, число котирующихся компаний очень велико, хотя размеры многих из них весьма небольшие (таблица 4).

27. На новых рынках концентрация выше, чем на развитых рынках. На большинстве новых рынков доля рыночной капитализации, приходящаяся на 10 крупнейших компаний, по состоянию на конец 1992 года превышала 30% (таблица 4). Концентрация рынка особенно высока в Латинской Америке: в Аргентине, Венесуэле, Колумбии и Чили указанный показатель составляет 50% и выше. На развитых рынках, за исключением Германии и Швейцарии 11/, он ниже 30%.

28. Хотя начиная с середины 80-х годов объем операций на многих новых рынках резко возрос, емкость многих из них по-прежнему невелика. Хотя наиболее динамичные группы акций на некоторых из этих рынков являются настолько же ликвидными, как, например, акции средних фирм, котирующихся на Нью-Йоркской фондовой бирже, основной объем операций приходится на акции небольшого числа фирм. Это особенно относится к Латинской Америке, где на многих рынках в 1992 году на долю 10 самых динамичных групп акций приходился объем операций в

---

9/ См. International Finance Corporation: Emerging Stock Markets Factbook, различные выпуски (Вашингтон, О.К.).

10/ См. J. Mullin "Emerging Equity Markets in the Global Economy", Federal Reserve Bank of New York Quarterly Review, Summer 1993.

11/ В Германии и Швейцарии доля капитализации рынка, приходящаяся на 10 самых крупных компаний, на конец 1992 года была равна соответственно 40% и 53%.

диапазоне 50-80% общего объема операций с акциями 12/. Эта особенность гораздо слабее проявляется в Азии, где в некоторых странах указанная доля составляет менее 22%.

29. На многих новых рынках в последние 15 лет были зарегистрированы весьма высокие доходы по акциям. Например, в период 1976-1992 годов индексы МФК, отражающие совокупную доходность акций в долл. США, в Аргентине, Мексике, Республике Корея, Таиланде и Чили росли ежегодными темпами от 22 до 35%. Для сравнения: в Соединенных Штатах и Европе индексы совокупной доходности акций увеличивались ежегодными темпами около 15% 13/. В последние два года показатели доходности на новых рынках были менее выдающимися, хотя на некоторых новых рынках эти коэффициенты остаются довольно высокими в сравнении с показателями многих развитых рынков.

30. В то время как доходы по акциям на новых рынках, особенно с 1986 года, сохранялись на чрезвычайно высоком уровне, неустойчивость (выражаемая через стандартные отклонения индексов доходности) также была велика. По данным МФК, стандартные отклонения глобальных индексов совокупной доходности акций (в долл. США) в течение пятилетнего периода, закончившегося в 1992 году на новых рынках, были самыми высокими. В ходе этого периода составной индекс МФК по новым рынкам показывал стандартные отклонения в размере 6,7%, в то время как по Латинской Америке и Азии он достигал соответственно 9,2 и 8%. Эти значения высоки, если сравнить их с отклонениями в 3,9% для индекса доходности по Соединенным Штатам и 5,8% для индекса ЕАДВ (Европа, Австралия, Дальний Восток). Кроме того, за этими усредненными значениями скрываются значительные колебания по отдельным странам. На некоторых чрезвычайно неустойчивых новых рынках стандартные отклонения превышали 15% (Аргентина: 34,2%; Бразилия: 23%; Тайвань (провинция Китая): 15,1%; Турция: 19,5%).

#### C. Виды иностранных портфельных инвестиций в акционерный капитал

31. Иностранные инвестиции на новые рынки могут направляться с помощью трех основных механизмов: прямые закупки акций на местных фондовых рынках; страновые или региональные фонды; и выпуски депозитных свидетельств на иностранных фондовых биржах компаниями новых рынков 14/.

12/ В Мексике, например, из акций 252 компаний, котирующихся на фондовой бирже (по состоянию на февраль 1993 года), с 21 группой акций проводились активные торговые операции, с акциями 46 компаний торговые операции осуществлялись в умеренных объемах, а масштабы операций с акциями остальных компаний были незначительными. См. Тематическое исследование, представленное Мексикой, TD/B/WG.1/Misc.3/Add.1, часть II.

13/ См., Mullin, op cit.

14/ Подробный анализ этих механизмов см. V. Errunza: "Capital markets, foreign portfolio investment, and economic development", справочный документ UNCTAD/GID/DF/4, подготовленный для третьей сессии Специальной рабочей группы ЮНКТАД по капиталовложениям и финансовым потокам.

32. Масштабы прямых закупок на местных рынках будут зависеть от конъюнктуры рынка, которая способствует и содействует проведению таких операций. В последние годы развитию таких закупок содействовало открытие местного брокерского и инвестиционного банковского бизнеса для иностранцев. С другой стороны, при такой форме ИПИАК вероятность негативного воздействия на новые рынки (через отток фондов или неустойчивость курсов акций) более высока.

33. Страновые или региональные фонды, которые могут быть как открытого, так и закрытого типа 15/, дают иностранным инвесторам преимущества, характерные для совместных фондов. Они могут мобилизовывать крупные ресурсы для эффективной диверсификации портфелей и предоставлять специализированную информацию о фирмах, рынках и экономике отдельных стран. Если покупка и продажа акций фондов открытого типа осуществляется через менеджеров фонда по той же стоимости, что и на их первичных рынках, то определение курсов акций фондов закрытого типа производится на бирже, где осуществляются операции с этими акциями. Как правило, операции с фондами закрытого типа производятся с премией или с дисконтом к стоимости чистых активов (т.е. к стоимости активов, сложившейся на первичных рынках). Надбавки и скидки к стоимости акций каждого отдельного фонда меняются и во времени. Таким образом, для инвестора есть два источника риска и дохода: первый связан с движением стоимости чистых активов, а второй - с изменениями в размерах дисконта или премии. На конец 1992 года на новых рынках действовало около 589 страновых фондов открытого и закрытого типа с чистыми активами, превышающими 35,5 млрд. долл. США 16/.

34. В последние годы масштабы публичного размещения и котировки акций новых рынков на иностранных рынках через механизм депозитных свидетельств увеличились благодаря изменениям в нормативных требованиях и сокращению издержек 17/. С 1991 года выпуск депозитных свидетельств на международных рынках капиталов имел большие масштабы, чем другие виды ИПИАК на новых рынках.

---

15/ Фонд закрытого типа мобилизует первоначальные средства от публичных и других организаций, а затем инвестирует их в ценные бумаги какого-либо отдельного рынка или ряда рынков. Операции с акциями фондов закрытого типа осуществляются на крупных иностранных рынках ценных бумаг, а не на тех первичных фондовых рынках, где ведутся операции с активами, под которые они выпущены. Фонд открытого типа закупает и продает акции на местных рынках в зависимости от того, вкладывают ли инвесторы средства в фонды или изымают их. Фонды этого типа могут быть созданы лишь в странах, располагающих рынками ценных бумаг с достаточной ликвидностью и без валютного контроля; масштабы их операций могут быть небольшими.

16/ International Finance Corporation: Emerging Stock Markets Factbook 1993.

17/ Например, в Соединенных Штатах в соответствии с правилом 144а КЦБ (апрель 1990 года) были ослаблены требования к регистрации/представлению данных при частном размещении ценных бумаг, что облегчает выпуск АДР компаниями новых рынков.

35. Американское депозитное свидетельство (АДР) представляет собой свидетельство (или расписку), выпускаемое банком Соединенных Штатов и служащее подтверждением права на определенное число акций, депонированных заграничной корпорацией в банке, управляющем активами инвестиционного фонда, в стране базирования корпорации 18/. Операции с АДР свободно осуществляются на фондовых биржах Соединенных Штатов без необходимости физической передачи акций, которые представляет АДР. Глобальные депозитные свидетельства (ГДС) сходны АДР, но выпускаются одновременно на фондовых биржах во всем мире 19/. Эти депозитные свидетельства представляют собой требования на соответствующие активы и дают право инвесторам на получение дивидендов, а также на все поступления наличности и на выручку от продажи.

36. Иностранным инвесторам АДР и ГДС дают то преимущество, что они соответствуют стандартам развитых фондовых рынков. Кроме того, АДР дают институциональным инвесторам Соединенных Штатов возможность закупать ценные бумаги неамериканского происхождения, поскольку очень часто к ним предъявляется требование об инвестировании средств только в ценные бумаги с долларовым номиналом. Компаниям из развивающихся стран депозитные свидетельства облегчают доступ на международные рынки капиталов, обеспечивая одновременно низкую стоимость мобилизованного капитала и большую известность за рубежом. Такая альтернатива позволяет также снизить издержки, связанные с отслеживанием тенденций, и ослабить опасение по поводу иностранного контроля по сравнению с вариантом прямой закупки иностранцами ценных бумаг на местных фондовых рынках. Депозитные свидетельства расширяют рынок для компаний, действующих на новых рынках, повышая или стабилизируя курсы ценных бумаг благодаря их более широкому распространению и повышению спроса на них.

#### Опыт Бразилии и Мексики

37. Информация, предоставленная Специальной рабочей группе по капиталовложениям и финансовым потокам Бразилии и Мексикой 20/, свидетельствует о значительном увеличении ИПИАК в этих двух странах в последние годы.

38. В 1987 году Бразилия разрешила иностранцам осуществлять инвестиции на местных фондовых рынках через совместные фонды; в 1991 году беспрепятственный доступ на ее рынки был предоставлен иностранным институциональным инвесторам. В совместные фонды входят: а) иностранные инвестиционные компании, которые должны иметь минимум 50% своих портфелей в акциях; б) иностранные инвестиционные фонды, у которых как минимум 70% портфелей должны состоять из акций; с) Бразильский фонд "закрытого типа"; д) иностранный фонд конверсии капитала, созданный в рамках схемы конверсии долговых обязательств в акции.

---

18/ В мае 1991 года выпуск АДР мексиканской компании "Телмекс" на сумму 2 млрд. долл. США был самым крупным выпуском какой-либо развивающейся страны.

19/ В 1991 году "Самсунг Электроникс" (Республика Корея) стала первой компанией среди компаний развивающихся стран, которая выпустила ГДС.

20/ См. Тематическое исследование, представленное Бразилией, часть II: TD/B/WG.1/Misc.3/Add.6 (24 июня 1993 года) и Тематическое исследование, представленное Мексикой, часть II, цит. соч.

В 1991 году общий объем чистого притока ИПИАК составил 571 млн. долл. США (185 млн. долл. США по линии совместных фондов и 386 млн. долл. США от институциональных инвесторов). В период с января по октябрь 1992 года эта сумма подскочила до 1 527 млн. долл. США (202 млн. долл. США по линии совместных фондов и 1 325 млн. долл. США от институциональных инвесторов).

39. Мексика разрешила осуществление иностранных инвестиций на местных фондовых рынках с помощью четырех механизмов: а) АДР; б) неограниченная подписка на неголосующие акции класса "B"; в) закупка акций класса "A" (право на которую ранее принадлежало только мексиканским инвесторам) через целевой фонд, который выпускает сертификаты для иностранцев; г) мексиканские страновые фонды. К февралю 1993 года кумулятивный объем ИПИАК составил 25,3 млрд. долл. США, т.е. около 20% общей капитализации рынка. С января 1991 года по февраль 1993 года общий объем ИПИАК составил 12 млрд. долл. США: из них 9,5 млрд. долл. США были мобилизованы через АДР и ГДС. В тот же период общий объем закупок иностранцами мексиканских акций класса "B" составил 1 553 млн. долл. США, а закупки иностранцами акций класса "A" через целевые фонды составили 817 млн. долл. США. С 1981 года было образовано 40 мексиканских фондов (включая страновые и глобальные фонды).

## II. СООБРАЖЕНИЯ ИНОСТРАННЫХ ИНВЕСТОРОВ

### A. Факторы, способствующие увеличению иностранных портфельных инвестиций в акционерный капитал

40. Иностранных инвесторов на новых рынках привлекают высокие доходы и возможности, которые открываются для диверсификации портфелей. Информация о составе иностранных инвесторов является отрывочной; однако, согласно имеющимся данным, на новых рынках активно действуют различные категории инвесторов, которые руководствуются разными мотивами, определяемыми степенью риска и уровнем доходности 21/. Часто считают, что местные резиденты развивающихся стран, располагающие иностранными активами (через репатриацию "беглого капитала"), и другие частные инвесторы, а также некоторые иностранные банки заинтересованы прежде всего в краткосрочных доходах. Институциональные инвесторы, в том числе совместные инвестиционные фонды, пенсионные фонды и страховые компании, настроены в своей инвестиционной деятельности на более долгосрочную перспективу и заинтересованы в высокой потенциальной доходности вложений в сочетании с диверсификацией рисков.

#### Доходы

41. Как отмечалось выше, доходы на новых рынках были очень высокими. В течение нескольких лет подряд новые рынки входили в число рынков с наивысшими показателями. В 1992 году, если судить по индексам доходности МФК 22/, десять самых прибыльных рынков были новыми рынками (за исключением Швейцарии). Доходы по ценным бумагам находились в прямой зависимости от роста

---

21/ См. Sudashan Gooptu: Portfolio Investment Flows to Emerging Markets.

22/ IFC, Factbook 1993, p. 8.

экспорта и роста дивидендов в расчете на акцию 23/. Колебания в доходности непосредственно отражали также колебания в промышленном производстве 24/. Однако необычайно огромное увеличение доходности в последние годы нельзя объяснить лишь показателями макроэкономического развития. Уровни доходности на новых рынках в этот период отражали также воздействие структурных изменений, которые резко повысили спрос инвесторов на акции новых рынков. Доходы по акциям в Латинской Америке достигли максимального уровня в 1991 году и резко сократились в 1992 году, хотя в Чили, Колумбии и Мексике доходность оставалась достаточно высокой. Эта же картина наблюдалась и в некоторых азиатских странах (Индия, Малайзия, Пакистан, Таиланд и Филиппины), где в 1991 году были зарегистрированы высокие доходы (хотя и ниже, чем в Латинской Америке), но в 1992 году они несколько упали 25/. Таким образом, доходность может сильно колебаться, и, следовательно, риски также могут быть высокими.

#### Диверсификация портфелей

42. Используя модели портфелей активов, исследователи фондового рынка показали, что инвесторы могут поднять ожидаемые доходы и одновременно снизить риски путем включения в свои портфели активов, которые в основном не связаны друг с другом. Диверсификация портфелей по странам в большей степени, чем по отраслям, может содействовать максимизации доходов и снижению степени риска благодаря слабой корреляции между национальными фондовыми рынками 26/. Возможности для максимизации доходов создаются тогда, когда отмечается несовпадение рыночных циклов и средства перебрасываются с рынков, где пик уже пройден, на рынки, где наблюдается повышательная тенденция.

43. Ряд исследований, в которых использовались данные по новым рынкам за период 1960-1990 годов, показали, что международные инвесторы получили значительные выгоды от своей деятельности в развивающихся странах 27/. Основные выводы исследований сводятся к следующему:

- диверсификация портфелей на новых рынках принесла выгоду как с точки зрения увеличения доходов, так и с точки зрения снижения рисков;

---

23/ См. Mullin: "Emerging Equity Markets in the Global Economy".

24/ См. E. Han Kim and Vijay Singal: "Opening of Stock Markets by Emerging Economies: Effect on Portfolio Flows and Volatility of Stock Prices", документ, представленный на Симпозиуме Всемирного банка по портфельным инвестициям в развивающихся странах, 9-10 сентября 1993 года.

25/ См. IFC, Factbook 1993, p. 41.

26/ Анализ вопроса о более весомых преимуществах дифферсификации по странам, чем по отраслям, см., например: I. Meric and C. Meric: "Potential gains from international portfolio diversification and inter-temporal stability and seasonality in international stock market relationships", Journal of Banking and Finance, 13, 1989.

27/ Обзор этих исследований приводится в работе V.R. Errunza: "Emerging markets: some new concepts", Journal of Portfolio Management, forthcoming, 1994.

- местный систематический риск на новых рынках был выше, чем на крупных развитых рынках, но отнюдь не всегда выше, чем на небольших развитых рынках;
- корреляция доходности на новых рынках с доходностью на развитых рынках была слабой, а порой даже отрицательной. Между самими новыми рынками корреляционная связь также была очень слабой.

44. Однако по мере повышения открытости экономики стран и территорий, где созданы новые рынки, их фондовые рынки могут также стать более интегрированными в глобальную систему. Ожидается, что усиление интеграции повысит корреляцию между новыми рынками и развитыми рынками. Изучение тенденций изменения коэффициентов корреляции между индексами совокупной доходности новых рынков и рынка Соединенных Штатов не позволяет сделать однозначного вывода о том, что корреляционная связь между этими рынками стала более выраженной (таблица 5). За исключением нескольких новых рынков (например, Малайзия, Таиланд и Филиппины), где со временем отмечается некоторое усиление корреляции с развитыми рынками, в принципе, для новых рынков такая корреляционная связь оставалась слабой, а иногда даже приобретала вид обратной связи, и значения коэффициентов корреляции были гораздо ниже значений показателей корреляции между развитыми рынками. Следовательно, возможности увеличения доходов с поправкой на фактор риска за счет портфельной диверсификации на новых рынках остаются широкими.

#### Институциональные инвесторы

45. С увеличением объема институциональных сбережений в странах - членах ОЭСР институциональные инвесторы, вероятно, станут основным источником вложений на финансовых рынках. Однако институциональные инвесторы, как правило, размещали на новых рынках менее 5% своих заграничных акционерных активов (т.е. менее 0,2% общего объема их портфелей активов) 28/. К концу 1991 года пенсионные фонды и страховые компании вложили на новых рынках приблизительно 12-15 млрд. долл. США (что было эквивалентно 3% общей капитализации новых рынков).

46. При анализе инвестиционных портфелей институциональных инвесторов тех стран - членов ОЭСР, которые вложили за границей больше всего средств, "Бэлинг секьюритиз" собрала некоторые данные о составе этих портфелей 29/.

а) В Соединенных Штатах в 1991 году фонды ЭРИСА 30/ инвестировали в иностранные акции 19,8 млрд. долл. США, а совместные фонды, фонды закрытого типа и отдельные лица вложили в них еще 23,5 млрд. долл. США. На конец 1991 года общий объем активов фондов ЭРИСА составил 2 725 млрд. долл. США, из которых 4,6% были инвестированы в иностранные активы; полагают, что

---

28/ См. M. Ahmed and S. Gooptu: "Portfolio investment flows to developing countries", Finance and Development, March 1993.

29/ Baring Securities, op.cit.

30/ Фонды, деятельность которых регулируется Законом 1974 года о пенсионном обеспечении работников, не охваченных льготными программами (ЭРИСА).

эта доля к 1997 году возрастет до 10%. Увеличилось также число совместных фондов; в марте 1992 года общий объем их заграничных активов превысил 30 млрд. долл. США. В 1992 году на рынках США котировались акции 48 страховых фондов закрытого типа; общая стоимость их активов составляла 5,9 млрд. долл. США.

b) В Соединенном Королевстве иностранные активы составляли значительную долю в портфелях пенсионных фондов, причем она увеличивалась: доля иностранных активов в общем объеме активов возросла с 6% в 1979 году до 26% в 1991 году. Их географическая структура была диверсифицированной: 13% заграничных активов было инвестировано за пределами Соединенных Штатов, Японии и европейских стран. Инвесторы Соединенного Королевства являются самыми крупными в мире инвесторами на зарубежных рынках: на конец 1990 года они вложили в иностранные акции средства в размере 175 млрд. долл. США; 75% этих инвестиций в иностранный акционерный капитал приходилось на крупных институциональных инвесторов 31/.

c) К 1992 году в Нидерландах активы частных и государственных пенсионных фондов возросли приблизительно до 350 млрд. долл. США; заграничные активы составили примерно 13% общей суммы активов.

d) В Японии объем инвестиций в иностранные облигации в 1990-1991 годах возрос более чем в два раза, однако чистые инвестиции в иностранные акции за тот же период сократились с 6,3 млрд. долл. США (из них 1,7 млрд. долл. США - на новых рынках) до 3,6 млрд. долл. США. Доля заграничных активов в общем объеме активов японских компаний по страхованию жизни возросла с 8,8% в 1984 году до 12,3% в 1991 году. Доля иностранных акций в общем объеме иностранных активов этих страховых компаний также возросла с 7,9% в 1984 году до 23,7% в 1991 году. Однако японские инвестиционные тресты сократили долю иностранных акций в своих активах за границей с 65% в 1982 году до 15% в 1991 году в основном в результате сокращения инвестиций на рынках Соединенных Штатов. С другой стороны, эти инвестиционные тресты увеличили свои инвестиции за пределами Соединенных Штатов и европейских стран с 14% общего объема иностранных активов в 1989 году до 31% в 1992 году.

47. Из этого краткого обзора следует, что инвестиционные ресурсы институциональных инвесторов в странах - членах ОЭСР огромны, однако эти инвесторы являются держателями в первую очередь ценных бумаг компаний своей страны. Однако отмечается явная тенденция к диверсификации их вложений по странам и - самое интересное - к размещению их средств в странах, находящихся за пределами развитой зоны Северной Америки, Японии и Европы. Доля акций в их заграничных активах также имела тенденцию к увеличению, но все еще остается небольшой. Вероятно, отчасти это является результатом наличия барьеров на пути ИПИАК; эта проблема рассматривается ниже.

---

31/ Цит. по S. Gooptu, op. cit.

**V. Факторы, сдерживающие иностранные портфельные инвестиции в акционерный капитал**

**Положение на новых рынках**

48. Некоторые характеристики новых рынков часто упоминаются в качестве факторов, которые могут сдерживать иностранные инвестиции:

- малый размер рынка;
- высокая концентрация;
- недостаточная ликвидность, обусловленная небольшим объемом торговли;
- небольшое число и малый размер котирующихся компаний;
- немногочисленность активных участников фондовых операций;
- высокая степень неустойчивости;
- неадекватное регулирование рынка или ограниченные возможности для обеспечения применения правил, что может служить благодатной почвой для операций с использованием конфиденциальной информации и процветание "психологии игрока в казино".

49. Хотя некоторые из этих критических замечаний все еще сохраняют свою актуальность, поскольку новые рынки находятся в стадии становления, тем не менее здесь можно отметить значительный прогресс. Сейчас некоторые новые рынки во многих отношениях сопоставимы с развитыми рынками. Хотя капитализация новых рынков все еще невелика, по обратному коэффициенту, т.е. отношению стоимостного объема операций к показателю капитализации, некоторые новые рынки вполне можно сравнить с развитыми рынками; это отражает степень ликвидности этих рынков (таблица 4).

50. Одновременно, за некоторыми исключениями (Аргентина, Венесуэла, Колумбия, Филиппины и Чили), коэффициент концентрации новых рынков, т.е. доля 10 самых крупных компаний в капитализации рынка, в целом не выше средних значений этого коэффициента, характерных для развитых рынков. Число национальных компаний, котирующихся на новых рынках, также возросло, а на некоторых из них оно теперь достаточно велико.

51. Пытаясь сделать местные фондовые рынки привлекательными для международных инвесторов, правительства стран, где действуют новые рынки, принимают меры для повышения стандартов функционирования и улучшения системы регулирования фондовых рынков 32/.

---

32/ Например, по сообщениям прессы, Аргентина ("Файнэншл таймс" от 10 августа 1993 года), Тайланд ("Файнэншл таймс" от 4 июня 1993 года) и Китай ("Файнэншл таймс" от 26 мая 1993 года) в последнее время провели реформы систем регулирования своих фондовых рынков в интересах привлечения иностранных инвесторов.

В результате многие нормы, касающиеся рыночной информации и обеспечивающие защиту инвесторов, осуществляются теперь должным образом, а на многих новых рынках эти нормы соответствуют международным стандартам 33/.

52. Несмотря на достигнутые результаты, относительная узость рынка и высокая концентрация могут способствовать повышению неустойчивости, уже наблюдающейся на некоторых рынках 34/, поскольку колебания в небольшом объеме операций, концентрирующихся на узкой группе котирующихся акций, могут выходить за приемлемые рамки, реагируя на изменения, происходящие на рынке. Неустойчивость доходности по акциям зависит также от характера информационных потоков, поступающих на рынок. Таким образом, нестабильность хозяйственной среды и экономических условий может быть питательной средой для неустойчивости рынка. На практике неустойчивость рынка является характерной чертой для стран, проводящих нестабильную денежно-кредитную политику и нестабильную политику в области обменных курсов 35/.

#### Государственная политика

53. Государственная политика как в странах-реципиентах, так и в странах происхождения инвестиций может создавать препятствия на пути международных потоков акционерного капитала. В странах - получателях инвестиций такие препятствия могут быть связаны с налоговой политикой и политикой регулирования доступа иностранцев на внутренние фондовые рынки.

54. Зачет налогов на реализованный прирост капитала и дивиденды может сказываться на доходах по ценным бумагам (до вычета налогов), требуемых иностранными инвесторами, если только иностранные инвесторы не пользуются каким-либо освобождением от уплаты налогов в форме налоговых скидок или налоговых льгот, предоставляемых их национальными налоговыми ведомствами 36/. Поскольку некоторые развитые страны (например, Соединенные Штаты), как правило, предоставляют такие льготы только в отношении иностранных налогов на дивиденды, бремя иностранных налогов на реализованный прирост капитала в этой связи ложится на иностранного инвестора, и это ведет к увеличению требуемых инвесторами доходов по ценным бумагам до вычета налогов и тем самым увеличивает стоимость капитала для фирм-эмитентов.

33/ См. IFC: Factbook 1993, р. 26.

34/ Следует отметить, что временами высокая неустойчивость может наблюдаться и на зрелых рынках, примером чему является Япония.

35/ Автор работы Mullin, op. cit., обнаружил тесную связь между стандартным отклонением доходов на вложенный капитал по ценным бумагам, с одной стороны, и стандартным отклонением показателей роста дивидендов в расчете на акцию в долларах США, неустойчивости обменных курсов, неустойчивости темпов инфляции и неустойчивости роста экспортной торговли, с другой стороны.

36/ Анализ воздействия налогообложения на уровень требуемых инвесторами доходов по ценным бумагам до вычета налогов, см. Asli Demirguc-Kunt and Harry Huizinga: Barriers to Portfolio Investments in Emerging Stock Markets (World Bank, Working Paper WPS 984, October 1992).

55. Из 33 стран, в которых имеются новые рынки и по которым есть информация 37/, только в 11 существуют налоги на реализованный прирост капитала; в 6 странах ни прирост капитала, ни дивиденды налогами не облагаются. В то же время развивающиеся страны либерализировали также доступ на свои фондовые рынки (таблица 2), и почти все крупные новые рынки допускают свободную репатриацию доходов и капитала.

56. Если говорить о странах происхождения инвестиций, то их нормы, регулирующие капиталовложения институциональных инвесторов, тоже могут служить крупными препятствиями на пути ИПИАК 38/. В большинстве развитых стран для таких сберегательных учреждений, как страховые компании и пенсионные фонды, определяется "потолок" в отношении доли иностранных активов в их портфелях, и к ним применяются строгие правила "благоразумного" инвестирования и диверсификации.

57. В Германии действует система жесткого регулирования деятельности страховых компаний, по положениям которой требуется, чтобы инвестиции ими производились лишь в некоторые категории ценных бумаг и в той же валюте, в которой должны осуществляться страховые платежи. Как следствие эти компании размещают за границей лишь незначительную долю своих портфелей. Кроме того, предпочтение отдается не акциям, а облигациям, поскольку нормы налогового законодательства (например, высокий налог на реализованный прирост капитала) поощряют размещение средств в форме заемного, а не акционерного капитала. В отношении пенсионных фондов также применяются запретительные ограничения на вложения в иностранные активы (например, "потолок" на уровне 5% от общего объема активов, полная привязка обязательств к активам в одной и той же валюте по суммам и срокам и ограничения на кредитное качество инвестиций).

58. В Японии к страховым компаниям и пенсионным фондам применяются менее жесткие требования, поскольку "потолки" на владение иностранными активами были подняты до 30% от общего объема активов. Однако страховые компании не могут использовать реализованный прирост капитала для выплаты дивидендов держателям страховых полисов.

59. В Соединенных Штатах государственными нормами регулирования предусматриваются жесткие лимиты для иностранных инвестиций страховых компаний и государственных пенсионных фондов, а также ограничения применительно к кредитному качеству инвестиций и составу активов.

#### C. Перспективы развития иностранных портфельных инвестиций в акционерный капитал

60. В условиях секьюритизации международных потоков капитала увеличение ИПИАК на новых рынках в последние годы объясняется также исключительно высокими доходами на новых рынках, обеспечению которых способствует проведение широких экономических реформ, стимулирующих рост. Однако в последние два года доходы

---

37/ См. IFC: Factbook 1993, р. 27, таблица налогов на прирост капитала и дивиденды для институциональных инвесторов США на конец 1992 года.

38/ Источник информации о системах регулирования в странах происхождения инвестиций: World Bank: Global Economic Prospects and the Developing Countries, 1993, pp. 41-42.

на новых рынках снизились, и некоторые рынки остаются весьма неустойчивыми. Кроме того, резкое увеличение притока портфельных инвестиций в ряд латиноамериканских стран было обусловлено репатриацией "беглого" капитала и снижением процентных ставок в Соединенных Штатах 39/. Следовательно, возникает вопрос о том, могут ли в ближайшие годы сохраниться зарегистрированные в последнее время темпы расширения ИПИАК на новых рынках.

61. Однако другие факторы подкрепляют точку зрения о том, что для дальнейшего расширения потоков ИПИАК в развивающиеся страны имеются хорошие долгосрочные перспективы. Неуклонный прогресс в деле повышения стандартов функционирования новых рынков и улучшения качества управления экономикой в странах расположения новых рынков, вероятно, сделает эти рынки еще более привлекательными. Укрепление фондовых рынков может снизить неустойчивость, а перспективы высоких темпов роста, как полагают, будут способствовать повышению доходов. Несмотря на углубляющуюся интеграцию новых рынков в глобальный рынок капиталов (тенденция, которая может укрепить их связь с развитыми рынками), новые рынки по-прежнему обеспечивают хорошие возможности для диверсификации портфелей. Корреляция между новыми и развитыми рынками все еще остается более слабой, чем между развитыми рынками, и вновь образующиеся рынки по-прежнему будут пополнять список рынков, привлекательных для портфельной диверсификации. Кроме того, гигантский потенциал в виде пула сбережений в руках институциональных инвесторов стран - членов ОЭСР может послужить мотивом для все более активного поиска инвестиционных каналов в дополнение к тем, которые предлагают зрелые рынки. В условиях роста осведомленности инвестиционных менеджеров в отношении новых рынков либерализация государственной политики стран происхождения капиталовложений в вопросах регулирования инвестиционных портфелей этих институциональных инвесторов может привести к многократному увеличению ИПИАК.

### III. СООБРАЖЕНИЯ СТРАН-ПОЛУЧАТЕЛЕЙ

62. Потоки портфельных инвестиций могут стать одним из важных источников внешнего финансирования, и они имеют некоторые преимущества по сравнению с финансированием за счет займов. Однако в странах-получателях последствия таких потоков для управления национальной экономикой и для финансовой системы связаны со множеством вопросов, которые нуждаются в уточнении.

63. Первый круг вопросов связан с ролью фондовых рынков в экономическом развитии. В последнее время развернулись споры вокруг вопроса о достоинствах фондовых рынков в контексте опыта, приобретенного развитыми странами в последние годы 40/. В связи с этим необходимо обсудить ряд проблем, относящихся к роли фондовых рынков в финансовых системах развивающихся стран.

39/ ЮНКТАД: Доклад о торговле и развитии, 1993 год, часть II, стр. 17.

40/ См. Ajit Singh: "The stock market and economic development: Should developing countries encourage stock markets?" в UNCTAD Review, 1993, No. 4, pp. 1-28. Автор считал, что "даже в сравнительно развитых странах с эффективно функционирующими рынками фондовые рынки, вероятно, приносят больше вреда, чем пользы реальной экономике".

64. Во-вторых, возникают вопросы относительно последствий ИПИАК для макроэкономического управления и относительно издержек и выгод, связанных с такими потоками.

65. И наконец, учитывая потенциальные выгоды привлечения из-за рубежа инвестиций в акционерный капитал, необходимо рассмотреть вопросы, касающиеся необходимых изменений в структуре новых рынков, которые помогли бы повысить стандарты их функционирования и сделали бы их привлекательными для иностранных инвесторов.

#### A. Роль фондовых рынков

##### Издержки и преимущества фондовых рынков

66. Роль фондовых рынков следует рассматривать в более общем контексте связей между финансовыми системами и экономическим развитием. Многие уже опубликованные работы 41/, посвященные важной роли, которую играют финансовая структура и финансовое посредничество в экономическом развитии, а также широко обсуждавшаяся работа о влиянии финансовой либерализации на рост в развивающихся странах 42/, внесли свой вклад в широкое признание того, что финансовые системы имеют реальное значение для экономического развития.

67. Эффективная финансовая система должна обеспечивать необходимые финансовые услуги для нормального функционирования экономических субъектов, стимулируя тем самым экономическое развитие в целом. Проблема заключается в том, как определить концепцию финансовой эффективности, приемлемую для всех, поскольку страны развивают те виды финансовых услуг, которые требуются их экономическим субъектам, сообразно уровню своего развития, политике и правовой структуре.

---

41/ М. Гертлер провел интересный обзор литературы по вопросам взаимодействия между реальной экономикой и финансовыми рынками: "Financial structure and aggregate economic activity: an overview", Journal of Money, Credit and Banking, Vol. 20, No. 3 (August 1988, Part 2). Вопросы связи между финансовыми структурами и экономическим развитием освещены следующими основными авторами: R.W. Goldsmith: Financial Structurer and Development (Yale University Press, New Haven, Connecticut, 1969); Gurley J.: "Financial Structures in Developing Economies", в D. Krivine, ed.: Fiscal and Monetary Problems in Developing States (New York, Praeger Publishers, 1967); Patrick, H.: "Financial development and economic growth in underdeveloped countries", Economic Development and Cultural Change, 14 January, 1966.

42/ Первая работа по вопросу о воздействии "подавления" финансов на рост экономики была проведена следующими авторами: Gurley J. and Shaw, E.S. в "Financial Structure and Development", Economic Development and Cultural Change, April 1967; MacKinnon, R: Money and Capital Economic Development (Brookings Institution, Washington, D.C., 1973). Многие развивающиеся страны, зачастую следуя рекомендациям международных финансовых учреждений, осуществили либерализацию своих финансовых систем, но результаты оказались неоднозначными.

68. Несмотря на эти концептуальные трудности, все же можно определить некоторые основные требования, предъявляемые к эффективной финансовой системе:

- адекватная мобилизация сбережений (в том числе иностранных сбережений) с использованием финансовых инструментов;
- эффективное посредничество между инвесторами и заемщиками;
- эффективное направление ресурсов самым производительным пользователям.

69. Для выполнения этих требований необходимо создание множества различных типов финансовых организаций и инструментов, которые обеспечивают учет различных предпочтений инвесторов в отношении рисков/доходов и сроков вложений, а также разных подходов пользователей фондов к оценке издержек и хеджированию рисков. Финансовая система должна обеспечивать основные долговые инструменты: краткосрочные (депозитного типа либо инструменты денежного рынка) и долгосрочные (облигации), - а также рисковый капитал (акции и связанные с ними инструменты), реагируя на различные финансовые потребности экономики. Более развитые страны создают также более сложные инструменты, позволяющие осуществлять эффективное хеджирование против непредвиденных обстоятельств.

70. По мере развития экономики и возникновения более разнообразных финансовых потребностей фондовые рынки также будут развиваться - дополнять банковский сектор и конкурировать с ним, снижая таким образом стоимость капитала для заемщиков 43/. Функционирование фондовых рынков позволит диверсифицировать формы владения компаниями, сделать более эффективным распределение рисков и обеспечить более здоровую финансовую структуру корпораций за счет улучшения соотношения их собственных и заемных средств. Акции дадут инвесторам более широкие возможности диверсифицировать свои портфели, исходя из желательной структуры соотношения рисков и доходов.

71. Вторичные фондовые рынки также помогают увязывать долгосрочные планы заемщиков с интересами инвесторов, которые отдают предпочтение краткосрочной ликвидности. Через механизм курсообразования на акции можно также обеспечить более эффективное размещение инвестиций, поскольку плохое управление котирующимися компаниями может оказывать значительное воздействие на цену, по которой рынок оценивает какую-либо фирму. Кроме того, принятие к котировке на фондовых рынках подразумевает необходимость предоставления информации инвесторам; это будет поощрять фирмы к совершенствованию стандартов учета и к обеспечению большей транспарентности в вопросах управления.

72. Можно обеспечить более эффективное распределение рисков: инвесторы, имеющие большую склонность рисковать, с большей готовностью осуществляют инвестиции, поскольку у них появляются возможности для распределения рисков через механизм публичного размещения акций или для изъятия инвестиций через вторичный рынок. Более распыленное владение акциями позволяет распределять риск, связанный с осуществлением нового проекта, между многими держателями

43/ Аналогичный анализ роли фондовых рынков см. также V.R. Errunza: "Capital market, foreign portfolio investment and economic development".

акций, которые, в свою очередь, могут диверсифицировать свои вложения между различными компаниями. Это снижает компонент надбавки за риск в стоимости капитала.

73. Опыт, накопленный развивающимися странами в последнее время, позволяет добавить к этому другие цели, достижению которых с успехом могут служить фондовые рынки. Например, государственную политику, поощряющую приватизацию и конверсию долговых обязательств на акции, вряд ли можно осуществлять, не используя механизм фондовых рынков. Кроме того, фондовые рынки могут стать важным каналом мобилизации внешнего финансирования, поскольку в результате долгового кризиса финансирование за счет кредитов становится все менее доступным.

74. Однако функционирование фондовых рынков сопряжено с издержками. Процесс завоевания доверия у инвесторов может занять много времени, поскольку он требует наличия широкого рынка, эффективного регулирования и возможностей обеспечения соблюдения правил. Издержки, связанные с созданием соответствующей инфраструктуры и нормативной базы, могут быть значительными. Кроме того, поведение фондовых рынков временами может дестабилизировать финансовую систему.

75. Зачастую в функционировании фондовых рынков может возникать цикличность, поскольку рынки быстро реагируют на изменения внутренней и международной обстановки. Цены на акции могут быть неустойчивыми, и они не всегда отражают изменения фундаментальных факторов 44/. Спекулятивные "пузыри" могут приводить к завышению цен и последующему биржевому краху, а занижение цен может вести к спекулятивным и враждебным поглощениям. Рыночные циклы и неустойчивость цен могут иметь серьезные неблагоприятные последствия для способности компаний мобилизовывать средства на первичном рынке.

76. На ранних этапах развития фондовые рынки в большей мере подвержены рыночной цикличности и неустойчивости цен из-за небольшого объема акций, относительной легкости манипулирования и отсутствия необходимых знаний и опыта у инвесторов, андеррайтеров и брокеров. Могут существовать барьеры и на пути распространения информации, и в этом случае компании распространяют меньше информации и с большими задержками, чем на развитых рынках.

---

44/ Мировой крах на фондовых рынках в октябре 1987 года частично объяснялся некоторыми специалистами в области фондовых рынков наличием спекулятивных "пузырей", т.е. завышением цен акций в период бума, который предшествовал краху. В связи с наблюдавшейся на протяжении длительного периода повышательной тенденцией в курсовой динамике появились большие надежды на будущее повышение цен акций; по мере возрастания степени завышенности цен на финансовые активы усиливалось и давление в сторону резкого корректировочного снижения цен. Таким образом, незначительное внешнее потрясение (например, неопределенность международного экономического положения, существовавшего в то время) привело к резкому падению цен. Однако другие специалисты в области фондовых рынков доказывали, что цены не были завышены и что крах на бирже в октябре 1987 года был связан в основном с другими институциональными причинами, такими, например, как временный сбой в работе некоторых рыночных механизмов. Подробный анализ биржевого краха в октябре 1987 года см. BIS, 58th Annual Report 1987/88 (Part IV: Developments in domestic financial markets).

77. Операции на фондовых рынках также связаны с высокими посредническими издержками. Требуется большое количество вспомогательного персонала, в том числе андеррайтеров, брокеров и специалистов по анализу инвестиций. Компании, выпускающие акции, должны нести затраты по предоставлению финансовой информации, выплате комиссионных андеррайтерам и другие формальные расходы. Однако порядок величины этих издержек может быть приблизительно таким же, как и в случае получения банковских ссуд.

78. В последние годы исследования по двум крупным направлениям: асимметричной информации и корпоративному контролю - внесли дополнительные элементы в анализ издержек и преимуществ фондовых рынков 45/.

79. Наличие асимметрии в информации между заемщиками (инсайдерами) и кредиторами (аутсайдерами) может порождать ситуации "дозировки" кредита и "отсеивания". Инсайдеры (менеджеры компаний-заемщиков) контролируют операции компании и обладают более точной информацией относительно будущих доходов компании. Аутсайдеры обладают меньшей информацией о перспективах компании и получают информацию за плату.

80. На рынке банковских кредитов вероятность невыполнения условий соглашения является различной для разных заемщиков в силу наличия факторов, о которых кредиторы могут и не знать. Поэтому банки не располагают всей необходимой информацией для проведения различия между рисковыми и надежными заемщиками. Наличие такой несовершенной информации приводит к "дозировке" кредитов, т.е. некоторые заемщики исключаются из кредитного рынка, хотя ожидаемые доходы от их проектов могут быть выше, чем от проектов, по которым выдается кредит. Кроме того, повышение процентных ставок снижает среднее качество заемщика, поскольку заемщики с относительно надежными проектами первыми выбывают из игры из-за высокой стоимости капитала "отсеивание". Помимо этого, высокие процентные ставки имеют тенденцию поощрять проекты, связанные с большей степенью риска и с более высокими ожидаемыми доходами, но в то же время с большей вероятностью невыполнения условий соглашения.

81. Развитие фондовых рынков является необходимым условием для финансирования проектов, сопряженных с повышенной степенью риска, и, тем самым, для обеспечения реальной эффективности распределения капитала в либерализованной финансовой системе. Акционерный капитал способен взять на себя функции финансирования рисковых продуктивных заемщиков, которые не имеют возможности

45/ Учитывая большой объем литературы по этим двум вопросам, здесь приводятся лишь статьи, непосредственно относящиеся к рассматриваемой теме. По вопросу об асимметричной информации см.: Stiglitz, J.E. and Weiss, A.: "Credit rationing in markets with imperfect information", American Economic Review, 71, 1981; Stiglitz, J.E. "Financial markets and development", Oxford Economic Review of Economic Policy, Vol. 5, No. 4, Winter 1989; Cho, Y.J.: "Inefficiency from financial liberalization in the absence of well functioning equity markets", Journal of Money, Credit and Banking, 18(2), 1986. По вопросу о корпоративном контроле см.: J. Franks and C. Mayer: "Capital markets and corporate control: a study of France, Germany and the United Kingdom", Economic Policy, 1990; T. Jenkinson and C. Mayer: "The assessment: corporate governance and corporate control": Oxford Refiew of Economic Policy, Vol. 8, No. 3, Autumn 1992; Ajit Singh: "The stock market and economic development...".

пользоваться рынком кредита из-за наличия изъянов в системе информации, а банки, в свою очередь, могут сосредоточить свое внимание на финансировании других заемщиков, уже имеющих нормальную репутацию и не осуществляющих рискованных операций 46/.

82. Вместе с тем проблемы, связанные с неполнотой информации и, следовательно, с "отсеиванием", не чужды и фондовым рынкам; они могут ограничивать возможности компаний выпускать новые акции. Из-за асимметричности информации, касающейся стоимости уже имеющихся активов той или иной фирмы, рынок не способен провести различие между добросовестными компаниями, выпускающими акции исходя из законных оснований: либо для мобилизации новых финансовых ресурсов, либо для диверсификации рисков, - и недобросовестными компаниями, которые попросту пытаются переложить на кого-нибудь бремя некачественных активов. Эта проблема может привести к снижению цены, которую фирма имеет возможность получить за свои акции, а в крайних случаях - полностью блокировать возможность эмиссии новых акций. На некоторых развитых рынках, как показал опыт прошлого, негативные сигналы, связанные с эмиссией новых акций, часто приводят к снижению их курсов. Однако в Японии и Республике Корея объявление о размещении новых акций, как правило, воспринимается как добный признак наличия у фирм возможностей для выгодного вложения средств, и рынок реагирует на эти новости позитивно 47/.

83. "Дозировка" кредита, обусловленная перекосами в информации как в банковском секторе, так и на фондовых рынках, способна ограничить возможности использования внешних источников финансирования и вынудить компании опираться в большей степени на свою нераспределенную прибыль 48/. Однако отмеченный в последнее время всплеск эмиссионной активности на фондовых рынках развитых стран 49/ может свидетельствовать о том, что проблема "дозировки" кредита на фондовых рынках утрачивает свою значимость.

84. Предметом исследований по проблематике контроля в корпоративных структурах является изучение способов влияния рынков капитала на управление фирмами и их операции. В экономике стран с финансовыми системами, "ориентированными на рынок", таких, как Соединенные Штаты и Соединенное Королевство, где владение акциями является распыленным, поглощения

---

46/ Эту аргументацию развил автор работы Y.J. Cho, op. cit., который пришел к выводу о том, что полномасштабная либерализация банковского сектора не способна обеспечить эффективное распределение капитала, если должным образом функционирующие фондовые рынки отсутствуют.

47/ Kim E.H.: "Issuing stocks in Korea" в Research in Pacific Basin Capital Markets (Elsevier Science Publisher, North Holland, 1989).

48/ См. C. Mayer: "The assessment: financial system and corporate investment", Oxford Review of Economic Policy, Vol. 3, No. 4, Winter 1987.

49/ Информацию об эмиссии новых акций в Соединенных Штатах см. E.M. Remolona, R.N. McCauley, J.S. Ruud and F. Iacono: "Corporate Refinancing in the 1990s"; Federal Reserve Bank of New York, Quarterly Review, Winter 1992-93. По Германии см. "Learning to love equity", The Economist, July 3rd 1993, pp. 73-74.

рассматриваются в качестве одной из ключевых функций фондовых рынков в деле обеспечения рационального корпоративного управления. Во-первых, угроза поглощения может содействовать повышению эффективности руководства корпорациями, побуждая менеджеров сосредоточивать свое внимание на обеспечении максимально высокого курса акций фирмы, а не на своих личных интересах. Во-вторых, если менеджеры не справляются со своими функциями, поглощение позволяет заменить неэффективное руководство эффективным.

85. В других странах - с финансовыми системами, "ориентированными на банки", таких, как Япония и страны континентальной Европы, - роли поглощений в смене контроля в корпорациях уделяется меньше внимания. Более того, банки, зачастую семьи, а порой и государство владеют контрольными пакетами акций, что препятствует поглощениям, и обладают полномочиями на осуществление надзора за руководством корпорациями. Кроме того, тесные связи между банками и компаниями помогают в преодолении проблемы "дозировка" кредита, которая сопряжена с перекосами в информации, поскольку в этом случае банки проявляют большую готовность выделять средства для финансирования инвестиций корпораций. К примеру, японская корпоративная финансовая структура в принципе зависит от банковского кредитования 50/.

86. Порой утверждают, что поглощения подрывают договорные отношения между инвесторами, менеджерами и сотрудниками корпораций. В результате этого стабильность инвестиционной деятельности в долгосрочной перспективе ставится под вопрос. Финансовые рынки, на которых поглощения играют ведущую роль, могут в этой связи страдать "близорукостью", т.е. узостью временных горизонтов при принятии корпорациями инвестиционных решений 51/. Помимо этого, нередко заявляют, что ожидаемая доходность инвестиций и, следовательно, стоимость мобилизованного капитала, которая диктуется требованиями обязательного расчета поквартальных или шестимесячных показателей дохода в расчете на одну акцию, в англосаксонской системе фондовых рынков слишком высока по сравнению со стоимостью капитала на японских и германских рынках капиталов.

87. Исходя из этих замечаний и из тезиса о якобы более высокой конкурентоспособности Японии и Германии по сравнению с Соединенными Штатами и Соединенным Королевством, делались выводы о том, что фондовые рынки зачастую причиняют "ущерб" реальной экономике. Согласно этой точке зрения, экономика Соединенных Штатов и Соединенного Королевства, "ориентированная на рынок", является менее конкурентоспособной, чем экономика Японии и Германии, "ориентированная на банки", из-за различий в структурах контроля в корпорациях, которые оказывают влияние на инвестиционную политику компаний 52/.

---

50/ См. J. Corbett: "International perspectives on financing: evidence from Japan", Oxford Review of Economic Policy, Vol. 3, No. 4, Winter 1987.

51/ См., например, Franks and Mayer, op. cit. и Jenkinson and Mayer, op. cit.

52/ Этот аргумент был выдвинут Аджитом Сингхом (Ajit Singh, op. cit.).

88. Однако следует отметить, что, во-первых, эти выводы основаны на наблюдениях за самые последние годы. Раньше (в 50-х и 60-х годах, например) экономика Соединенных Штатов была достаточно конкурентоспособной, хотя функционировала она в условиях той же рыночной системы. Во-вторых, причины различий в конкурентоспособности не ограничиваются лишь этим и включают в себя не только такие факторы, как финансовые системы соответствующих стран, но и различия в культуре и организации промышленности. В-третьих, хотя в условиях систем, "с ориентированных на банки", острота проблемы "дозировка" банковского кредита может быть снижена для уже действующих фирм, новые фирмы все же могут сталкиваться с ограниченностью банковских займов и, следовательно, оказываются вынужденными опираться на другие источники финансирования рисков. В-четвертых, возможность негативного воздействия поглощений на управление корпорациями не сводит на нет другие позитивные аспекты вклада фондовых рынков, поскольку акции остаются важными финансовыми инструментами распределения рисков и обеспечения здоровой корпоративной финансовой структуры. (Можно, в частности, отметить, что, несмотря на важную роль банков, японский фондовый рынок является вторым по величине в мире после Соединенных Штатов.) Во многих развивающихся странах переплетение крупнейших корпоративных и банковских структур часто оказывает негативное воздействие на платежеспособность и эффективность финансовой системы; помимо этого, оно приводит к блокированию возможности выхода на товарные рынки для новых фирм и тем самым мешает эффективному развитию промышленности. В-пятых, в последние несколько лет в германской и японской системах стали заметными определенные признаки реорганизации 53/ под воздействием глобальной интеграции и либерализации их рынков капиталов. В то же время рост веса институциональных инвесторов в Соединенных Штатах и Соединенном Королевстве может привести к изменению формы корпоративного контроля, поскольку эти инвесторы имеют более широкие возможности для надзора за руководством корпорации, чем индивидуальные акционеры. Развивающиеся страны могут извлечь из этого опыта определенные уроки.

#### Мобилизация ресурсов и фондовые рынки в развивающихся странах

89. Общий вывод, который можно сделать из всего вышеизложенного, заключается в том, что любая страна с достаточно развитой промышленностью может извлечь определенные выгоды из деятельности фондовых рынков, которые способствуют обеспечению большей динамики развития, поскольку они могут выступать полезным дополнением банковского сектора в деле финансирования деятельности, сопряженной с риском.

90. Все больше развивающихся стран создают у себя фондовые рынки; это свидетельствует о признании того, что фондовый рынок способен сыграть свою роль в финансовой системе (таблица 2). В период до 50-х годов и непосредственно в 50-е годы было создано 14 фондовых рынков; в 60-е годы - 6; в 70-е - 9; в 80-е - 10, а в 1990-1991 годах - 11. Темпы формирования фондовых рынков в последнее время ускорились, поскольку развивающиеся страны и страны Восточной Европы во все большей степени ориентируются на рыночную финансовую модель.

---

53/ Мелкие акционеры в Германии и Японии оказывают на компании давление, требуя предоставить им больше прав контроля за руководством (Financial Times, 1 July 1993 и 1 October 1993).

91. Мексика 54/, например, придает своему фондовому рынку важную роль как источнику рискового капитала, как инструменту осуществления программы приватизации, как средству привлечения иностранного капитала и как фактору, способствующему повышению эффективности управления отечественными компаниями. И действительно, доступ на отечественный фондовый рынок обязывает корпорации повышать качество учета и управления и помогает поддерживать должное соотношение между собственным и заемным капиталом.

92. Отрывочная информация, полученная о вкладе фондовых рынков в финансирование корпораций, свидетельствует о том, что в более развитых из развивающихся стран в последнее время произошел всплеск эмиссионной активности на фондовых рынках (таблица 6). Одним из критерии оценки значимости акций как источника капитальных средств для инвестиционной деятельности корпораций является доля новых выпусков акций отечественными фирмами в валовых внутренних капиталовложениях (ВВК) 55/. В некоторых из быстро развивающихся стран Восточной Азии этот показатель в отдельные годы достигал высоких уровней. Например, в Республике Корея доля новых выпусков акций в ВВК в 1989 году составляла около одной трети. В Таиланде этот показатель был равен 28% в 1989 году и почти 20% в 1990 году. В Малайзии этот коэффициент достиг в 1990 году 21,6%, а на Тайване (провинция Китая) их средняя доля в 1989-1992 годах составляла порядка 10%. В отличие от этого латиноамериканские страны при финансировании своей инвестиционной деятельности, судя по всему, опираются на фондовые рынки в меньшей степени, хотя Мексика в последние годы проявляет склонность к повышению такой эмиссионной активности.

93. В ходе сопоставительного исследования, посвященного опыту новых и развитых рынков, было обнаружено, что темпы эмиссии акций в нескольких из быстро развивающихся стран Восточной Азии превысили среднюю норму по странам "большой семерки" после второй мировой войны и в целом были примерно равны высоким темпам выпуска акций в Соединенных Штатах на ранних этапах процесса их развития 56/. Эта динамика подтверждает гипотезу о том, что выпуск акций как источник финансирования, как правило, приобретает более важную роль на последнем этапе стадии быстрого роста в экономическом развитии страны, а впоследствии такая эмиссионная активность становится более умеренной.

94. В ходе еще одного исследования, посвященного вопросам финансирования деятельности корпораций в развивающихся странах в период с 1980 по 1987 год, также было установлено, что фирмы в некоторых из включенных в выборку восьми стран при финансировании своей инвестиционной деятельности опирались на выпуск акций 57/. Доля акций в общем наборе инструментов финансирования роста

54/ См. Тематическое исследование, представленное Мексикой.

55/ Можно сделать оговорку о том, что в некоторых случаях средства, мобилизованные путем эмиссии акций, не могут быть в полном объеме использованы для наращивания инвестиций корпораций. Однако в целом компании, как правило, используют средства, получаемые при выпуске акций, для финансирования не текущих расходов, а долгосрочных инвестиций.

56/ Mullin: "Emerging equity markets in the global economy", в частности pp. 72-75.

57/ Ajit Singh and Javed Hamid: "Corporate financial structures in developing countries", Technical Paper No.1, IFC, Washington D.C. 1992.

корпораций составляла 40,3% в Республике Корея, 12,3% в Пакистане, 84,1% в Иордании, 76% в Мексике, 11% в Индии, 60,5% в Турции, 31,4% в Малайзии и 4,3% в Зимбабве.

95. И наконец, в некоторых странах была отмечена позитивная корреляционная связь между экономическим ростом и развитием фондовых рынков. Значимая корреляция между показателями соотношения капитализации фондового рынка и ВВП и темпами роста в период 1983-1991 годов была обнаружена в случаях Бразилии, Венесуэлы и Малайзии; позитивная корреляция между этими двумя переменными была выявлена и в других странах, таких, как Иордания, Колумбия, Мексика, Республика Корея, Таиланд и Индия <sup>58/</sup>. Вместе с тем направленность причинно-следственной связи с достоверностью установить нельзя: выступает ли развитие фондового рынка опорой роста или рост приводит к расширению фондовых рынков, неизвестно.

96. Эти предварительные наблюдения позволяют выявить роль, которую фондовые рынки играют в мобилизации финансовых ресурсов, особенно в развивающихся странах с динамичным ростом экономики. В ряде стран фондовые рынки развиваются высокими темпами, параллельно экономическому росту, а в периоды благоприятной конъюнктуры на этих рынках корпорации в интересах удовлетворения своих потребностей в финансовых средствах в значительной мере опираются на эмиссию акций. Однако для более углубленного анализа возможного вклада фондовых рынков в эффективное распределение ресурсов в развивающихся странах требуется дополнительная исследовательская работа.

**B. Макроэкономическое и финансовое значение иностранных портфельных инвестиций в акционерный капитал**

**Макроэкономическое значение**

97. После того, как разразился финансовый кризис, вызванный накоплением колоссальных долгов под финансирование развития в 70-е годы, развивающиеся страны активизировали усилия по привлечению внешних финансовых ресурсов, не приводящих к увеличению задолженности, в том числе прямых иностранных инвестиций и иностранных портфельных инвестиций в акционерный капитал. Главное преимущество таких финансовых потоков заключается в том, что выплаты в счет обслуживания ввезенного капитала привязаны к доходам от инвестиций, и это помогает осуществить увязку по срокам между выплатами в счет обслуживания капитала и возможностями производить такие платежи.

98. Однако крупные масштабы притока капитала в развивающиеся страны в последнее время вызывают тревогу в связи с макроэкономическим воздействием этих потоков и повышенным риском, сопряженным с этим для отечественных рынков капитала в силу непредсказуемости оттока внешних ресурсов. Резкое увеличение притока капитала в ряд латиноамериканских стран в последние годы привело к повышению реальных обменных курсов (в результате повышения номинальных обменных курсов в условиях гибкого валютного режима или в результате повышения

---

<sup>58/</sup> Коэффициенты корреляции между показателями соотношения капитализации фондового рынка и ВВП и темпами роста составляют следующие величины:  
Бразилия - 0,66; Венесуэла - 0,63; Малайзия - 0,57; Иордания - 0,47;  
Колумбия - 0,47; Республика Корея - 0,45; Мексика - 0,43; Таиланд - 0,42;  
Индия - 0,40.

темпов инфляции в условиях режима фиксированных обменных курсов), а это может подорвать конкурентоспособность стран-реципиентов. Напротив, мощный приток капитала в некоторые из быстро развивающихся азиатских стран в последнее время не сопровождался повышением реальных обменных курсов 59/.

99. Страны реагировали на такой макроэкономический эффект притока капитала с помощью самых разнообразных средств экономической политики, включая полную либерализацию расчетов по текущим операциям, ужесточение фискального режима, операции по "стерилизации", контроль за притоком капитала и расширение диапазона допустимых колебаний обменного курса. Использование этих средств помогло остановить повышение реального обменного курса.

100. Что касается иностранных портфельных инвестиций в акционерный капитал, то масштабы притока этих средств в отдельных странах не настолько велики, чтобы оказать серьезное воздействие на реальные обменные курсы. Более высока вероятность возникновения негативного эффекта в случае массового изъятия уже осуществленных вложений в акционерный капитал в результате изменения их доходности в краткосрочной перспективе. Подобный отток ресурсов может породить проблемы с платежами и дестабилизировать экономику. Если резиденты проявят готовность закупить акции, которые желают продать иностранцы, то это вызовет сокращение резервов иностранной валюты. В других случаях произойдет резкое падение цен на акции. Однако падение курсов акций может причинить экономике не меньший ущерб, если это скажется на других звеньях финансовой системы и если период такой неблагоприятной конъюнктуры окажется достаточно длительным, чтобы вызвать сокращение капиталовложений и потребления (через эффект воздействия на общественное богатство).

101. Опыт, накопленный до настоящего времени, свидетельствует о том, что подобные опасения по поводу массового оттока финансовых ресурсов в основном оказываются необоснованными. Сразу же после либерализации внутренних рынков происходит определенный чистый отток ресурсов, но вскоре после этого новые рынки начинают привлекать достаточные средства, т.е. проявляется тенденция к чистому притоку финансовых ресурсов, который затем становится более стабильным 60/. Было установлено также, что глобальные инвесторы, которые

---

59/ См. V. Corbo and L. Hernandez: "Macroeconomic adjustment to portfolio capital inflows: Rationale and some recent experiences", документ, представленный на симпозиуме Всемирного банка по портфельным инвестициям в развивающихся странах, 9-10 сентября 1993 года.

60/ Хан Ким и Сингал (цит. соч.), используя данные по портфельным инвестициям Соединенных Штатов на новых рынках, пришли к выводу, что на тех новых рынках, которые в принципе открывали свои двери для иностранных инвестиций (после определенного периода действия ограничений в отношении доступа на них для иностранных инвестиций), чистые потоки акционерного капитала становились отрицательными в первые месяцы после такой либерализации, а затем, как правило, превращались в положительные. Кроме того, средний коэффициент колебаний притока-оттока в период после либерализации оказывается гораздо более низким, чем средний коэффициент неустойчивости этих потоков в период, предшествующий такой либерализации.

осуществляют операции с акциями развитых рынков (все чаще используя производные финансовые инструменты) в поисках возможностей для арбитража, "инвестируют" средства на новых рынках, устойчиво наращивая долю этих средств в своих портфелях. В период 1986-1992 годов соотношение средних вложений в акции и общего объема операций с иностранными портфельными вложениями у глобальных инвесторов составляло в среднем ежегодно 2,6 на развитых рынках и 0,8 на новых рынках 61/. Помимо этого, вероятности дестабилизирующего оттока ресурсов не возникает, когда речь идет о средствах, мобилизованных с помощью депозитных свидетельств, операции с которыми осуществляются за рубежом. Как уже отмечалось, депозитные свидетельства в настоящее время являются основным компонентом иностранных портфельных инвестиций в акционерный капитал.

#### Финансовое значение

102. После либерализации новых рынков было отмечено усиление неустойчивости динамики доходности капитала. Однако это не было связано ни с неустойчивостью потоков акционерного капитала (которые, напротив, после либерализации рынков стабилизировались), ни с повышением чувствительности местных рынков к колебаниям цен на иностранных фондовых рынках (такая тенденция на них отсутствовала). Усиление неустойчивости рынка может быть обусловлено повышением эффективности операций на рынке в связи с более полным и оперативным отражением новой информации в ценах фондовых бумаг, повышением ликвидности и ускорением оборота. Тем не менее, учитывая вероятность такого воздействия на рынки, которые уже являются неустойчивыми, можно привести доводы в пользу более постепенной либерализации отечественных фондовых рынков.

103. С другой стороны, иностранные портфельные инвестиции в акционерный капитал дают свои выгоды за счет мобилизации дополнительных финансовых ресурсов, сокращения издержек, связанных с мобилизацией капитала для отечественных фирм, а также за счет повышения стандартов, применяемых на местных фондовых рынках 62/. Эмиссия акций отечественными фирмами на международных рынках капиталов путем их непосредственного размещения на международной основе или выпуска депозитных свидетельств, а также закупки новых акций на местных рынках иностранцами выступает прямым каналом финансирования роста капиталовложений. Даже приобретение акций иностранцами на вторичных рынках косвенным образом позволяет финансировать инвестиции. Прежде всего рост благосостояния местных инвесторов способен побудить их к увеличению своего потребления, что в свою очередь может стимулировать внутреннее производство и капиталовложения; те, кто продает акции, могут также сделать выбор в пользу направления части своих средств на финансирование других инвестиций. Во-вторых, увеличение спроса на местные акции со стороны иностранных инвесторов приводит к повышению курсов акций, а это снижает издержки, связанные с мобилизацией капитала, и стимулирует эмиссию новых акций.

---

61/ M. Howell (Baring Securities): "Institutional Investors as a Source of Portfolio Investment in Developing Countries", 9-10 September 1993.

62/ Анализ выгод, связанных с использованием иностранных портфельных инвестиций в акционерный капитал, см. V.R. Errunza: "Capital market, foreign portfolio investment and economic development".

104. Иностранные портфельные инвестиции в акционерный капитал действительно способствуют сокращению издержек, связанных с мобилизацией капитала отечественными фирмами. Через эффект устранения сегментации местных рынков либерализация фондовых рынков приводит к снижению стоимости акционерного капитала, поскольку это снижает фактор "национального систематического риска", который закладывается в показатели ожидаемых доходов от акций, а повышение иностранного спроса на местные акции вызывает рост их курсов 63/. Фактически на ряде новых рынков в последние два-три года произошло повышение коэффициентов соотношения рыночных цен на местные акции и доходов по ним 64/, что свидетельствует о снижении требуемых норм доходности по акциям.

105. И наконец, иностранные портфельные инвестиции в акционерный капитал, как ожидается, внесут вклад в дальнейшее развитие отечественных фондовых рынков. Иностранные инвесторы будут укреплять доверие к рынку среди местных инвесторов, будут требовать предоставления своевременной и качественной информации, а также защиты владельцев неконтрольных пакетов акций, и добиваться надлежащего регулирования рынка и операций на нем. Кроме того, иностранные портфельные инвестиции будут способствовать становлению новых институтов и формированию новых отраслей услуг, передаче технологии и обучению местного персонала.

106. По мнению мексиканских властей, иностранные портфельные инвестиции оказывают позитивное влияние на экономику 65/, содействуя притоку ресурсов, дополняющих внутренние сбережения, и помогая повысить стандарты, применяемые на отечественных фондовых рынках. Эмиссия АДР потребовала согласования определенной регламентационной практики между Мексикой и Соединенными Штатами в целях обеспечения равных возможностей для всех участников.

#### C. Меры для привлечения иностранных портфельных инвестиций в акционерный капитал

107. Иностранных инвесторов в новых рынках привлекают в основном высокие доходы, которые по сути дела определяются высокими темпами роста и благоприятными макроэкономическими тенденциями в странах, где эти рынки формируются. Наиболее привлекательными для иностранных портфельных инвестиций

63/ У тех компаний в развивающихся странах, которые выпустили принятые к котировке американские депозитные свидетельства (АДР), произошло снижение стоимости мобилизуемого капитала; см. World Bank, Global Economic Prospects... Помимо этого, при изучении динамики курсов акций страновых фондов, котирующихся на американских фондовых биржах, напрашивается вывод, что принятие к котировке акций страновых фондов на развитых рынках приводит к повышению цен на лежащие в их основе активы, операции с которыми осуществляются на выпустивших их новых рынках. Анализ по последнему аспекту см. V. Errunza, L. Senbet and I. Diwan: "Country funds: theory and evidence", документ, представленный на симпозиуме Всемирного банка по портфельным инвестициям в развивающихся странах, 9-10 сентября 1993 года.

64/ Коэффициенты соотношения цен на акции и доходов в расчете на акцию возросли в 1990-1992 годах в Аргентине, Бенесуэле, Индии, Колумбии, Мексике, Нигерии, Пакистане и Чили; см. IFC, Factbook 1993.

65/ См. Тематическое исследование, представленное Мексикой.

являются в основном те страны, в которых перспективы роста являются крайне благоприятными и которые в последнее время стали конкурентоспособными на международных рынках.

108. С учетом колоссального потенциала, которым обладают институциональные сбережения в странах ОЭСР, имеются широкие возможности для дальнейшего увеличения иностранных портфельных инвестиций как на уже существующих, так и на новых рынках. Для поощрения притока таких инвестиций странам необходимо будет укрепить доверие к ним со стороны инвесторов за счет обеспечения более прочной основы для функционирования местных фондовых рынков. Для этого потребуется обеспечить два предварительных условия:

- создать стабильный фундамент экономической политики, способствующий росту: это обеспечит крупное предложение высококачественных акций и достаточный спрос на них;
- сформировать адекватную институциональную, нормативную и общеправовую инфраструктуру, способную послужить опорой для эффективного функционирования рынка ценных бумаг.

Ниже в сжатой форме рассматриваются основные требования, предъявляемые к адекватной инфраструктуре 66/.

i) Создание институциональной инфраструктуры

109. Институциональная инфраструктура служит практической базой для функционирования рынка: звено финансовых посредников, облегчающих операции с ценными бумагами, управление инвестициями и оказание финансовых консультативных услуг; звено лиц, занимающихся предоставлением рыночных и смежных услуг фондовым биржам, внебиржевому рынку, оказывающих информационные услуги участникам рынка, обслуживающих систему операционных расчетов и зачета требований, а также передачу, регистрацию и хранение ценных бумаг; и звено лиц, оказывающих вспомогательные услуги в таких областях, как учет и ревизия, юридические консультации, финансовая оценка и рейтинг долговых инструментов 67/. Важным шагом в укреплении фондовых рынков является также развитие сети договорных сберегательных учреждений, которые могут играть важную роль на местных фондовых рынках.

---

66/ Требования, предъявляемые к инфраструктуре, рассматриваются в следующих работах: A.W. Van Agtmael: Emerging Securities Markets (Euromony Publications, London, 1984); R. Pardy: "Institutional reform in emerging securities markets", World Bank Working Papers, WPS 907, May 1992; T.M. Chuppe and M. Atkin: "Regulation of securities markets", World Bank Working Paper WPS 829, January 1992; V. Errunza: "Capital markets, foreign portfolio investment and economic development".

67/ Приводимый анализ вопросов институциональной инфраструктуры, общеправовой и нормативной основы, а также роли правительства в развитии рынков во многом основан на следующих источниках: R. Pardy, op.cit, и Chuppe and M. Allin, op. cit.

ii) Общеправовая и нормативная основа

110. Адекватная общеправовая и нормативная основа для развития жизнеспособного рынка ценных бумаг должна обеспечивать защиту инвесторов, поддерживать доверие к рынку со стороны населения и гарантировать дисциплину на рынке. Правовая и нормативная инфраструктура должна выполнять четыре основные функции: дисциплинарную, защитную, организационную и структурную <sup>68/</sup>.

111. Во-первых, на уровне дисциплинарной функции должны устанавливаться стандарты, регулирующие требования к достаточности собственного капитала компаний, требования к хранению ценных бумаг и финансовой отчетности посредников, требования к системе надзора, а также обеспечиваться выполнение всех этих требований. При этом определяются и критерии доступа к рынку, такие, как наличие солидной финансовой базы и техническая компетентность: это позволяет повысить стабильность системы в целом.

112. Во-вторых, должна быть создана эффективная сеть защиты инвесторов от махинаций на рынке и недостаточной транспарентности рынка. Главная роль здесь отводится предоставлению информации, ясности в договорных отношениях и строгой фидуциарной ответственности. На основе установления системы штрафов за неправомерные действия должна быть также обеспечена защита инвесторов от нечестной практики (такой, как операции с использованием конфиденциальной информации и махинации с ценами). Система правил, регулирующих предоставление информации, включает в себя эффективную нормативную систему, определяющую стандарты отчетности и обеспечивающую их соблюдение всеми компаниями, осуществляющими эмиссию ценных бумаг в публичном порядке и представляющими их к котировке на вторичном рынке - фондовых биржах. Кроме того, эти законы и нормы должны быть подкреплены принятием и использованием общепризнанных принципов учета и стандартов ревизионной деятельности квалифицированными бухгалтерскими работниками, придерживающимися строгих этических норм поведения.

113. В-третьих, нормами организационного характера определяются принципы создания и функционирования фондовых бирж, учетных домов и систем рыночной информации. Хотя в разных странах применяются неодинаковые структуры регулирования, в развитых странах в настоящее время чаще всего используется модель, основанная на концепции саморегулирования (зачастую частных) организаций рынка (таких, как фондовые биржи, советы по стандартам учета и профессиональные ассоциации бухгалтеров и ревизоров) под общим государственным контролем.

114. На новых рынках тип используемой структуры регулирования зависит от уровня развитости рынка и от наличия обслуживающей его инфраструктуры. На ранних этапах развития рынка правительства или квазиправительственные организации (например, организованная государством фондовая биржа), как правило, оказывают на рынок более весомое влияние. Зачастую это происходит потому, что необходимой базовой инфраструктуры для рынков ценных бумаг еще нет. На государственные органы, занимающиеся регулированием, часто

---

<sup>68/</sup> См. Dimitri Vittas: "The impact of regulations on financial intermediation", World Bank Working Paper WPS 746, August 1991.

возлагается задача содействия развитию рынка, а также разработки норм для защиты инвесторов. Саморегулирование на этом этапе еще не играет важной роли. В последние годы стала проявляться тенденция создавать комиссии по ценным бумагам или аналогичные им организации примерно в то же время, когда организованный фондовый рынок получает законное право на осуществление операций (например, Польша и Венгрия). В отличие от этого Индия, Малайзия и Таиланд, в которых фондовые рынки развиты достаточно хорошо, создали комиссии по ценным бумагам только в последнее время. В прошлом эти страны опирались на смешанную систему саморегулирования и государственного контроля за определенными видами деятельности, такими, как эмиссия ценных бумаг и доступ к рынку.

115. В-четвертых, меры структурного контроля позволяют правительствам регулировать общий состав и структуру фондовых рынков за счет использования таких механизмов, как установление ограничений в отношении иностранного владения посредническими организациями, видов деятельности, в которых могут участвовать финансовые посредники, а также четких требований к финансовым инструментам, которые могут обращаться на фондовом рынке.

116. И наконец, осуществление и обеспечение соблюдения законов и общих принципов для реализации вышеуказанных четырех основных функций будет иметь не менее важное значение для эффективности, сбалансированности и стабильности рынка, чем принятие самих законов и норм.

iii) Прочие государственные меры

117. На новых рынках правительства часто играют активную роль в деле развития фондовых рынков через различные системы стимулов. На ранних этапах развития рынка правительства располагают определенным арсеналом средств для стимулирования роста фондовых рынков. Правительства могут:

- снижать издержки, связанные с мобилизацией капитала, предоставляя существенные налоговые льготы тем компаниям, которые преобразуются в публичные и представляют свои акции к котировке;
- расширять круг обращающихся на рынке ценных бумаг в интересах обеспечения емкости рынка, например, требуя от компаний определенного размера и с определенным сроком существования предъявлять свои акции к котировке на фондовом рынке;
- сокращать операционные издержки, устанавливая размеры комиссионных выплат брокерам на низком уровне;
- сокращать издержки, связанные с содержанием рыночной инфраструктуры, финансируя (и в конечном итоге полностью обслуживая) фондовую биржу или фондовую клиринговую организацию;
- устанавливать низкие или нулевые ставки налога на реализованный прирост капитала.

Таблица 1

**Оценки притока иностранных портфельных инвестиций  
в развивающиеся страны**

**А. Всемирный банк (закупки-брутто)  
(в млн. долл. США)**

	1989	1990	1991	1992
Страновые фонды	2,2	2,9	1,9	0,6
Депозитные свидетельства	0,0	0,1	4,9	5,6
Прямые инвестиции в акционерный капитал	1,3	0,8	1,5	1,9
Совокупный приток портфельных инвестиций в акционерный капитал	3,5	3,8	7,9	8,2

Источник: World Bank, World Debt Tables 1992-1993, Volume 1.

**В. "Бэлинг секьюритиз" (чистый приток, т.е. закупки за вычетом продажи акций)  
(в млн. долл. США)**

	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992
<u>Всего (первичные и вторичные рынки)</u>	0,94	1,72	1,44	8,62	12,58	13,15	17,12
<u>Первичный выпуск</u> (включая депозитные свидетельства)	0,50	0,00	0,03	0,19	1,25	4,44	6,16
<u>Вторичный рынок</u> (чистый приток)	0,89	1,72	1,30	8,44	11,33	8,71	10,96
<u>Географическая структура:</u> <u>Вторичные рынки + АДР</u>							
Латинская Америка в % к итогу	0,15 (16,7)	0,28 (16,7)	0,66 (50,4)	4,83 (57,5)	8,98 (78,7)	10,49 (87,7)	8,00 (57,1)
Юго-Восточная Азия в % к итогу	0,70 (77,8)	1,27 (74,7)	0,58 (44,3)	1,42 (16,9)	1,51 (12,2)	0,85 (7,1)	4,41 (31,5)
Прочие новые рынки в % к итогу	0,05 (5,5)	0,15 (8,8)	0,07 (5,3)	2,15 (25,6)	0,92 (8,1)	0,65 (5,4)	1,59 (11,4)
Итого	0,90	1,70	1,31	8,40	11,4	11,99	14,00

Источник: Baring Securities: Cross-Border Capital Flows, A study of Foreign Equity Investment, 1991/92 Review.

Примечание: Страновой охват "Бэлинг секьюритиз" может отличаться от охвата Всемирного банка.

Таблица 2

**Новые фондовые рынки**

Страна/ территория	Дата создания	Число компаний, котирующих свои акции	Ограничения в отношении иностранных владения
-----------------------	---------------	--	---

**Азия:**

**Китай**

Шанхай	1990, 1991 годы для (акций класса "B")	10	Иностранные инвесторы могут приобретать только акции класса "B", которые обращаются параллельно с обыкновенными акциями класса "A".
Шэньчжань	1990, 1991 годы для (акций класса "B")	9	

**Индия**

Бенгалуру	1957 год	350	Иностранцы имеют право владеть максимум 5%
Бомбей	1857 год	2 781	
Калькутта	1908 год	2 456	
Дели	1947 год	2 114	
Мадрас	1937 год	717	

**Индонезия**

Джакарта	1977 год	155	Доля собственности иностранцев не может превышать 49%
Сурабая	1989 год	164	акционерного капитала любой компании.

Республика Корея	1956 год	688	Индивидуальные иностранные инвестиции не должны превышать 3%; в целом иностранные инвестиции не должны превышать 10% капитала котируемых компаний. Потолок был повышен до 25% для определенных компаний.
------------------	----------	-----	---

Таблица 2 (продолжение)

Страна/ территория	Дата создания	Число компаний, котирующих свои акции	Ограничения в отношении иностранных владений
Малайзия	1973 год	366 (3 ино- странных)	Доля собственности иностранцев в акционерном капитале компаний в целом ограничена 30% для банков и финансовых учреждений, но может достигать 100% в случае акций других компаний.
Непал	1984 год	49 (5 ино- странных)	Режим установлен Законом 2019 о валютном регулировании.
<b>Пакистан</b>			
Карачи	1948 год	628 (63 ино- странных)	Ограничения отсутствуют.
Лахор	1970 год	453 (36 ино- странных)	
<b>Филиппины</b>			
Макати	1965 год	162	Доля акций любой компании, принадлежащей иностранцам, не может превышать 40%.
Манила	1927 год	170	Иностранные инвесторы могут осуществлять операции только с акциями класса "B".
Шри-Ланка	1985 год	190	Иностранные могут приобретать до 40% акций любых котируемых компаний, за определенными изъятиями (49% акций любого банка).

Таблица 2 (продолжение)

<u>Страна/ территория</u>	<u>Дата создания</u>	<u>Число компаний, котирующих свои акции</u>	<u>Ограничения в отношении иностранных владений</u>
Тайвань, провинция Китая	1961 год	256	Иностранные учреждения могут владеть максимум 5% акций любой котируемой компании; общая доля иностранцев в акционерном капитале любой котируемой компании не может превышать 10% от обращающихся на рынке акций. Иностранцам запрещено вкладывать средства в некоторые компании.
Тайланд	1960 год (реорганизован в 1975 году)	305	Доля иностранцев в акционерном капитале ограничена максимум 49% в случае нефинансовых компаний и 25% в случае финансовых компаний.
Гонконг	1914 год (реорганизован в 1986 году)	413 (27 иностранных)	Ограничения отсутствуют
Сингапур	1973 год	163 (14 иностранных)	Ограничения в отношении иностранных инвестиций, предусмотрены только в определенных отраслях, таких, как банковское дело, финансы, издательское дело и транспорт.
<b>Латинская Америка</b>			
<b>Аргентина</b>			
Буэнос-Айрес	1854 год (реорганизован в 1929 году)	175	Ограничения отсутствуют
Росарيو	1884 год	172	
Барбадос	1987 год	15	С санкции органов валютного контроля

Таблица 2 (продолжение)

<u>Страна/ территория</u>	<u>Дата создания</u>	<u>Число компаний, котирующих свои акции</u>	<u>Ограничения в отношении иностранных владений</u>
<b>Бразилия</b>			
Рио-де-Жанейро	1985 год	593	Совместные фонды и институциональные инвесторы могут осуществлять инвестиции без ограничений. Физические лица не могут инвестировать средства напрямую.
Сан-Паулу	1893 год	565	Лимит - 49% стоимости голосующих обыкновенных акций.
Чили	1890 год	245	Ограничения отсутствуют.
Колумбия	1928 год	80	Ограничения отсутствуют
Коста-Рика	1976 год	93	Ограничения отсутствуют
Эквадор	1969 год	85 (3 иностранных)	Ограничения отсутствуют
Сальвадор	1992 год	-	Ограничения отсутствуют
Гондурас	1990 год	28	Ограничения отсутствуют
Ямайка	1969 год	48	Ограничения отсутствуют
Мексика	1894 год	195	Иностранцам разрешается приобретать акции следующих категорий: серии "B" (свободная подписка), серии "A" (нейтральные фонды), серии "C и L" (неголосующие).
Панама	1990 год	11	Ограничения отсутствуют
Перу	1970 год	287	Ограничения отсутствуют
Тринидад и Тобаго	1981 год	27	При закупках акций, которые могут привести к тому, что в руках иностранных инвесторов окажется более 30% акционерного капитала котируемой компании, требуется лицензия.

Таблица 2 (продолжение)

<u>Страна/ территория</u>	<u>Дата создания</u>	<u>Число компаний, котирующих свои акции</u>	<u>Ограничения в отношении иностранных владений</u>
Уругвай	1867 год (реорганизован в 1927 году)	26	Ограничения отсутствуют
Венесуэла	1947 год (реорганизован в 1974 году)	66	Иностранные инвесторы должны регистрироваться и получать разрешение в Главном управлении по иностранным инвестициям. Иностранные могут владеть до 100% акций, за исключением акций банков.
<b>Ближний Восток и Африка</b>			
Ботсвана	1989 год	10 (4 иностранных)	Доля иностранцев в свободном капитале котируемых компаний не может превышать 25%; любой иностранный инвестор в индивидуальном порядке не может владеть более чем 5% акций.
Кот-д'Ивуар	1976 год	24	Ограничения отсутствуют
Египет	1883 год (реорганизован в 1981 году)	656	Ограничения отсутствуют
Гана	1990 год	13	В соответствии с положениями Закона о валютном регулирова- нии, иностранцы, желающие осуществить инвестиции, должны получить разрешение Банка Ганы.
Иордания	1978 год	103	Ограничения отсутствуют
Кения	1954 год	57	Ограничения отсутствуют
Кувейт	1984 год	39 (10 ино- странных)	Граждане стран - членов ССЭ могут инвестировать средства во всех секторах, за исключе- нием банковского и страхового дела.

Таблица 2 (окончание)

Страна/территория	Дата создания	Число компаний, котирующих свои акции	Ограничения в отношении иностранного владения
Кувейт	1984 год	39 (10 иностранных)	Граждане стран - членов ССЭ могут инвестировать средства во всех секторах, за исключением банковского и страхового дела.
Маврикий	1989 год	22	Ожидается принятие закона, в соответствии с которым иностранцам будет разрешено вкладывать средства в паевые трест-фонды и в установленных пределах участвовать в операциях фондовой биржи.
Марокко	1929 год (реорганизован в 1967)	62 (6 иностранных)	Ограничения отсутствуют
Нигерия	1960 год	153	Ограничения имеются
Турция	1986 год	145	Ограничения отсутствуют
Зимбабве	1975 год	62	Ограничения имеются
<b>Восточная Европа:</b>			
Болгария	1991 год	-	Ограничения отсутствуют
Венгрия	1990 год	23	В настоящее время иностранцам разрешено владеть только именными акциями.
Польша	1991 год	16	Ограничения отсутствуют
Российская Федерация	1991 год	10	Ограничения на владение акциями корпораций отсутствуют; при закупке иностранцами государственных ценных бумаг требуется разрешение министерства финансов.
Словения	1990 год	26	Ограничения отсутствуют

Источник: Institutional Investor, October 1992; IFC: Emerging Stock Markets Factbook 1993.

Таблица 3

**Новые фондовые рынки**

**Годовые темпы роста**

	1976- 1980	1980- 1985	1985- 1990	1990- 1992
<b><u>Капитализация рынка</u></b>				
- Латинская Америка	171,9	6,2	7,7	79,9
- Азия	33,1	-0,1	36,0	23,7
- Итого, новые рынки	45,5	1,8	28,7	32,1
<b><u>Стоимостной объем торговли</u></b>				
- Латинская Америка	29,5	18,4	-2,4	98,9
- Азия	31,8	-4,4	99,9	-18,9
- Итого, новые рынки	31,4	3,0	77,0	-13,8

**Источник:** IFC, Emerging Stock Markets Factbook, различные выпуски.

Таблица 4

Сводная статистика фондовых рынков, 1992 год

Капитализация (млн. долл. США) (1)	Стоймост- ной объем операций (2)	Оборот- ный коэффи- циент (3)= (2)/(1)	Доля 10 самых крупных компаний в капита- лизации рынка на конец 1992 года (4)	Число коти- руемых компа- ний (5)	Доля 10 компа- ний, ак- ции кото- рых поль- зуются наиболь- шим спро- сом, в стоеимост- ном объеме операций 1992 год (6)	
					%	%

Латинская Америка

Аргентина	18 633	15 679	84	68,8	175	72,5
Бразилия	45 261	20 525	45	29,3	565	51,2
Чили	29 644	2 029	7	53,8	245	57,9
Колумбия	5 644	554	10	78,5	80	62,9
Мексика	139 061	44 582	32	31,7	195	39,4
Венесуэла	7 600	2 631	35	59,6	66	80,0

Восточная Азия

Филиппины	13 794	3 104	22	52,2	170	30,6
Республика Корея	107 448	116 101	108	30,5	688	22,4
Тайвань (провинция Китая)	101 124	240 667	238	30,2	256	15,4

Южная Азия

Индия	65 119	20 597	32	22,6	6 700	32,2
Индонезия	12 038	3 903	32	39,2	155	61,4
Малайзия	94 004	21 730	23	30,9	366	14,0
Пакистан	8 028	980	12	23,0	628	19,1
Таиланд	58 259	72 060	124	28,5	305	36,3

Таблица 4 (окончание)

				Доля 10 самых крупных компаний в капита- лизации рынка на конец 1992 года	Число коти- руемых компа- ний	Доля 10 компа- ний, ак- ции кото- рых поль- зуются наиболь- шим спро- сом, в стоимост- ном объеме операций 1992 год
	Капитализация (млн.долл.США) (1)	Стоймост- ной объем операций (2)	Оборот- ный коэффи- циент % (3)= (2)/(1)			
<u>Европа/Ближний Восток/Африка</u>						
Иордания	3 365	1 317	39	49,4	103	31,6
Нигерия	1 243	23	2	48,5	153	53,6
Турция	9 931	8 191	82	39,9	145	11,4
Зимбабве	628	20	3	36,5	62	47,7

Развитые рынки

Канада	243 018	83 448	34	30,8	1 119	...
Франция	350 858	125 052	36	28,7	786	...
Германия	348 138	892 037	256	40,4	665	...
Япония	2 399 004	635 261	26	16,5	2 118	...
Швейцария	195 285	75 407	39	53,5	180	...
Соединенное Королевство	838 579	382 996	46	24,2	1 874	...
США	4 757 879	2 678 523	56	14,9	7 014	...

Источник: IFC, Emerging Stock Markets Factbook 1993.

Таблица 5

Коэффициенты корреляции по месячной доходности акций  
с индексом по США

Страна/территория	1976-1980	1981-1984	1984-1988	1988-1992
Аргентина	-0,052	0,071	-0,04	0,03
Бразилия	-0,023	0,057	0,08	0,14
Чили	-0,172	-0,133	0,20	0,15
Индия	0,269	-0,071	0,04	-0,16
Иордания	0,379	0,080	0,03	0,24
Малайзия	...	...	0,16	0,53
Мексика	0,223	-0,102	0,26	0,31
Филиппины	...	...	0,28	0,40
Республика Корея	0,231	0,148	0,04	0,20
Тайвань, провинция Китая	...	...	0,17	0,12
Таиланд	-0,358	0,235	0,27	0,41
Турция	...	...	0,26	-0,13
Зимбабве	-0,035	0,181	0,22	0,03
ЕАДВ <u>a/</u>	...	...	0,41 <u>b/</u>	0,45

- Источники: - Показатели за 1976-1980 и 1981-1984 годы заимствованы из издания: Errunza, V. and Padmanabhan, P.: "On benefits of portfolio investments in emerging markets", Financial Analysts Journal, July-August 1988, pp. 76-78.
- Данные за 1985-1990 и 1987-1992 годы взяты из издания IFC, Emerging Stock Markets Factbook, 1989, 1993.

a/ Сводный индекс по Европе, Австралии, Дальнему Востоку.

b/ 1985-1989 годы.

Таблица 6

**Новий капитал, мобилизованный отечественными компаниями на фондовых рынках, 1989-1992 годы**  
(по обменному курсу на конец года)

	1989			1990			1991			1992		
	Всего	В % от валовых	В % от внутрен-них капи-тало-вложений	Всего	В % от валовых	В % от внутрен-них капи-тало-вложений	Всего	В % от валовых	В % от внутрен-них капи-тало-вложений	Всего	В % от валовых	В % от внутрен-них капи-тало-вложений
Аргентина	5,0	0,1	0,4	189,0	5,8	2,6	263,1	1,4	...	311,5	1,7	...
Бразилия	189,7	0,4	0,7	243,6	1,5	0,6	314,4	0,7	0,1	233,1	0,5	...
Чили	...	...	...	...	...	...	183,0	0,6	3,5	479,3	1,6	6,9
Мексика	591,1	2,6	1,7	1 078,0	3,3	2,5	3 433,1	3,5	6,3	4 851,2	3,5	...
Турция	...	...	...	...	...	...	2 066,1	13,2	11,7	1 178,5	11,9	...
Гонконг	2 242,9	2,9	13,0	2 662,3	3,2	13,5	4 904,3	4,0	21,3	13 220,4	...	...
Малайзия	592,8	1,5	5,3	2 994,8	6,2	21,6	1 235,1	2,1	...	3 624,6	3,9	...
Республика												
Корея	21 585,0	15,3	32,4	4 072,9	3,7	4,6	3 545,1	3,7	3,4	2 278,6	2,1	2,2
Сингапур	512,6	1,4	4,8	1 259,5	3,7	9,4	...	...	...	...	...	...
Тайвань	3 254,4	1,4	10,0	3 537,3	3,5	10,1	4 310,7	3,5	10,6	4 696,9	4,6	9,9
Тайланд	6 008,3	23,4	28,04	5 701,3	23,9	19,8	2 359,7	6,6	...	2 147,9	3,7	...

Источник: - Rapport de la Federation International de Bourses de Valeur, различные выпуски.

- IFC, Emerging Stock-Markets, Factbook 1993.

- World Bank, World Tables 1993.