

На правах рукописи

ИНСТРУМЕНТОВ КИРИЛЛ СЕРГЕЕВИЧ

**СОВРЕМЕННЫЕ ИНВЕСТИЦИОННЫЕ СТРАТЕГИИ УЧАСТНИКОВ
МИРОВОГО ФОНДОВОГО РЫНКА**

Специальность 08.00.14 Мировая экономика

**Автореферат
диссертации на соискание ученой степени
кандидата экономических наук**

Москва– 2009 г.

Работа выполнена на кафедре экономики зарубежных стран и внешнеэкономических связей экономического факультета Московского государственного университета имени М.В. Ломоносова.

Научный руководитель: доктор экономических наук, профессор
Кулаков Михаил Васильевич

Официальные оппоненты: доктор экономических наук, профессор
Дубинин Сергей Константинович

кандидат экономических наук
Антипов Константин Карлович

Ведущая организация: **ГОУ ВПО**
«Российская экономическая академия
имени Г. В. Плеханова»

Защита диссертации состоится 12 ноября 2009 г. в 15.30 на заседании диссертационного совета Д 501.002.03 при Московском государственном университете имени М.В. Ломоносова по адресу: 119991, Москва, Ленинские горы, МГУ имени М.В. Ломоносова, 3-й учебный корпус гуманитарных факультетов, экономический факультет, аудитория № 407

С диссертацией можно ознакомиться в читальном зале Научной библиотеки имени А.М. Горького 2-го учебного корпуса гуманитарных факультетов МГУ имени М.В. Ломоносова.

Автореферат разослан 12 октября 2009 г.

Ученый секретарь
диссертационного совета

Пенкина С.В.

1. ОБЩАЯ ХАРАКТЕРИСТИКА РАБОТЫ

Актуальность темы исследования.

Современное функционирование мирового фондового рынка основано на взаимодействии различных стратегий его участников. Качество выбора инвестиционной стратегии во многом определяет не только результат деятельности субъектов рынка, но и тенденции его развития в целом. Особенно ярко это проявляется в периоды глобальных шоков. Поэтому важно оценить слабые и сильные стороны различных стратегий инвестирования, сравнить их эффективность до и во время кризиса. В связи с высокой волатильностью портфельных инвестиций последние могут стать причиной или явиться катализатором кризисных явлений, как на рынках отдельных стран, так и в мировой экономике в целом.

За первые семь лет двадцать первого века объем иностранных портфельных инвестиций в акции в мире вырос более чем в 3 раза с 5,2 трлн до 17,7 трлн долл. США, а в странах БРИК увеличился в 5-9 раз (с 37 млрд до 369 млрд долл. в Бразилии, с 43 млрд до 125 млрд долл. в Китае, в России – с 11 млрд до 186 млрд долл.). При этом капитализация рынков акций в странах с низким и средним уровнем доходов увеличилась за тот же семилетний период в 5,5 раз и достигла 11 трлн долл., что соответствует 114% их суммарного ВВП. В результате кризиса 2008 г. после такого спекулятивного перегрева потери в капитализации мирового фондового рынка составили, по некоторым оценкам, 30 трлн долл. США. Только капитализация входящих в Мировую федерацию бирж площадок упала на 28,3 трлн долл.

Благодаря высокой мобильности портфельные инвестиции быстро предоставляют необходимые средства экономикам стран с перспективными, но пока еще формирующимися финансовыми рынками, тем самым увеличивая их масштабы, повышая ликвидность и делая более устойчивыми к малым шокам. В результате компании получают доступ к относительно дешевому финансированию, повышается эффективность рынка за счет привлечения более опытных участников, формируется культура инвестирования в акции. Поэтому изучение процесса принятия решений участниками мирового фондового рынка представляется весьма актуальным.

В связи с современным финансовым кризисом представляется не менее важным рассмотреть, как и какие действия регуляторов влияют на реализацию инвестиционных

стратегий и какое воздействие оказывает активизация государств в качестве участников фондового рынка на принятие решений частными инвесторами.

Цель исследования. Диссертационное исследование преследует цель проанализировать современные инвестиционные стратегии участников мирового фондового рынка и оценить эффективность и устойчивость этих стратегий в кризисных ситуациях.

Для достижения вышеуказанной цели были поставлены следующие **задачи**:

- классифицировать распространенные на мировом фондовом рынке стратегии инвестирования;
- проследить связь анализируемых в работе инвестиционных стратегий с такими экономическими теориями, как гипотеза эффективного рынка и поведенческая теория финансовых рынков;
- на основании анализа предпочтений участников мирового фондового рынка и активов, находящихся в их управлении, оценить распространенность выделенных стратегий инвестирования;
- рассмотреть выбор стратегии как инструмент контроля над рисками, присущими как финансовому рынку, так и инвестору;
- выделить факторы, приводящие к выходу участников национального рынка на международный фондовый рынок;
- проанализировать связь современного мирового финансового кризиса с предпочтениями участников рынка в выборе стратегий;
- оценить доходность различных стратегий до и во время финансового кризиса;
- выделить стратегии инвестирования, наиболее эффективные в условиях глобальных шоков.

Объектом диссертационного исследования является современный мировой фондовый рынок.

Предмет диссертационного исследования составляют стратегии инвестирования в условиях экономической стабильности и глобальных шоков.

Методологическую основу диссертационного исследования формируют принятые в отечественной науке способы и формы научного познания, такие как системный подход, методы сравнительного анализа и синтеза, методы абстрактно-логической оценки, методы детализации, группировки и обобщения, экспертные оценки, математические методы.

тические и статистические методы анализа, построение и верификация моделей и другие.

Теоретическая основа диссертационного исследования представлена научными трудами отечественных и зарубежных ученых по вопросам развития мирового фондового рынка, теории управления рисками, теории рациональных ожиданий, гипотезы эффективного рынка, поведенческой теории финансовых рынков, теории международной торговли. Существенный вклад в разработку вопросов глобализации мировой экономики и развития фондового рынка внесли М.Ю. Алексеев, Б.И. Алехин, А.В. Аникин, А.И. Басов, О.В. Буклемишева, А.Н. Буренина, В.А. Галанов, В.Ф. Железова, Е.Ю. Жуков, А.В. Захаров, В.И. Колесников, В.П. Колесов, Л.Н. Красавина, М.В. Кулаков, В.Д. Миловидова, Я.М. Миркин, М.Н. Осьмова, К.В. Пензин, Б.Б. Рубцов, В.С. Торкановский, И.П. Фаминский, Г.Г. Чибриков, Р. М. Энтов и др. Вопросы управления рисками на мировом фондовом рынке исследовались в работах И.Т. Балабанова, О.А. Кандинской, А.А. Лобанова, М.А. Рогова, Э.А. Уткина, Н.В. Хохлова, М.В. Чекулаева, А.В. Чугунова. В работе также были использованы труды таких зарубежных исследователей, как Б. Биггс, З. Боди, А. Клейн, П. Кругман, А. Маркус, Ф. Мишкин, Дж. Мут, Б. Мэлкил, Дж. Пикфорд, Дж. Стиглиц, Дж. Сорос, Ю. Фама, У.Ф. Шарп, П. Шумейкер.

Эмпирическую основу диссертации составляют статистические и аналитические материалы Банка международных расчетов, Международного валютного фонда, Всемирного банка, ОЭСР, Национального бюро экономических исследований (NBER), Банка России, ЕЦБ, ФРС США, Банка Англии, Банка Японии; годовые отчеты компаний-участниц мирового фондового рынка, периодические издания по исследуемой проблематике.

Научная новизна диссертации представлена следующими положениями и выводами:

- на основе анализа развития мирового фондового рынка в последние десятилетия и поведения его участников расширен состав критериев для классификации современных инвестиционных стратегий: предложено ранжировать последние по критериям ориентированности на прибыль, принятию риска, характеру доходности, степени вовлеченности инвестора в жизненный цикл портфеля, а также классам инструментов и объектов инвестирования, в частности по стилю инвестирования и ориентированности на международный рынок. Такая классификация расширяет возможности при изучении степени распространенности стратегий на различных сегментах мирового фондового рынка;

- для объяснения и моделирования выхода участников на международный фондовый рынок предложена модификация модели международной торговли П. Кругмана для рынка акций. Модификация основана на использовании в качестве ключевых параметров капиталовооруженности национальных экономик и склонности к инвестированию в долевые бумаги;

- построена и апробирована на примере американских «голубых фишек» в 1990-е и 2000-е годы модель оценки инвестиционной привлекательности акций и доверительных интервалов изменения их стоимости, основанная на отрицательном дисконтировании денежных потоков будущих периодов. В частности, в ходе анализа показана корреляция средних для рынка горизонтов планирования с демографической ситуацией и долей активов институциональных инвесторов, находящейся в управлении страховых компаний и пенсионных фондов;

- выделены две группы факторов, раскрывающих механизм воздействия стратегий инвестирования на зарождение и развитие современного мирового финансового кризиса. К первой группе отнесены факторы, повлиявшие на формирование пузырей: асимметрия информации и «давление сверстников», пузырь слияний и поглощений; неверные оценки валютных рисков (многие инвесторы пользовались вариантом «кэрри трейда» на фондовом рынке); отказ большинства участников и регуляторов рынка от самостоятельной оценки инвестиционной надежности объектов инвестирования; самоисчерпание диверсификации; серьезная недооценка вероятности критических событий; некорректная оценка риска использования сложных производных финансовых инструментов. Вторая группа - это факторы, оказывающие влияние на характер протекания кризиса: «провалы» в регулировании; введение запретов на короткие продажи; бегство капиталов с более здоровых (в контексте причин, вызвавших кризис) рынков на кажущиеся исторически более надежными рынки развитых стран (в частности, американский); повышенная коррелированность действий частных инвесторов в условиях кризиса; кардинальная смена характера поведения пенсионных фондов; совпадение бизнес-циклов по всему миру и очень высокая степень взаимозависимости различных секторов национальных экономик между собой;

- на основании анализа доходности стратегий инвестирования в компании с высокой и низкой рыночной капитализацией на рынках США, Японии, Великобритании, Германии, Франции, России, Китая и Индии в различные периоды времени показана их сравнительная эффективность до и во время современного мирового финансового кри-

зиса, в частности, продемонстрировано влияние бюрократического риска на доходность инвестиций.

Практическая значимость диссертации заключается в возможности использования изложенных в работе подходов и выводов как регуляторами российского фондового рынка для оценки влияния норм регулирования на распространенность стратегий инвестирования, так и институциональными и индивидуальными инвесторами, планирующими выход на международный фондовый рынок.

Материалы диссертации могут быть использованы в учебном процессе высших учебных заведений экономического профиля при чтении базовых и специальных курсов по мировой экономике, мировым финансовым рынкам, иностранным инвестициям в мировой экономике, рынку ценных бумаг, проблемам международного инвестирования.

Апробация работы. Работа прошла апробацию на кафедре экономики зарубежных стран и внешнеэкономических связей экономического факультета МГУ имени М.В. Ломоносова.

Основные положения диссертации изложены автором в четырех научных публикациях общим объемом 2,5 п.л. в том числе в двух статьях в журналах «Экономические науки» и «Вестник Московского Университета. Серия 6. Экономика», входящих в перечень ведущих рецензируемых научных журналов и изданий, определенный ВАК.

Структура работы определена целями и задачами исследования.

Диссертация состоит из введения, трех глав, заключения, приложения и библиографического списка.

Введение

Глава 1. Инвестиционные стратегии и риски участников мирового фондового рынка

1.1 Классификация стратегий инвестирования

1.2 Типы рисков участников мирового фондового рынка

1.3 Структура международного рынка акций и модель выхода участников на международный фондовый рынок

Глава 2. Факторы, определяющие выбор инвестиционной стратегии на мировом фондовом рынке

2.1 Роль теории рациональных ожиданий и гипотезы эффективного рынка в формировании стратегий инвестирования

2.2 Иррациональные факторы в формировании инвестиционных стратегий

2.3 Влияние статуса инвестора на выбор стратегии

Глава 3. Эффективность инвестиционных стратегий в условиях текущего мирового финансового кризиса

3.1 «Нестандартные» аспекты формирования и развития мирового финансового кризиса 2007-2009 г.

3.2 Сравнительный анализ эффективности инвестиционных стратегий на разных сегментах мирового фондового рынка

Заключение

Приложения

Библиография

2. ОСНОВНОЕ СОДЕРЖАНИЕ РАБОТЫ

В соответствии с поставленными целями и задачами в диссертации последовательно исследуются следующие группы проблем.

Первая группа проблем связана с выявлением и классификацией стратегий инвестирования, наиболее распространенных среди участников мирового фондового рынка.

Автор различает международный и мировой фондовые рынки. Термин мировой фондовый рынок используется для обозначения совокупности всех национальных фондовых рынков. Международный фондовый рынок является, таким образом, подмножеством рынка мирового, определяемым спецификой своих участников (как инвесторов, так и эмитентов). Участником международного рынка в данной работе считается инвестор, который либо покупает ценные бумаги компаний не своей страны, в том числе и на своем национальном рынке; либо проводит операции на зарубежном фондовом рынке, в том числе и с бумагами национальных компаний.

Под стратегией инвестирования автор понимает сочетание целей инвестирования и методов оценки инвестором рисков и прибыльности инвестиционных инструментов. В работе используются четыре наиболее важные, на наш взгляд, критерия классификации стратегий участников мирового фондового рынка: ориентированность на прибыль и принятие риска; характер доходности; степень вовлеченности инвестора в жизненный цикл портфеля и классы объектов и инструментов инвестирования.

Классификация по ориентированности на прибыль и принятию риска достаточно условна. В чистом виде данные стратегии используются редко. Но при исследовании реальных стратегий инвестирования сравнение их с базовыми часто служит в качестве критерия оценки эффективности. Заметим, что стратегия может принадлежать к разным классам по отдельным рискам. Например, агрессивная по отношению к валютному

и консервативная по отношению к кредитному риску стратегия предполагает инвестирование только в компании с высоким кредитным рейтингом, но при этом не учитывает последствия изменения курсов валют и не использует хеджирование валютного риска.

По характеру доходности выделены два основных класса стратегий – стратегии с переменной и фиксированной доходностью. В связи с ориентированностью исследования на рынок акций временная структура не рассматривается, «пулевые» и «гантельные» стратегии в данной классификации являются частными случаями синтетических стратегий.

По степени вовлеченности инвестора в жизненный цикл портфеля выделяют два основных типа стратегий участников финансовых рынков: пассивные и активные. Специального внимания заслуживают такие комбинации этих двух основных типов как стратегии с пассивным ядром, в которых часть активов управляется пассивно, а часть активно, и стратегии, в которых лишь начальное распределение по активам формируется пассивно, а на протяжении жизненного цикла портфеля производится активное управление.

Пассивная инвестиционная стратегия в своем рациональном варианте подразумевает покупку хорошо диверсифицированного портфеля активов. Одной из наиболее популярных пассивных стратегий является стратегия индексирования в сочетании с подходом «купил и держи», который заключается в покупке актива в начале периода инвестирования и его продаже в конце периода. Другим часто применяемым пассивным подходом является усреднение по денежной стоимости, то есть вложение в ценные бумаги равных сумм денег через равные временные промежутки в надежде таким образом усреднить число акций, купленных в удачные и не удачные для рынка моменты. Основным теоретическим обоснованием эффективности пассивной инвестиционной стратегии является гипотеза эффективного рынка.

На рынках ценных бумаг в развивающихся странах и на тех участках развитых рынков, где отсутствует достаточное количество крупных игроков, способных окупить затраты на проведение серьезного анализа инвестиционной привлекательности ценных бумаг, степень эффективности может быть мала. Именно на этих сегментах рынка активные стратегии могут оказаться успешными. При их использовании инвестор рассчитывает за счет оперативного изменения структуры своего портфеля на основании краткосрочной информации получить значительный доход без увеличения уровня рисков.

Важным классом активных стратегий являются так называемые стилевые стратегии. Автор придерживается позиции, что стиль – это синтетический признак, объединяю-

ший выбранные для инвестирования ценные бумаги¹. К данной подгруппе активных стратегий можно отнести инвестирование в стоимость; в рост; в акции дивидендной доходности; в сильные ценные бумаги; инвестирование в компании с малой капитализацией; в плохо изученные компании; в «голубые фишки» и фирмы с большой капитализацией; в крупные компании; в престижные компании; в компании, которые не могут «прогореть»; инвестирование нейтральное относительно стилей; несогласованное инвестирование и копирование стиля успешных инвесторов.

Следующий большой класс активных стратегий составляют стратегии, основой которых является оптимизация момента входа на рынок и выхода с него, либо за счет прогнозирования динамики экономических циклов и сопутствующих им изменений в доходности инструментов (в простейшем случае акций и облигаций) на национальном рынке, либо за счет смены страновых рынков, на которых производится инвестирование.

Среди активных стратегий, использующих производные финансовые инструменты, можно условно выделить стратегии, в которых риски базового актива хеджируются при помощи деривативов (покрытый колл, защищенный опцион пут, коллар); стратегии, в которых используемые производные финансовые инструменты являются источником рисков (стеллаж, спрэд, непокрытый опцион); и синтетические стратегии, основанные на комбинировании опционных контрактов между собой или с базовыми активами и фьючерсами для достижения доходов и подверженности рискам, близких к демонстрируемой другими производными инструментами.

Важным подразделом предложенной классификации стратегий участников мирового фондового рынка являются ориентированные на международный рынок стратегии, в которых оценка активов проводится по аналогии со стиливыми стратегиями, но основным фактором является страновая принадлежность объекта инвестирования:

- инвестирование на рынках «стоимости». Отношение цены акций к доходам компании в расчете на акцию в последние несколько лет неуклонно снижалось в развитых странах и росло в развивающихся. Однако следует заметить, что даже в странах БРИК разрыв по этому показателю в доступных для иностранных инвесторов акциях очень заметен. В период с 2000 г. по 2007 г. отношение Р/Е выросло в Бразилии с 11,5 до 16,6, в Китае – с 21,6 до 50,5, на рынке Индии – с 16,8 до 31,6 и в России – с 3,8 до 18,4.

¹ См. Секреты инвестиционного дела. Под ред. Джеймса Пикфорда. М.: Олимп-Бизнес, 2006, стр. 24

- инвестирование на рынках «роста». С января 2003 г. по ноябрь 2007 г. фондовый рынок Бразилии вырос на 900%, России примерно на 430%, рынки Индии и Китая выросли примерно на 500%. Даже с учетом неопределенности в развитии современного кризиса за период с 28 декабря 2008 г. по 10 сентября 2009 г. рост на рынках БРИК в долларовом выражении составил: в Индии – 68%, в России и Китае – 88%, а в Бразилии достиг 98%.
- инвестирование на рынках «дивидендной доходности». В начале 2007 г. из 23 индексов развитых стран, отслеживаемых Morgan Stanley Capital International, самые высокие дивиденды пришлось на новозеландский NZX 50 – 6,17%. Второе место было у Великобритании – входящие в FTSE 100 компании выплатили дивидендов на 3,62%, в то время как дивидендные выплаты Euro Stoxx 50 составили 3,11%, у DJI – 2,15% и у Nikkei-225 – 1%;
- инвестирование на «сильных» рынках. В 2007 г. активнее прочих рос китайский фондовый рынок. В период с 29 декабря 2006 г. до 22 декабря 2007 г. SSEA прибавил 80,2% в юанях и 90,5% в долларовом выражении. За период с 29 декабря 2007 г. по 16 декабря 2008 г. SSEA потерял в юанях 60,5% и 57,9% в долларах, за этот же период S&P 500 упал лишь на 38,8%. Но если рассматривать отрезок времени с 29 декабря 2006 г. до 13 декабря 2008 г., то потери SSEA составят лишь 22,3% против 63,3% у S&P500;
- несогласованное инвестирование – инвестирование, в расчете на смену тренда, на рынках, которые в данный момент в силу каких-либо причин являются непривлекательными для большинства инвесторов.
- инвестирование на рынках с низкой степенью эффективности
- инвестирование на рынках с высокой эффективностью
- стратегия инвестирования нейтральная относительно страновых стилей.
- стратегия инвестирования в престижные рынки
- стратегия инвестирования на «малых» рынках. Отличительным признаком «малых рынков» является сочетание малого размера самого рынка с очень низкой ликвидностью и доминированием двух-трех крупных компаний в уровнях дневной торговли. Одним из ожидаемых следствий этих особенностей является высокая неэффективность таких рынков и потенциальная склонность к перегреву. К малым рынкам на сегодняшний день можно отнести так называемые рынки «новых рубежей», к которым причисляют Болгарию, Хорватию, Эстонию, Ка-

захстан, Румынию, Словению, Украину, Кению, Маврикий, Нигерию, Тунис, Бахрейн, Кувейт, Оман, Катар, ОАЭ, Ливан, Шри Ланку и Вьетнам. В период с января 2000 г. по сентябрь 2007 г. S&P Frontier Markets Index, составленный большей частью из ценных бумаг с «малых рынков», рос в среднем на 23,75% за год, т.е. на 12,42% быстрее MSCI Emerging Markets Index. В результате финансового кризиса в 2009 г. за период с начала года по июль включительно MSCI EM вырос на 42,2%, рост же индекса «малых рынков» составил лишь 5,5%. Правда, некоторые входящие в него рынки росли значительно быстрее: Пакистана и Бангладеш – более чем на 30%, Ливана, Колумбии и Вьетнама – более чем на 40%, а рынок Шри-Ланки на 65%.

Важной особенностью приведенной классификации является тот факт, что стратегии, принадлежащие к одной группе, обладают схожими свойствами в области контроля над рисками инвесторов.

Вторая группа проблем связана с определением объема активов, находящихся в управлении участников международного фондового рынка, применяющих ту или иную стратегию инвестирования. Для решения этой задачи в диссертации рассматриваются возможности использования стратегий как инструмента минимизации рисков, которым подвержены различные типы инвесторов.

В работе подчеркивается, что глобализация мирового хозяйства влечет за собой глобализацию рисков. Это проявляется, прежде всего, в том, что даже инвесторы, действующие на внутреннем рынке, испытывают влияние рисков, с которыми прежде сталкивались лишь при выходе на мировой финансовый рынок. Ярче всего это проявляется на примере валютного риска и риска заражения систем. Что же касается международных инвесторов, для них глобализация рисков выражается не столько в появлении новых видов рисков по сравнению с теми, которым сегодня подвержены участники национальных рынков, сколько в возрастании зависимости эффективности инвестиций от того, насколько полно и качественно участник международных фондовых рынков контролирует всю совокупность существующих рисков.

Весьма важным фактором, влияющим на деятельность инвесторов на международных рынках, и серьезным международным риском выступает эффект расхождения экономических процессов и моделей, управляющих взаимосвязью различных макроэкономических показателей на развитых и формирующихся рынках. В результате такой дивергенции возникает общая неопределенность в понимании того, какие модели верны и каких изменений в поведении фундаментальных показателей следует ожидать в

ближайшее время. Наиболее чувствительным проявлением этого фактора для участников мирового фондового рынка является необходимость использовать различные макроэкономические модели для стран с развитыми и формирующимися рынками. Часто инвесторы вынуждены оценивать перспективы развития компаний и отрасли, одновременно используя различные модели, и учитывать влияние факторов, которые раньше никак не сказывались на деятельности интересующих их компаний.

В работе приводится классификация макроэкономических и микроэкономических рисков, которым подвержены участники мирового фондового рынка. При этом более пристальное внимание уделено рискам участников международных фондовых рынков. Автор подчеркивает, что в силу международного характера экономической деятельности данных участников, многие из этих рисков приобретают для них характер принципиально отличный от того риска, которому подвержены национальные участники. Несмотря на схожесть эффекта с тем переплетением микро- и макроэкономических рисков, которое происходит при инвестировании в ТНК на национальном рынке инвестора, характер усиления рисков при выходе на международный фондовый рынок существенно отличается.

В работе выделены четыре типа рисков, для которых совокупный международный риск участника мирового фондового рынка можно рассматривать, как комбинацию большего числа рисков, чем в случае участника национального рынка. Это региональный/страновой, репутационный, корреляционный риски, а также риск заражения финансовых систем. Так, репутационный риск на международном рынке следует рассматривать как комбинацию личного репутационного риска инвестора, репутационного риска его страны, а также репутационных рисков компании и страны инвестирования.

Из-за высокой специфичности регионального/странового риска для участников мирового фондового рынка третья группа проблем связана с анализом того, к каким национальным рынкам принадлежат международные инвесторы и на какие рынки они инвестируют. Данные о динамике объемов инвестирования в период с 2001 г. по 2007 г. свидетельствуют о высокой концентрации иностранных портфельных инвестиций по стране источнику инвестиций – на первые 5 стран в списке (США, Великобританию, Люксембург, Германию и Францию) в 2007 г. приходилось 58% всех международных портфельных инвестиций, на 10 стран – 76%, на 20 – более 92%. При этом прослеживается лишь незначительное уменьшение роли ведущего инвестора – на США в 2001 г. приходился 31% всех инвестиций, в 2007 г. – 30,58%. Заметно более разнообразен список стран-реципиентов инвестиций. На долю первых 5 стран (США, Люксембурга, Ве-

ликобритании, Японии и Германии) в 2007 г. приходилось чуть менее 8 трлн долл., т.е. только 47% всех портфельных инвестиций в мире, первые десять стран принимают менее 65%, а двадцать – 85%. Здесь также можно отметить некоторое уменьшение доли США с 19,75% в 2001 г. до 14,2% в 2007 г. Россия как источник портфельных инвестиций в 2007 г. находилась на 47 месте с 4,08 млрд долл., а как реципиент – на 22-ом с 189,2 млрд долл. Всего в страны БРИК на 01.01.2008 г. поступило 1,16 трлн долл. иностранных портфельных инвестиций, лишь чуть более, чем в Японию (1,04 трлн долл.).

Важный вывод, который можно сделать для оценки рисков институциональных инвесторов, состоит в том, что для исследования домашних рисков инвесторов достаточно ограничиться 20 странами, 16 из которых являются членами ОЭСР, а для рисков страны инвестирования – 30 странами (3 из которых – оффшоры).

Эти результаты были получены с использованием данных международных организаций, национальных статистических бюро и регуляторов. К сожалению, подобные сведения доступны со значительной задержкой во времени. Поэтому в работе предложена модель трансграничного перемещения портфельных инвестиций. Для этого автором предпринята попытка модифицировать для случая акций модель международной торговли Кругмана. Полученная модель связывает выход участников национального фондового рынка на международный рынок с капиталовооруженностью национальных экономик и склонностью национальных участников к инвестированию в акции. Предложенный подход может быть использован и для адаптации более сложных динамических моделей международной торговли, таких как модель Мелица и модель Чейни, для описания процессов ценообразования на мировом фондовом рынке.

Четвертый комплекс проблем касается влияния теории рациональных ожиданий, гипотезы эффективного рынка и поведенческой теории финансового рынка на выбор и реализацию участниками мирового фондового рынка стратегий инвестирования.

Предположение о рациональности участников мирового фондового рынка позволяет строить элегантные модели распределения активов на рынке. В качестве определения рациональности при этом обычно понимают оптимизацию участниками рынка индивидуальных линейных функций полезности инвестиций ($U = \sum p_i x_i$).

В случае линейной функции полезность становится аналогом математического ожидания, точнее, оценки участником рынка наиболее вероятного исхода торгов. В результате устанавливается монотонная связь между принимаемыми участниками рын-

ка решениями и будущей доходностью акций. При этом в зависимости от метода оценки доходности можно говорить о 3 видах анализа – анализе потоков «дивидендов»; анализе будущих цен как непрозрачных сущностей, единственно значимым проявлением которых является дисконтированная стоимость будущей продажи актива; и модели оценки, в которой участники рынка смещают фокус своего анализа с доходности на изменчивость доходности. Условно эти три подхода соответствуют фундаментальному, техническому и статистическому методам анализа инвестиционной привлекательности.

В работе рассмотрена связь технического, статистического и фундаментального анализа с теорией эффективных рынков и стратегиями инвестирования.

Предложена авторская модификация модели дисконтированных потоков для оценки стоимости компании и определения доверительного интервала изменения цен в условиях при минимальных макроэкономических предположениях. В большинстве источников модель дисконтированных дивидендов используется в предположении о положительности коэффициента дисконтирования (r_k). С одной стороны, это объясняется тем, что коэффициент дисконтирования – это плата за риск и за упущенные возможности, с другой, тем что используемая в классической литературе модель изначально применялась к незащищенным от инфляции инструментам с фиксированной доходностью и фиксированным сроком, а расширение ее на акции было получено путем переноса срока существования инструмента на бесконечность. При таком подходе рассматривать отрицательный коэффициент дисконтирования действительно невозможно, так как ряд не сходится. Однако рассматривать модели с отрицательной доходностью возможно, если ограничить период суммирования сроком, пусть и достаточно длительным. Для горизонтов, не превосходящих 30-50 лет, можно предложить модель

дисконтированных дивидендов следующего вида
$$P = \sum_{j=0}^n \frac{g_j}{\prod_{k=0}^j (1 + r_k - i_k)},$$
 где g_j – дивидендные выплаты j -ого периода, r_k – коэффициент дисконтирования, связанный с риском, а i_k – коэффициент дисконтирования, связанный с инфляцией и/или повышением привлекательности дивидендов в будущем для данного участника рынка, т.е. это коэффициент, отражающий способность акций сохранять, а не зарабатывать деньги.

Предложенная модель является достаточно гибкой, поскольку использует для описания ситуации на фондовом рынке лишь несколько коэффициентов, для которых характерна высокая степень коррелированности с доступной для большинства стран

Предложенная модель является достаточно гибкой, поскольку использует для описания ситуации на фондовом рынке лишь несколько коэффициентов, для которых характерна высокая степень коррелированности с доступной для большинства стран

как с развитыми, так и с формирующимися рынками, статистикой. Это особенно важно при изучении мирового фондового рынка. Рассмотрим эти связи. *Горизонт планирования* (n) связан с долей населения пенсионного возраста и динамикой ее изменения, который вклад в уровень этого показателя вносит политическая стабильность в стране. *Коэффициент дисконтирования* (r_k) можно оценить как разницу между процентной ставкой, под которую кредитуют малый бизнес, и ставкой рефинансирования. *Привлекательность денег в будущий период* (i_k) можно рассматривать как функцию n , r_k и цен прошлых периодов; переход от i_{k-1} к i_k можно оценивать через динамику числа акционеров; g_k - дивидендные выплаты и объемы выкупа акций.

Использование этой формулы позволило автору провести сравнительную оценку горизонта планирования участников американского и российского фондовых рынков на основании дивидендных выплат ведущих компаний. Условно рынок можно разделить на 2 части: на компании, которые участники рынка оценивают как сохраняющие деньги и планируют инвестировать в их ценные бумаги на длительные сроки; и на компании, в длительном существовании которых инвесторы не уверены, и соответственно требуют от них быстрой окупаемости и/или используют для них высокие коэффициенты дисконтирования.

В таблице 1 для компаний инвестиционного класса приведены данные расчетов автора дисконтированной стоимости акций для различных горизонтов планирования, а также минимальные и максимальные цены акций в период март-август 2009 г. Уровни цен, соответствующие средней цене за период, выделены жирным шрифтом. Из таблицы видно, что средняя цена акций Intel и 3М колебалась в районе суммы получаемой при горизонте планирования в 19-20 лет, для Boeing и Home Depot – 16-18, полученная для GE оценка в 14 лет очень консервативна. Таким образом, средний срок окупаемости для инвестиционной части американского рынка составляет 14-20 лет. Заметим, что для российских компаний этот срок гораздо ниже: для рассмотренных Сбербанка и Роснефти он составил, в предположении 0 коэффициента дисконтирования рисков – 1 год и 2 года соответственно. Этот эффект можно объяснить либо тем, что горизонт планирования на российском рынке гораздо ниже, либо тем, что эти компании не соответствуют инвестиционному классу.

Таблица 1

**Срок дивидендной окупаемости акций некоторых компаний
в предположении $i_k=0.05$ с учетом налогов на дивиденды**

Год	Intel	3M	GE	Boeing	Home Depot	Сбербанк ($r_k=0.0$)	Сбербанк ($r_k=0.335$)	Роснефть ($r_k=0.0$)	Роснефть ($r_k=0.335$)
g	0,48	1,7	0,55	1,43	0,77	0,44	0,44	1,75	1,75
max	12,41	42,07	6,66	30,09	15,10	0,405	0,405	3,06	3,06
min	19,36	72,64	14,21	45,87	27,93	1,53	1,53	6,52	6,52
1	0,50	1,79	0,55	1,5	0,81	0,51	0,34	2,06	1,36
2	1,03	3,67	1,12	3,09	1,65	1,12	0,6	4,47	2,42
3	1,58	5,66	1,73	4,75	2,55	1,83	0,81	7,32	3,24
4	2,17	7,74	2,36	6,5	3,48	2,67	0,97	10,67	3,88
5	2,78	9,94	3,03	8,35	4,47	3,65	1,1	14,6	4,38
13	9,03	32,23	9,83	27,08	14,5	21,17	1,47	57,96	5,9
14	10	35,72	10,89	30,00	16,07	25,42	1,49	70,24	5,95
15	11,03	39,39	12,01	33,09	17,72	30,42	1,5	84,69	5,99
16	12,11	43,25	13,19	36,33	19,46	36,31	1,5	101,69	6,02
17	13,25	47,32	14,43	39,75	21,29	43,23	1,51	121,69	6,04
18	14,45	51,6	15,74	43,34	23,22	51,37	1,52	145,23	6,06
19	15,71	56,1	17,11	47,12	25,25	60,95	1,52	172,91	6,08
20	17,04	60,84	18,56	51,11	27,38	72,22	1,52	205,48	6,09
21	18,43	65,84	20,08	55,3	29,63	85,48	1,52	243,79	6,1
22	19,91	71,09	21,68	59,72	31,99	101,07	1,53	288,87	6,11
23	21,45	76,62	23,37	64,36	34,48	119,42	1,53	341,9	6,11

Источник: расчеты автора на основании данных URL: <http://www.reuters.com/finance> (дата обращения 16.08.2009). Для российских компаний приведены дополнительные расчеты с ненулевым коэффициентом премии за риск.

Примечание: min – минимальная цена акции в марте 2009 г., max – максимальная цена в первой половине августа 2009 г. При оценке ожидаемых в 2009 г дивидендов (g) учтен максимальный налог на квалифицируемые дивиденды для национальных участников рынка (15% и 9% соответственно для американских и российских акций). Для американских компаний g – сумма дивидендных выплат за первый квартал и утроенных выплат за второй квартал.

Для компаний, которые не выплачивают дивиденды, заменяя их выкупом акций, можно в качестве оценки дивидендов g_k использовать отношение направленной на выкуп суммы к общему объему акций (правда, анализ выделяемых компаниями на выкуп акций сумм показывает, что участники рынка считают такой способ возврата денег инвесторам более рискованным), либо, учитывая единомоментность выкупа, рассматривать данную выплату не как поток, но как единичную. В этом случае конечная формула

примет вид
$$P = \sum_{j=0}^n \frac{g_j}{\prod_{k=0}^j (1 + r_k - i_k)} + \frac{g_0}{\prod_{k=0}^n (1 + r'_k - i'_k)},$$
 где r'_k и i'_k – коэффициенты дис-

континирования для средств, перенаправляемых к инвесторам через выкуп акций, что, конечно, не учитывает уменьшения находящихся в обращении акций после произведенного выкупа.

В работе показано, как эта модель позволяет объяснить разницу в оценке инвесторами акций, котирующихся на американском рынке в 1990-е и 2000-е годы.

Одним из важнейших водоразделов в поведении участников фондовых рынков и мирового фондового рынка, в частности, является отношение инвестора к гипотезе эффективного рынка, ее принятие или непринятие. В предкризисный период именно этим во многом определяются выбираемые участниками рынка методы оценки объектов инвестирования и интенсивность проводимого анализа.

Теория эффективных рынков основана на предположении о рациональности поведения участников фондовых рынков. Согласно этой гипотезе, текущие цены активов полностью отражают всю имеющуюся на рынке информацию. Важной особенностью теории является то, что для выполнения условий эффективности финансового рынка не требуется, чтобы все его участники обладали полной информацией о ценных бумагах или рациональными ожиданиями относительно их цен. Существуют три стандартные гипотезы эффективного рынка – слабая, средняя и сильная, различающиеся тем, что понимается под всей доступной на рынке информацией. В слабой форме цена актива полностью отражает всю информацию о торговле данным активом в прошлом. Средняя форма утверждает, что цены на фондовом рынке полностью отражают всю общедоступную информацию. В сильной форме – в цене активов учтена вся относящаяся к фирме информация, в том числе и инсайдерская. Важнейшим результатом принятия сильной формы гипотезы инвестором является его убежденность в отсутствии на рынке «бесплатных завтраков», т.е. компаний, инвестирование в которые позволило бы получить доходность выше среднерыночной, при сохранении рисков, не превышающих средний по рынку уровень. Другой формулировкой этого же вывода будет утверждение о прямой зависимости между доходностью и рискованностью инвестиций. Часть участников рынка делает из последнего спорный вывод о невозможности пузырей на рынке эффективном в сильном смысле. В целом в большинстве исследований за наиболее вероятный вариант гипотезы принимается средняя форма.

В поддержку данной теории обычно приводят случайный характер котировок акций; часто неэффективные результаты технического анализа, рекомендаций консультантов и вложений взаимных фондов; вялую реакцию цен на публикуемую информацию о доходах компании.

Другим возможным и важным подходом к гипотезе эффективного рынка является предложенная Мэлкилом формула: «рынок эффективен относительно набора данных, φ , если цены не изменятся при получении доступа к данной информации всеми участниками рынка»². При таком определении эффективности рынка ее тип (слабый, сильный, средний) однозначно задается природой φ , что позволяет выделять не только 3 стандартные формы гипотезы, но и проводить специализацию по времени и классам данных (цены данного актива, цены корзин ценных бумаг, различные мультипликаторы, новостные сообщения, рекомендации и оценки аналитиков, инсайдерская информация). В работе предложена авторская модификация данного подхода, позволяющая говорить о мгновенной нешумовой эффективности рынка. По мнению автора, рынок обладает свойством мгновенной нешумовой эффективности относительно набора данных, φ , на интервале Δt , если за время Δt цены не изменятся более чем на Δp , при получении доступа к данной информации всеми участниками рынка, где Δp – малые колебания цены, приписываемые шуму и пренебрежимо малые с точки зрения участников рынка. Очевидным образом эффективность относительно φ в классическом смысле гарантирует моментальную эффективность относительно φ для любых Δt и Δp . Кроме того, данный подход позволяет по-новому взглянуть на результаты экспериментов, оценивающих применимость теории рациональных ожиданий в условиях, когда участникам рынка доступна несимметричная «инсайдерская» информация. Заметим, что концепция мгновенной эффективности рынка оставляет множество возможностей для недоучёта информации в ценах активов. Рассмотрим некоторые из них:

- 1) распространенные на рынке стратегии не используют входящую в φ информацию для оценки инвестиционной привлекательности объектов инвестирования;
- 2) отсутствие консенсуса в оценках актива участниками рынка и неравномерность их возможностей для перераспределения активов. Например, в результате налоговых стимулов, поощряющих вложение средств на долгие периоды, восприятие силы бумаг, в которые инвестор вложился, особенно если они растут, может заметно отличаться от оценки этих бумаг независимым инвестором. Точно так же необхо-

² Malkiel, Burton "Efficient Markets Hypothesis," The New Palgrave Dictionary of Money & Finance, eds. Peter Newman, Murray Milgate, and John Eatwell, MacMillan Press, 1992, 739-744

димось выхода из другого актива для арбитража с использованием вновь полученной информации и связанные с этим альтернативные издержки могут сдерживать часть участников, учитывающих данную информацию в своих стратегиях. Другой причиной неравномерности может быть различная реакция разных групп инвесторов на поступающую информацию (вследствие фрагментации мирового фондового рынка на нем с большей вероятностью могут проявляться связанные с временными поясами задержки в воплощении инвестиционных решений).

Принявшие гипотезу эффективных рынков инвесторы, полагают, что вся доступная рыночная информация уже учтена в ценах, поэтому сторонники сильной гипотезы считают излишним проведение фундаментального, технического или статистического анализа. В случае принятия слабой формы гипотезы мало полезным оказывается как минимум технический анализ.

Несмотря на существование эффектов, плохо согласующихся с гипотезой эффективных рынков, многие участники фондовых рынков, особенно регуляторы, рассматривают ее как лучшее первое приближение при анализе возможного поведения игроков и при прогнозировании развития рыночной ситуации.

Поведенческая теория фондовых рынков возникла в ответ на неспособность гипотезы эффективного рынка объяснить зарождение и развитие спекулятивных пузырей на финансовых рынках. Особенно остро необходимость объяснения этих процессов продемонстрировала череда кризисов на считающихся наиболее эффективными американском и британском фондовых рынках.

Проведенный в работе анализ иррациональных механизмов, влияющих на поведение участников международного фондового рынка, показывает важность и возможности учета наиболее часто проявляющихся факторов: социальных и эмоциональных, а также эффектов, порождаемых самообманом и эмпирическими упрощениями.

По мнению автора, важной составляющей оценки влияния иррациональных механизмов должно быть рассмотрение стратегий инвестирования, модифицированных проявлением иррациональности как на этапе выбора, так и на этапе реализации стратегии. При этом акцент в моделировании следует перенести с имитации отдельных заблуждений, часто неустойчивых в своих проявлениях, требующих длительной истории рынка и учета поведения отдельных участников, на составление и использование моделей, основанных на учете интегральных механизмов, таких как иррациональный спрос на факторы привлекательности ценных бумаг и эффект иррационального запаздывания решений («замерзающих часов»). Оба эти эффекта позволяют качественно приближать

поведение рынка в условиях кризиса или изменения структуры. Использование такого подхода особенно важно в условиях ограниченной истории фондовых рынков стран БРИК и подверженности данных рынков внешним экономическим и психологическим шокам, прежде всего из-за активного использования многими национальными участниками заимствованных на международных рынках капитала средств, что по существу превращает этих игроков в прокси иностранных банков.

В работе показано, что теория эффективного рынка доминирует в периоды формирования и надувания очередного пузыря на фондовом рынке, поведенческая концепция приобретает наибольшую популярность во время следующей за лопнувшим пузырем депрессии.

Анализ инвестиционного поведения домохозяйств демонстрирует постоянное усиление роли институциональных инвесторов (в частности ПИФов и ЗПИФов) в выборе финального распределения средств домохозяйств среди активов и участников рынка. Это объясняется, в том числе и тем, что пенсионные фонды зачастую перенаправляли средства в фонды фондов и ПИФы из налоговых соображений. С 1995 г. по 2005 г. доля активов домохозяйств, управляемых институциональным инвестором, увеличилась с 36% до 44%.

Очевидно, что не для всех типов рисков возможно разработать эффективные контрмеры в рамках выбора стратегии инвестирования.

Высокий уровень таких плохо контролируемых для большинства индивидуальных инвесторов рисков, как информационный риск и операционные риски (связанные, например, с эффективностью работы брокера), заставляет их обратиться к пассивным инвестиционным стратегиям. Неэффективность активных стратегий для частного инвестора иллюстрируют исследования Б. Барбера и Т. Одина³. Проанализировав результаты инвестирования более чем 66 тысяч американских индивидуальных инвесторов, они определили, что в среднем применяющие активные стратегии индивидуальные инвесторы добиваются доходности в год на 1,1 процентных пункта меньшей, чем доходность индекса Standard&Poor's 500 в те же годы. Следует также отметить, что пассивные стратегии минимизируют риск ликвидности находящихся у инвестора активов. Основной проблемой при использовании пассивных стратегий является их агрессивный характер по отношению к макроэкономическим рискам, поскольку пассивный инвестор открыт для воздействия всех рисков этой группы. Интересные возможности управле-

³ Brad M. Barber and Terrance Odean, "Trading Is Hazardous to Your Wealth: The Common Stock Investment Performance of Individual Investors", Journal of Finance, Vol LV, No. 2, April 2000

ния макроэкономическими рисками дает сочетание пассивной стратегии с использованием производных финансовых инструментов. Исследования доходности пассивных стратегий, использующих покрытый опцион колл, на американском фондовом рынке, в целом, демонстрируют их эффективность. Так, анализ стратегии покупки акций индекса S&P500 и одновременной продажи покрытых месячных опционов колл в период с 1988 по 2004 годы показал, что доходность опционной стратегия в годовом исчислении составляла 12,39%, что выше аналогичного показателя S&P 500 (12,20%). Однако данное исследование не учитывало сложное налогообложение покрытых опционов колл⁴.

Как показано в работе, для институциональных инвесторов информационный и операционный риски возможно минимизировать за счет методов отличных от выбора пассивной стратегии. Аудиторские проверки, мониторинг индикаторов (эффективности текущих операций, эффективности контроля), выявление зависимостей и причинно-следственные модели в комплексе со стресс тестированием позволяют заметно снизить операционные риски. Большой объем находящихся в управлении активов увеличивает возможные доходы от анализа информации и, следовательно, стимулирует инвесторов к активному исследованию рынка, что повышает качество доступной им информации. Для данного класса инвесторов наиболее значимыми становятся рыночные риски и риски ликвидности. Подверженность этим типам рисков делает привлекательными для инвестора контролирующими эти риски активные стратегии, использующие производные финансовые инструменты, в частности, опционные стратегии («коллар», «кэп») для достижения фиксированной или близкой к фиксированной доходности. Минимизация региональных/страновых рисков возможна за счет анализа макроэкономической ситуации и использования фьючерсов на индекс, что значительно уменьшает стоимость входа на рынки и выхода с них⁵.

Наличие у инвестора фиксированных долговых обязательств обычно стимулирует его к выбору активной стратегии, направленной на получение фиксированного дохода⁶. Но на поведение таких инвесторов (к ним в первую очередь следует отнести пенсионные фонды) и на выбор ими стратегий сильнее всего все-таки влияет государст-

⁴ Feldman, Barry E. Roy, Dhruv “Passive Options-Based Investment Strategies: The Case of the CBOE S&P 500 BuyWrite Index” // The Journal Of Investing, Summer 2005

⁵ Зви Боди, Алекс Кейн, Алан Дж. Маркус. Принципы инвестиций. 4-ое издание М: Издательский дом Вильямс, 2004, стр. 852-853

⁶ *Investors Seek Out Active Management of Fixed Income Portfolios.* // Institutional Investor, Oct. 2006, Vol. 40, Issue 10

венное регулирование, зачастую ограничивающее доступные им инструменты инвестирования.

Пятый комплекс проблем, рассматриваемых в диссертационном исследовании, связан с оценкой эффективности различных инвестиционных стратегий до и во время современного мирового финансового кризиса. Оценивая влияние финансового кризиса на эффективность стратегий инвестирования на международном фондовом рынке, автор анализирует факторы и причины, которые не получали должного внимания и оценки до начала кризиса. Их можно разделить на 2 большие группы. К первой группе относятся факторы, повлиявшие на формирование пузырей. Вторая группа - это факторы, оказывающие влияние на характер протекания кризиса.

Среди факторов, повлиявших на формирование пузырей на финансовом рынке, в работе названы асимметрия информации и «давление сверстников» (peer pressure), неверные оценки валютных рисков (получили распространение стратегии, использующие «кэрри трейд» на фондовом рынке); отказ большинства участников и регуляторов рынка от самостоятельной оценки инвестиционной надежности объектов инвестирования (банки и фонды, в частности пенсионные, ориентировались на оценки, предоставляемые тройкой ведущих мировых рейтинговых агентств – Standard and Poor's, Moody's, Fitch-IBCA); самоисчерпание диверсификации; серьезно недооценивались вероятности критических событий, таких как резкое снижение номинальных цен на жилье в США; некорректно оценивались риски использования сложных производных финансовых инструментов. Кроме иррациональной оценки перспектив на рынках недвижимости, в развитых странах назревал еще один пузырь – слияний и поглощений. В погоне за экономией на масштабах и диверсификацией возникали плохо контролируемые управляющими и зачастую непрозрачные для инвесторов образования. В результате в финансовой сфере возникло множество системообразующих участников, исчезновение которых или появление неуверенности в их платежеспособности могло обрушить целые секторы рынка, как произошло с AIG и подписанными ею CDS.

Среди факторов, повлиявших на развитие кризиса, отмечены «провалы» регулирования; введение запретов на короткие продажи, что сделало стратегии многих хедж фондов неработоспособными; бегство капиталов (как инвестированных иностранными участниками рынка, так и национальными игроками) с более здоровых (в терминах вызвавших кризис причин) рынков на кажущиеся исторически более надежными рынки развитых стран (в частности, американский); кардинальная смена характера поведения пенсионных фондов; совпадение бизнес циклов по всему миру и очень высокая степень

взаимозависимости различных секторов национальных экономик между собой. Распространение кризиса на реальный сектор экономики в четвертом квартале 2008 г. и создаваемое средствами массовой информации ощущение неминуемой рецессии, порождает неуверенность в будущих доходах и цикл гарантирующих исполнение предсказаний. Действия частных инвесторов становятся более коррелированными, во многом за счет того, что медиа уделяют кризису и негативной информации с фондовых рынков больше внимания. В результате частные инвесторы начинают сильнее влиять на цены акций, усиливая проявления поведенческих эффектов на рынке и влияя на поведение более крупных и более рациональных участников рынка, в частности за счет того, что снижение цен финансовых активов приводит к возникновению необходимости в дополнительных гарантийных депозитах и может вызвать массированные продажи бумаг, выступавших в качестве гарантии кредитов.

Современный финансовый кризис отличается от обычного фондового пузыря в том числе и тем, что инвесторы стали заложниками не только панических настроений разочаровавшихся участников рынка, но и действий национальных регуляторов, пытающихся остановить кризис любой ценой.

Для анализа влияния кризиса на эффективность стратегий автором были выбраны 2 базовые стилевые стратегии – стратегия инвестирования в акции с малой капитализацией и стратегия инвестирования в «голубые фишки». Результаты использования этих стратегий рассмотрены на 5 развитых (США, Япония, Великобритания, Германия, Франция) и 3 формирующихся рынках (Россия, Китай и Индия). Таким образом была исследована чувствительность к глобальным шокам не только стилевых, но и специфических для международного фондового рынка стратегий инвестирования в сильные, стабильные и растущие рынки.

Доходность стратегий оценивалась на временном отрезке с 14 февраля 2005 г. по 11 сентября 2009 г. На данном отрезке было выделено пять контрольных периодов: чистый бычий, чистый медвежий рынок, переход контроля от быков к медведям, обратный переход и полный период.

Выбор данных периодов основан, с одной стороны, на преобладающих настроениях на развитых рынках, прежде всего, американском. С другой стороны, на том, что страны с формирующимися рынками в конце 2007 г. начале 2008 г. позиционировали себя в качестве «тихих гаваней».

Анализ эффективности различных стратегий инвестирования показал, что большую доходность в долгосрочной перспективе демонстрируют вложения в компании с

меньшими моральными (в частности, за счет концентрированности бизнеса), бюрократическими и политическими рисками. При этом для разных стран в эту группу могут попадать компании, относящиеся к разным классам. Так, на рынках Великобритании, Германии, Японии и Индии наиболее доходными были инвестиции в компании с высокой капитализацией, в то время как на рынках США, Франции, России и Китая – в компании с малой капитализацией. До кризиса наиболее прибыльными были вложения на формирующихся рынках, при этом классы инвестиционно привлекательных компаний были те же. В условиях медвежьей фазы наибольшую доходность демонстрировали инвестиции на китайском рынке в высоко капитализированные компании. Следующими по эффективности были вложения в компании с малой капитализацией на китайском рынке и в индийские компании. Но эти стратегии лишь минимизировали потери инвесторов.

Подводя итоги исследования, автор делает следующие **выводы**:

1) Анализ формирования и распространенности стратегий инвестирования показал, что, несмотря на то, что регуляторы исходили в своих действиях из предположения об эффективности мирового фондового рынка, большинство его участников, как индивидуальных, так и институциональных, в своих практических действиях придерживались противоположной позиции.

2) Тремя основами стабильного развития фондового рынка, в той мере, в которой может быть стабильна система, основанная на циклах "роста" и "схлопывания" являются:

- i) государственные гарантии исполнения контрактов;
- ii) гарантии раскрытия информации как об эмитентах, так и об инвесторах, их операциях и о мере доступной им информации;
- iii) отсутствие риска государственного вмешательства в функционирование рынка. Заметим, что это условие выполнимо, только при отсутствии связи рынка с такими приоритетными для демократических государств сферами как пенсионная и страховая системы. Очевидно, что паника на рынке статистически неизбежна, а любые контролирующие воздействия позволяют лишь минимизировать ее вероятность и увеличить период между паниками. Если социально значимые секторы экономики тесно связаны с состоянием фондового рынков, то в случае серьезного финансового кризиса вмешательство государства становится неизбежным. В результате рациональные участники, с одной стороны, начинают рассчитывать на обеспечиваемую государством подушку безопасности (и снижают качество анализа), а с другой стороны, опасаясь гос вмеша-

тельства (и компенсируя слабость анализа), повышают премии за риск для всех эмитентов (снижая относительное преимущество в привлечении средств надежными участниками). Таким образом возникает самоподдерживающаяся связь. Проявлениями неявной вовлеченности государства в деятельность рынка являются «пут Гейтнера», имевший место на американском фондовом рынке в августе-октябре 2008 г., и «панда-пут», наблюдавшийся в марте-августе 2009 г. на китайском рынке, участники которого ожидали, что компартия не допустит падения рынка накануне 60-ой годовщины образования КНР.

Одним из негативных последствий отделения интересов государства от состояния рынка является невозможность получения от фондового рынка многих из тех положительных эффектов, которые с ним принято связывать. Прежде всего, фондовый рынок не сможет выступать в роли механизма разрешения проблем старения населения и пенсионных сложностей социально ориентированных государств. Это ни в коем случае не означает, что он не может рассматриваться гражданами в качестве средства изменения временной структуры их доходов, но лишь отсутствие неявных госгарантий, того, что этот источник более надежный, чем его альтернативы.

3) Степень развития странового фондового рынка зависит от склонности национальных инвесторов к вложениям в акции. Рынки, на которых национальные инвесторы более склонны вкладывать собственные средства в акции, нежели в другие инструменты, например в облигации, являются, с одной стороны, более привлекательными для иностранных инвесторов, с другой стороны, более надежными.

4) В условиях кризиса и в периоды, включающие в рассмотрение кризис (то есть период предкризисной эйфории и сам кризис), наибольшую эффективность в защите вложений инвесторов демонстрируют «голубые фишки» на рынках Индии, Германии и Великобритании и компании малой капитализации на формирующихся рынках Китая и России. И для тех и для других вложений в качестве одной из причин эффективности можно назвать минимизированность бюрократических рисков, так как, несмотря на всю риторику, ожидания вмешательства государства в деятельность именно этих групп компаний минимальны. Подобные инвестиции показывают большую эффективность, чем вложения в «голубые фишки» развивающихся и «возникающих» рынков в предположении затрудненного маркет тайминга (из-за отсутствия покупателя-продавца и/или невозможности точного предсказания будущих трендов). Последнее предположение возможно ослабить лишь для незначительного числа хедж- и прайват-кэпитал-фондов.

По теме диссертации автором опубликовано 4 научные работы общим объемом 2,5 п.л., в том числе две статьи в журналах из перечня ведущих рецензируемых научных журналов и изданий, определенного ВАК:

1. Инструментов К.С. Оценка рисков при выборе стратегии участниками международного фондового рынка // Экономические науки. 2007. №8 (33) – 0,6 п.л.
2. Инструментов К.С. Роль иррациональных факторов в формировании стратегий участников мирового фондового рынка // Вестник Московского Университета. Серия 6. Экономика. 2009. № 2 – 0,5 п.л.
3. Инструментов К.С. Виды финансовых рисков в мировой экономике // Новые тенденции в мировой экономике / Под ред. Касаткиной Е.А., Градобоева К.В. – М.: МАКС Пресс, 2007. – 0,8 п.л.
4. Инструментов К.С. Современный мировой финансовый кризис: неучтенные факторы и влияния // Мировая экономика: некоторые аспекты кризиса / Под ред. Касаткиной Е.А., Градобоева В.В. – М.: МАКС Пресс, 2009. – 0,6 п.л.