



**СКОЛКОВО**  
Московская школа управления

РАЗВИТИЕ И РЕЗУЛЬТАТЫ  
ФУНКЦИОНИРОВАНИЯ  
ФОНДОВЫХ РЫНКОВ В СТРАНАХ  
С БЫСТРОРАЗВИВАЮЩИМИСЯ  
РЫНКАМИ

 **ERNST & YOUNG**  
Quality In Everything We Do

# ИССЛЕДОВАНИЕ СКОЛКОВО

Институт исследования быстроразвивающихся рынков СКОЛКОВО  
Июль 2011



I. ВВЕДЕНИЕ <sup>2</sup>

II. РЫНКИ АКЦИЙ И ЭКОНОМИЧЕСКИЙ  
РОСТ <sup>4</sup>

III. ОБЗОР ПОСЛЕДНИХ  
СОБЫТИЙ В ОБЛАСТИ РАЗВИТИЯ  
ФОНДОВЫХ РЫНКОВ В СТРАНАХ  
С БЫСТРОРАЗВИВАЮЩИМИСЯ РЫНКАМИ <sup>6</sup>

IV. ХАРАКТЕРИСТИКИ ФОНДОВЫХ РЫНКОВ  
СТРАН БРИК <sup>12</sup>

V. ЭФФЕКТИВНОСТЬ ВЛОЖЕНИЙ В АКЦИИ  
СТРАН С БЫСТРОРАЗВИВАЮЩИМИСЯ  
РЫНКАМИ <sup>18</sup>

VI. ЗАКЛЮЧЕНИЕ <sup>32</sup>

ПРИЛОЖЕНИЕ <sup>36</sup>

# I. ВВЕДЕНИЕ

На протяжении последнего десятилетия в странах с быстроразвивающимися рынками происходила беспрецедентно быстрая капитализация фондовых рынков, которая существенным образом способствовала финансовому развитию многих из этих стран. Ключевым показателем развития фондового рынка, коэффициент капитализации (капитализация фондового рынка в процентах ВВП) за последнее десятилетие продемонстрировал огромный рост. Типичным примером является Бразилия, в которой коэффициент капитализации увеличился с 35 процентов на начало века до 100 процентов накануне глобального экономического кризиса.

Настоящая работа преследует двоякую цель. Во-первых, в ней представлен общий, но всесторонний обзор быстрого развития фондовых рынков, наблюдавшегося в последнее десятилетие во всех странах с быстроразвивающимися рынками. Во-вторых, в ней исследуется вопрос о том, приводит ли более быстрый экономический рост к более высокой эффективности вложений в акции и, как следствие, надлежит ли сегодняшним инвесторам более серьезно относиться к акциям стран с быстроразвивающимися рынками.

# II. РЫНКИ АКЦИЙ И ЭКОНОМИЧЕСКИЙ РОСТ

В экономической литературе приводятся доводы в пользу трех точек зрения на причинно-следственную связь между финансовым развитием и экономическим ростом. Во-первых, углубление финансового рынка способствует экономическому росту. Во-вторых, экономический рост стимулирует финансовое развитие. В-третьих, финансовое развитие и экономический рост влияют друг на друга<sup>1</sup>.

В принципе, хорошо развитый фондовый рынок должен обеспечивать увеличение сбережений и эффективное размещение капитала в продуктивные инвестиции, что ведет к повышению темпов экономического роста. Фондовые рынки способствуют мобилизации внутренних сбережений за счет расширения набора финансовых инструментов, доступных владельцам сбережений для диверсификации портфелей. Тем самым они обеспечивают важный источник инвестиционного капитала по относительно низкой цене.

В случае хорошо развитого фондового рынка владение акциями дает индивидуальным инвесторам относительно ликвидное средство распределения риска при вложении средств в перспективные проекты. Фондовые рынки помогают инвесторам справиться с риском ликвидности, позволяя пострадавшим от шока ликвидности продать свои акции другим инвесторам, которых не затронул краткосрочный шок ликвидности. В результате не происходит постоянного изъятия капитала из компаний для покрытия краткосрочных потребностей в ликвидных средствах. Кроме того, фондовые рынки играют важную роль в распределении капитала в сектор корпораций, что оказывает значительное воздействие на экономику в целом. Во многих странах финансирование за счет займов, скорее всего, будет недоступным, особенно если речь идет о развивающихся странах, где предоставление банковских кредитов может ограничиваться избранной группой компаний и индивидуальных инвесторов. К тому же, хорошо развитые и активные фондовые рынки меняют характер спроса на деньги, и быстро растущие фондовые рынки создают ликвидность, а значит, стимулируют экономический рост.

Фондовые рынки также гарантируют (через механизм установления контроля) максимально эффективное использование прошлых инвестиций. Свободный рынок контроля над корпорациями, обеспечивая финансовую дисциплину, дает наилучшую гарантию эффективного использования активов<sup>2</sup>.

<sup>1</sup> Связь между экономическим ростом и финансовым развитием широко освещена в литературе; см., например, общие обзоры в работах Shan et al. (2001) и Khan and Senhadji (2003), а также комплексный обзор в работе Levine (2005). В работах McKinnon (1973), Shaw (1973) и King and Levine (1993) утверждается, что эта связь направлена от углубления финансового рынка к росту, тогда как авторы работ Gurley and Shaw (1967) и Goldsmith (1969) придерживаются мнения об обратной зависимости. Обсуждение двунаправленной причинно-следственной связи между финансовым развитием и экономическим ростом см. в Luintel and Khan (1999) и Shan et al. (2001). Информация из работы Billmeier and Massa (2008).

<sup>2</sup> Частично этот анализ представлен в работе Caporale et al. (2004), стр. 34–35.

# III. ОБЗОР ПОСЛЕДНИХ СОБЫТИЙ В ОБЛАСТИ РАЗВИТИЯ ФОНДОВЫХ РЫНКОВ В СТРАНАХ С БЫСТРОРАЗВИВАЮЩИМИСЯ РЫНКАМИ

Подъем рынков акций в странах с быстроразвивающимися рынками в последнее десятилетие происходил просто с невероятной скоростью. Если на протяжении значительной части 1990 х годов капитализация фондовых рынков стран с быстроразвивающимися рынками по отношению к совокупному ВВП этих стран колебалась вокруг отметки 20–25%, то с начала нынешнего столетия по 2007 год она увеличилась почти в три раза (рисунок 1). Великая рецессия, начавшаяся в конце 2007 года, вызвала очень резкую коррекцию цен на акции стран с быстроразвивающимися рынками в течение 2008 года, но затем, к концу 2010 года, многие крупные биржи либо превосходили предкризисные максимумы, либо вновь достигли этих уровней, и сейчас их совокупный коэффициент капитализации составляет примерно 50 процентов.

За последние пятнадцать лет совокупная рыночная капитализация стран с быстроразвивающимися рынками возросла приблизительно в десять раз, с менее 2 трлн долларов США в 1995 году до примерно 5 трлн долларов США в 2005 году и приблизительно 19 трлн долларов США к концу 2010 года. Для сравнения: за тот же период совокупная рыночная капитализация развитых стран увеличилась примерно в два раза. С начала века

С начала века доля стран с быстроразвивающимися рынками в капитализации глобального фондового рынка возросла с 7 процентов до текущего значения приблизительно в 30 процентов

**РИСУНОК 1. Развитие фондовых рынков в странах с быстроразвивающимися рынками, 1990–2010 годы (Коэффициент капитализации быстроразвивающихся рынков)**



Источник: издание Всемирного банка “World Development Indicators” («Показатели мирового развития»). Расчет SIEMS.

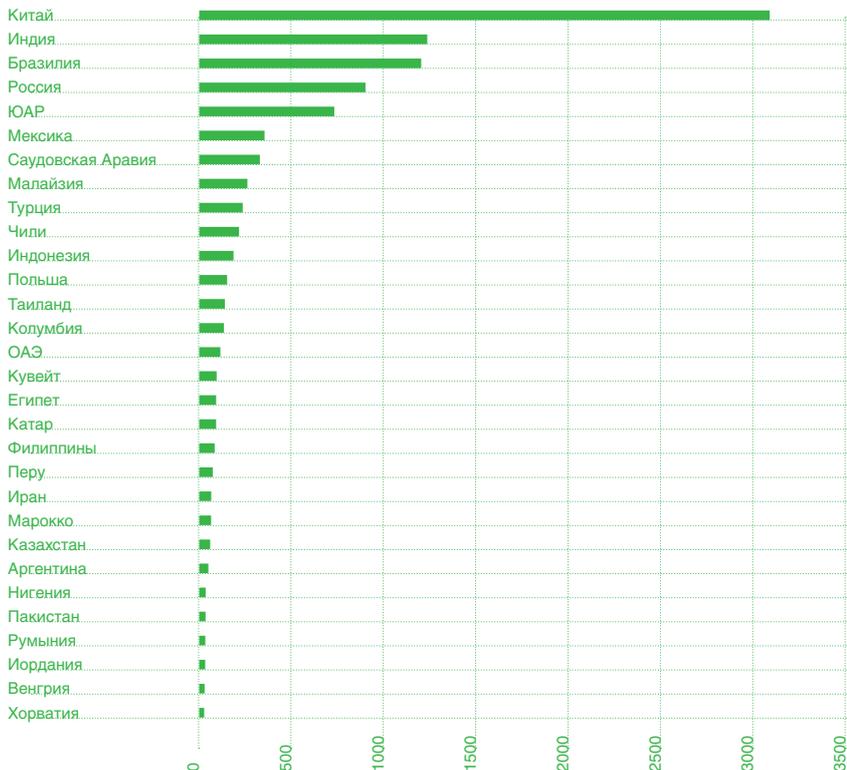
Примечание. На основе средних значений по выборке из 69 стран с быстроразвивающимися рынками. Полный перечень стран см. в приложении.

**РИСУНОК 2. Капитализация фондового рынка в странах с быстроразвивающимися рынками (Процент от капитализации глобального фондового рынка, на конец года)**



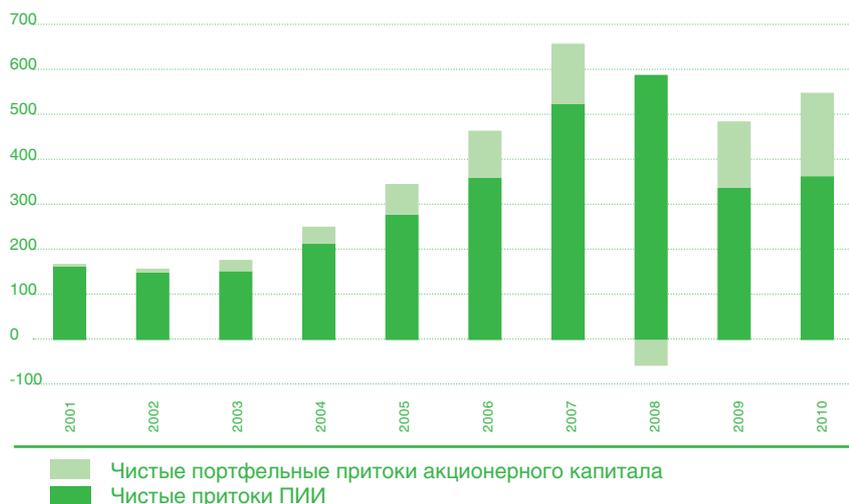
Источник: издание Всемирного банка "World Development Indicators". Расчет SIEMS.

**РИСУНОК 3. Капитализация фондовых рынков (Конец декабря 2010 года, млрд долларов США)**



Источник: издание Всемирного банка "World Development Indicators".

**РИСУНОК 4. Чистые потоки акционерного капитала в развивающиеся страны, 2001–2010 годы**



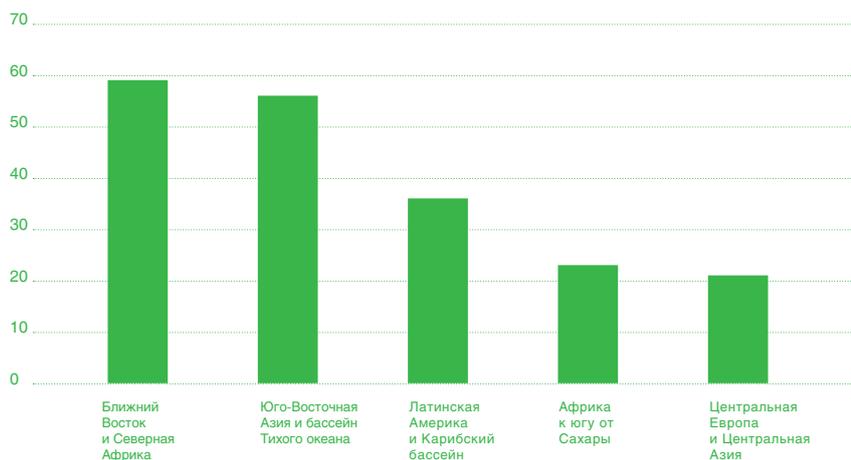
Источник: издание Всемирного банка “Global Development Finance 2010”

доля стран с быстроразвивающимися рынками в капитализации глобального фондового рынка возросла с 7 процентов до текущего значения приблизительно в 30 процентов (рисунок 2).

Даже если бы капитализация в странах с быстроразвивающимися рынками увеличивалась только в соответствии с ростом ВВП, к 2030 году доля этих стран могла бы составить половину от совокупного мирового показателя. Однако по мере развития рынков страны отношение капитализации к ВВП, как правило, повышается из-за увеличения выпуска инструментов участия в капитале и IPO. Вследствие этого доля стран, входящих сегодня в категорию стран с быстроразвивающимися рынками, могла бы составить почти половину от совокупного мирового показателя уже к 2020 году.

На рисунке 3 представлены 30 крупнейших стран с быстроразвивающимися рынками по совокупной рыночной капитализации на конец 2010 года. Хотя фондовый рынок Китая закончил 2010 год с результатом, равным примерно половине пикового уровня 2007 года, он занял первое место с совокупной рыночной капитализацией в 3,1 трлн долларов США (на конец 2004 года его стоимость составляла менее 1 трлн долларов США). Распределение акционерного капитала по странам с быстроразвивающимися рынками было неравномерным, при этом на страны БРИК и ЮАР в сумме приходилось примерно две трети совокупной капитализации рынков акций стран с быстроразвивающимися рынками. Чтобы получить некоторое представление о масшта-

**РИСУНОК 5. Средняя капитализация фондовых рынков по регионам (В процентах ВВП, значения на конец 2010 года)**



Источник: издание Всемирного банка “World Development Indicators”. Расчет SIEMS. Примечание: среднеарифметическое рыночной капитализации для каждого региона.

бах, заметим, что к концу 2010 года капитализация фондовых рынков Соединенных Штатов и Франции составляла 15,4 трлн долларов США и 2 трлн долларов США соответственно.

В последние годы чистые притоки акционерного капитала превратились в очень важный источник средств для стран с быстроразвивающимися рынками. До начала последней рецессии, с 2001 по 2007 год, чистые потоки акционерного капитала в страны с быстроразвивающимися рынками увеличились в четыре раза. В последние годы доля чистых портфельных притоков акционерного капитала возросла (по сравнению с чистыми притоками ПИИ) и в 2010 году достигла своего исторического максимума, составляющего примерно 200 млрд долларов США<sup>3</sup>.

Регионы БВСА (Ближнего Востока и Северной Африки)<sup>4</sup> и Юго-Восточной Азии и бассейна Тихого океана в настоящее время лидируют среди стран с быстроразвивающимися рынками по среднему уровню капитализации фондовых рынков в процен-

В последние годы доля чистых портфельных притоков акционерного капитала возросла (по сравнению с чистыми притоками ПИИ) и в 2010 году достигла своего исторического максимума, составляющего примерно 200 млрд долларов США.

<sup>3</sup> Под притоками ПИИ понимаются чистые притоки капитала в инвестиции для приобретения пакета участия, отражающего устойчивый интерес инвестора и позволяющего ему существенно влиять на управление компанией.

<sup>4</sup> Набор данных по региону БВСА охватывает только 6 стран и, возможно, дает не полное представление о рыночной капитализации региона в целом. Эти шесть стран были единственными, по которым имелись данные за период с 1990 по 2010 год.

тах к их ВВП. В Азии рыночная капитализация в Китае, Индии и Малайзии превосходит размеры их экономики, тогда как Бангладеш, Монголию, Непал и Пакистан отличают низкие коэффициенты капитализации. Интересно отметить, что страны Африки к югу от Сахары по среднему уровню капитализации незначительно превосходят Восточную Европу и Центральную Азию, однако во многом это объясняется ошибкой вследствие пропуска данных, поскольку в ряде стран региона нет активного фондового рынка. Единственная страна региона, выгодно отличающаяся от остальных, — это ЮАР (300% ВВП). Латинская Америка и страны Карибского бассейна — единственный регион, который после финансового кризиса вновь достиг пиковой отметки 2007 года, и первые места в нем занимают Чили (138%) и Бразилия (104%). Средний коэффициент капитализации в регионе Восточной Европы и Центральной Азии с начала века увеличился только в два раза, что является следствием доминирования его банковского сектора в распределении капитала, а также тем, что этот регион особенно сильно пострадал от финансового кризиса. Наиболее развитые фондовые рынки в этом регионе имеют Польша (53%), Казахстан (50%), Хорватия (46%), Турция (44%) и Россия (41%).

# IV. ХАРАКТЕРИСТИКИ ФОНДОВЫХ РЫНКОВ СТРАН БРИК

В заключение этого обзорного раздела рассмотрим более подробно фондовые рынки каждой из стран БРИК<sup>5</sup>.

## КИТАЙ

Хотя Китай в настоящее время является второй по величине экономикой мира, а по текущей совокупной капитализации рынка акций (3,1 трлн долларов США) занимает второе место в Азии (после Японии), анализ крупнейших по капитализации рынка акций компаний мира, относящихся к восьми основным секторам предпринимательской деятельности<sup>6</sup>, показывает, что Китай не использует весь свой экономический потенциал. К тому же на его фондовом рынке, который появился всего лишь два десятилетия назад, в значительной степени доминируют государственные компании.

В настоящее время Китай является крупнейшим потребителем сырьевых ресурсов, однако в секторе сырьевых материалов только четыре китайские компании входят в список 50 ведущих корпораций (этого сектора) по уровню капитализации акционерного рынка. Угольный гигант Shenhua Energy занимает шестое место, а три остальные компании: China Coal (32 место), Baoshan Iron (34 место) и Zijin Mining (49 место) — гораздо более низкие позиции.

В секторах здравоохранения, продовольственных товаров и промышленности Китай практически не представлен (China State занимает 43е место в промышленном секторе, а Tingyi — 50е в секторе продовольственных товаров).

Даже в секторе коммунальных услуг (в 2009 Китай обогнал Соединенные Штаты, став крупнейшим потребителем энергии) в список 50 крупнейших компаний входит только одна компания материкового Китая — China Yangtze (22 место).

Очевидным исключением является энергетика. На протяжении последних пяти лет Китай очень агрессивно приобретал энергетические ресурсы за рубежом. Petrochina (крупнейшая их всех китайских

Хотя Китай в настоящее время является второй по величине экономикой мира, а по текущей совокупной капитализации рынка акций (3,1 трлн долларов США) занимает второе место в Азии (после Японии), анализ крупнейших по капитализации рынка акций компаний мира, относящихся к восьми основным секторам предпринимательской деятельности, показывает, что Китай не использует весь свой экономический потенциал.

<sup>5</sup> Все показатели рыночной капитализации в этом подразделе относятся к концу I квартала 2011 года. Источником данных является агентство Bloomberg. Все показатели в данном разделе относятся к публичным, или котируемым, компаниям и не включают частный инвестиционный капитал.

<sup>6</sup> Этими восемью секторами являются сырьевые материалы, энергетика, промышленность, продовольственные товары, финансовые услуги, коммунальные услуги, телекоммуникации и технологии.

компаний по капитализации акционерного рынка, на долю которой приходится 10% индекса Shanghai Composite) в настоящее время почти сравнялась по размерам с занимающей верхнюю строчку Exxon Mobil, тогда как China Shenhua, China Petroleum и CNOOC (котируемая на Гонконгской бирже) входят в список 20 крупнейших компаний энергетического рынка.

Огромная государственная поддержка (посредством значительной финансовой помощи и государственного целевого кредитования) и некоторые недавние крупные IPO обеспечили китайским банкам и компаниям по работе с ценными бумагами огромную зону влияния на финансовой арене. Китай — страна происхождения 8 из 50 крупнейших глобальных финансовых учреждений (4 х из первой десятки), причем ICBC и China Construction Bank в настоящее время занимают первую и вторую строчки в списке. Десятое место принадлежат страховой компании China Life.

В настоящее время Китай значительно представлен в телекоммуникационном секторе: China Mobile имеет крупнейшую рыночную капитализацию в отрасли, а еще две компании (China Telecom и China Unicom) входят в число 15 ведущих фирм.

Только в медийном и технологическом секторах частные компании Китая демонстрируют довольно значительные размеры и влияние. Baidu (котируемая на NASDAQ) и Tencent (котируемая на Гонконгской бирже) занимают в соответствующих секторах 18 е и 15 е места<sup>7</sup>.

Финансовые учреждения имеют наибольший вес в индексе Shanghai Composite (который отслеживает курсы акций как типа «А», так и типа «В») — на их долю приходится почти 40% индекса совокупной рыночной капитализации, за ними следуют энергетический сектор с долей в 20% и сектор материалов с долей 10%.

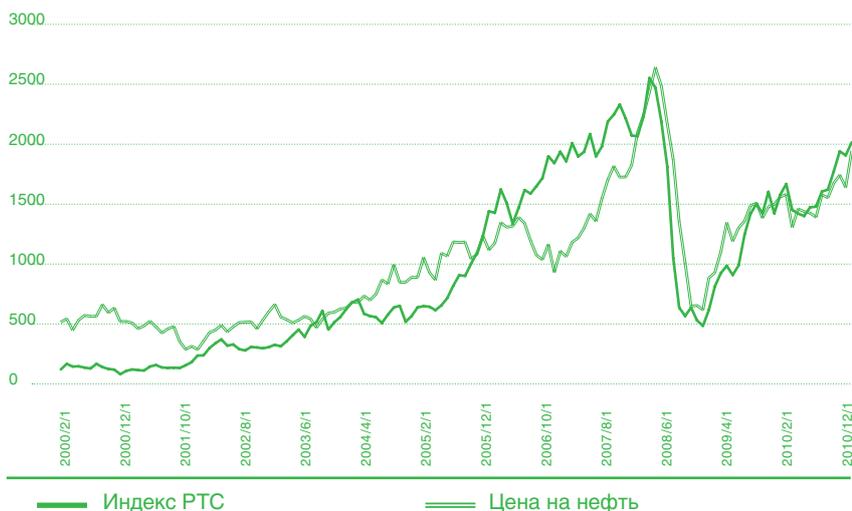
В общем и целом только 27 котируемых компаний Китая входят в число 50 крупнейших фирм каждого из восьми основных секторов по рыночной капитализации (из всего возможных 400 компаний).

## РОССИЯ

В России только 10 котируемых фирм входят в списки 50 крупнейших компаний во всех восьми секторах; это минимальное число публичных компаний среди стран БРИК. Не удивительно, что половина из этих 10 гигантов относятся к энергетическому сектору. Монополист в области экспорта газа, компания «Газпром», имеет крупнейшую капитализацию рынка акций в России, следующую позицию занимает нефтяной гигант «Роснефть».

<sup>7</sup> Отметим, что акции крупных государственных медийных корпораций на биржах не котируются.

**РИСУНОК 6. Российские акции и цены не энергоносители — синхронная динамика**



Источник: Bloomberg

Почти две трети капитализации российского фондового рынка (индекса РТС) обеспечивает энергетический сектор. Как следствие, существует почти линейная корреляция между ценами на энергоносители и колебаниями цен на российской фондовой бирже.

Поразительно, что в список 50 крупнейших компаний сектора основных полезных ископаемых входит только одна котируемая российская компания («Норильский никель», занимающий 38 место), а в секторе полезных ископаемых таких компаний четыре, поскольку к нему относятся компании по производству алюминия («РУСАЛ») и стали («Северсталь» и «Новолипецкий металлургический комбинат»). Несмотря на хорошую обеспеченность страны человеческим капиталом и достаточно грамотную в техническом отношении рабочую силу, в списке 50 крупнейших компаний технологического сектора нет котируемых российских компаний.

Почти две трети капитализации российского фондового рынка (индекса РТС) обеспечивает энергетический сектор.

## БРАЗИЛИЯ

В списках 50 крупнейших компаний во всех восьми секторах в общей сложности представлено 16 котируемых компаний из Бразилии. Среди 50 крупнейших банков мира 4 бразильских (пять лет назад был только один), хотя ни один из них не входит в первую десятку. В секторе сы-

рьевых материалов в списке 50 крупнейших компаний представлено две стале-чугунолитейных компании, а горнодобывающий гигант Vale, который является второй крупнейшей компанией Бразилии по рыночной капитализации, приблизительно равен по величине занимающей первое место австралийской горнодобывающей компании BHP Billiton.

Находящаяся в государственной собственности Petrobras является крупнейшей в Бразилии компанией по рыночной капитализации, которую в энергетическом секторе превосходят только Petro China и Exxon Mobil. Хотя в список 50 крупнейших энергетических компаний входят 3 бразильских фирмы, открытие огромных залежей нефти у берегов Бразилии позволяет надеяться, что в будущем этот сектор станет только крупнее, а его доминирующие позиции упрочатся<sup>8</sup>.

В список 50 крупнейших компаний телекоммуникационного сектора входят 3 бразильских фирмы, хотя ни одна из них не попала в число первых 30. В списках 50 крупнейших компаний промышленного и технологического секторов нет фирм из Бразилии. Приблизительно на 33%, и это максимальная доля, капитализацию фондового рынка обеспечивает энергетический сектор, следующим по величине является сектор сырьевых материалов с долей в 25%.

## ИНДИЯ

В Индии эталонным фондовым индексом является Sensex, но крупнейшей биржей — NSE (Национальная фондовая биржа). В настоящее время в листинг этой биржи входят 1 500 компаний с рыночной капитализацией 1,4 трлн долларов США. Из всех стран БРИК в Индии наблюдается наиболее равномерное распределение компаний по восьми основным секторам. В списки 50 крупнейших компаний (соответствующих секторов) входят 13 индийских компаний, причем большинство из них относятся к секторам сырьевых материалов, промышленности и технологий. Впрочем, все эти компании относительно невелики, и только две из них входят в число первых 25. На долю энергетики, материалов и промышленности в настоящее время приходится 17%, 14% и 13% совокупной рыночной капитализации соответственно.

В отличие от Китая, энергетический сектор Индии имеет ненадлежащий уровень капитализации. Энергетический сектор Индии относительно невелик и неэффективен, поэтому в список 50 крупнейших входят только 2 компании сектора (Reliance, занимающая 17 место, и ONGC India, занимающая 22 место). В списке 50 крупнейших компаний коммунального сектора представлена только одна индийская ком-

<sup>8</sup> По оценкам, новое месторождение содержит запасы 50 млрд баррелей нефти, что является крупнейшим разведанным шельфовым месторождением.

пания (Gail India, 47 место). Несмотря на рост финансового посредничества в последнее десятилетие, среди 50 крупнейших финансовых учреждений нет индийских компаний. Как и следовало ожидать, в технологическом секторе у Индии есть яркие представители — это сравнительно недавно появившиеся компании Wipro (33 место) и Infosys (21 место). Tata Consultancy — крупнейшая индийская ИТ компания, размеры которой (по рыночной капитализации) примерно совпадают с китайскими Baidu и Tencent Holdings. В качестве положительного фактора следует отметить, что из 14 крупнейших компаний Индии только 5 принадлежат государству.

В целом, в списки 50 крупнейших компаний во всех восьми секторах предпринимательской деятельности на сегодняшний день входят 66 котируемых компаний из стран БРИК. Хотя по сравнению с 2005 годом их число увеличилось в два раза, 36 из этих компаний находятся в государственной собственности, и на их долю приходится две трети совокупной рыночной капитализации. Показательно, что в список 50 крупнейших фирм сектора продовольственных товаров входят только 3 фирмы из стран БРИК, однако с учетом роста среднего класса этих стран их число, по-видимому, быстро возрастет.

Список 100 крупнейших компаний мира по рыночной капитализации приведен в приложении. Следует упомянуть несколько аспектов, касающихся этого рейтинга. Во-первых, это продолжающееся доминирование американских компаний: 37 из 100 (24 из первых 50). Во-вторых, несмотря на относительно небольшие размеры, в списке 100 крупнейших фирм непропорционально много компаний из Великобритании (11) по сравнению с другими крупными развитыми странами (только 6 фирм из Японии и 4 из Германии). Развивающиеся страны (общее число стран этой категории — 13), учитывая размеры их экономики, представлены несколько недостаточно (хотя в списке 500 крупнейших компаний их доля пропорционально больше). На долю Китая приходится 9 компаний (2 из которых котируются в Гонконге), причем 3 компании входят в первую десятку.

# V. ЭФФЕКТИВНОСТЬ ВЛОЖЕНИЙ В АКЦИИ СТРАН С БЫСТРОРАЗВИВАЮЩИМИСЯ РЫНКАМИ

## ОЗНАЧАЕТ ЛИ УСКОРЕНИЕ ЭКОНОМИЧЕСКОГО РОСТА ПОВЫШЕНИЕ ДОХОДНОСТИ ФОНДОВОГО РЫНКА?

Согласно традиционной теории финансов, ожидается, что в долгосрочной перспективе (то есть на протяжении полного делового цикла) прибыль корпораций должна составлять примерно постоянную долю национального дохода; это означает, что дивиденды должны расти такими же темпами, как и вся экономика. Вследствие этого ожидается, что в странах с быстрорастущей экономикой должен наблюдаться более быстрый рост реальных дивидендов и, в свою очередь, более высокая доходность фондового рынка.

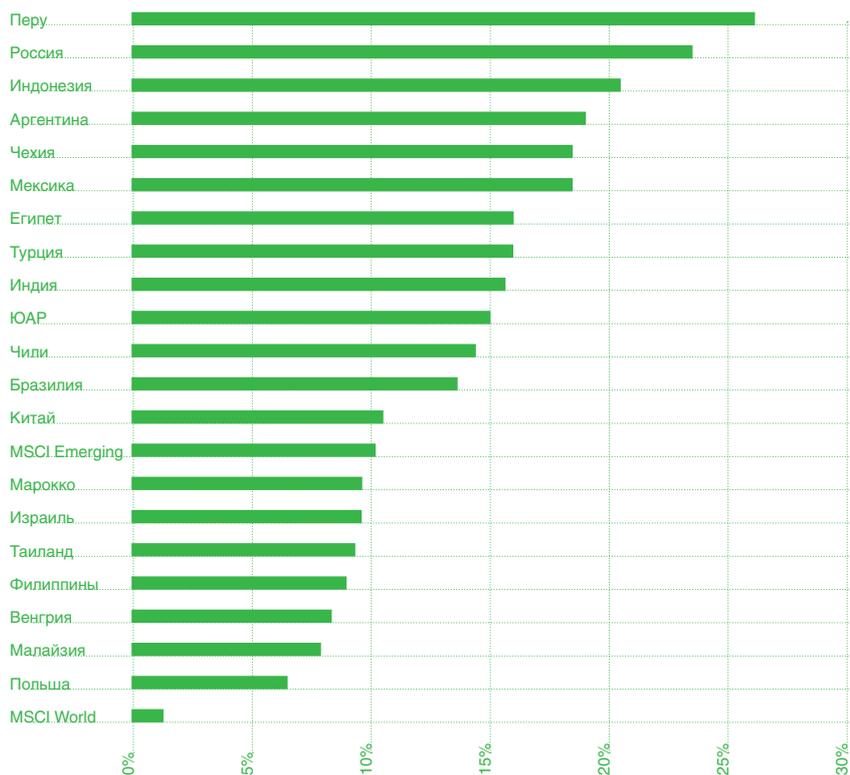
Не секрет, что в последнее десятилетие страны с быстроразвивающимися рынками переживали период прорыва, с точки зрения как экономического роста, так и доходности акций. На рисунке 7 представлена средняя доходность фондовых рынков в годовом исчислении для 20 стран с быстроразвивающимися рынками за прошедшее десятилетие (январь 2000 года – декабрь 2010 года включительно). На протяжении последних 11 лет индекс быстроразвивающихся рынков MSCI Emerging Market Index (скорректированный на количество акций в свободном обращении)<sup>9</sup> индекс рыночной капитализации, призванный измерять результаты функционирования рынка акций на глобальных быстроразвивающихся рынках) превосходил годовую доходность мирового индекса MSCI World Index (взвешенного по рыночной доле индекса, в состав которого входят компании, репрезентативно отражающие структуру рынка 22 развитых стран в Северной Америке, Европе и Азиатско-тихоокеанском регионе) почти на 9% (10,2% по сравнению с 3,3%).

Такая асимметричная эффективность в пользу акций стран с быстроразвивающимися рынками укрепила разделяемое многими убеждение, что, несмотря на возможную изменчивость акций стран с быстроразвивающимися рынками, владение ими на протяжении достаточно длительного срока принесет превосходную отдачу, поскольку экономика стран с быстроразвивающимися рынками растет быстрее, чем в развитых странах. Эти результаты кажутся простыми и интуитивно понятными, но действительно ли история подтверждает это? В самом деле, в последнее время появляется все больше научных исследований, которые охлаждают пыл сторонников этой точки зрения, показывая якобы отсутствие корреляции между экономическим ростом и доходностью акций за длительные периоды времени<sup>10</sup>.

<sup>9</sup> «Скорректированный на количество акций в свободном обращении» означает, что индекс измеряет фактический доход, который получают иностранные инвесторы с учетом многочисленных ограничений на иностранную собственность.

<sup>10</sup> См. Jay R. Ritter (2005).

**РИСУНОК 7. Средняя доходность акций в годовом исчислении (2000–2010 годы)**

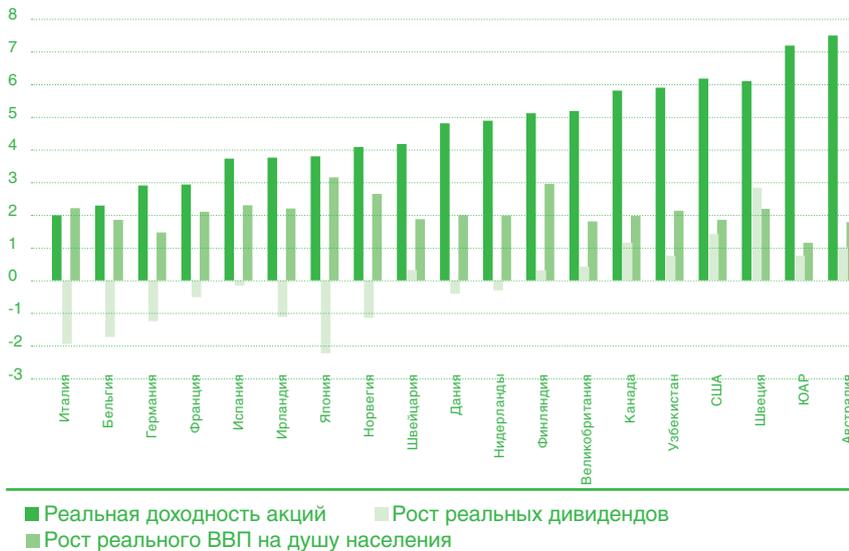


Источник: Bloomberg

На рисунке 8 в порядке возрастания представлено ранжирование реальной доходности акций 19 стран за период 1900–2009 годов, которая сравнивается с ростом реальных дивидендов и реального ВВП на душу населения<sup>11</sup>. В прошлом веке можно было наблюдать три ярко выраженные закономерности, представляющие интерес для анализа. Во-первых, очевидно наличие высокой корреляции (0,87) между реальной доходностью акций и ростом реальных дивидендов по 19 странам. Во-вторых, утверждение о том, что реальные дивиденды растут теми же темпами, что и реальный ВВП, явно неверно (по крайней мере для данной выборки за данный период). В действительности рост реальных дивидендов (скорректированный с учетом инфляции) отстает от роста реального ВВП на душу населения, и корреляция между этими двумя переменными на самом деле является отрицательной (0,3).

<sup>11</sup> Рост реального ВВП на душу населения, вместо роста реального ВВП, используется здесь потому, что он учитывает рост численности населения и дает более непосредственную и точную оценку роста благосостояния.

**РИСУНОК 8. Доходность, рост дивидендов и ВВП, 1900–2009 годы (реальная норма и темпы в годовом исчислении, %)**



Источник: исследование Credit Suisse "Global Investment Returns Yearbook 2010"

В-третьих — и это самое интересное, — предполагаемой сильной положительной корреляции между долгосрочным ростом реального ВВП на душу населения и реальной доходностью акций вообще не существует (эта корреляция равна 0,23)<sup>12</sup>.

**ТАБЛИЦА 1. РОСТ РЕАЛЬНОГО ВВП НА ДУШУ НАСЕЛЕНИЯ И ДОХОДНОСТЬ АКЦИЙ В ГОДОВОМ ИСЧИСЛЕНИИ (2000–2010 ГОДЫ)**

Страна	Рост ВВП на душу населения	Доходность акций в годовом исчислении
Китай	9.6	10.5
Индия	5.6	15.6
Россия	5.6	23.4
Индонезия	3.8	20.4
ЮАР	2.6	15
Бразилия	2	13.6

Источник: Bloomberg

Примечание: коэффициент корреляции = 25%

<sup>12</sup> Исследование Credit Suisse "Global Investment Returns Yearbook 2010, стр. 15" («Ежегодник по доходности глобальных инвестиций – 2010»)

Как показывает таблица 1, даже среди крупнейших стран с быстроразвивающимися рынками последнее десятилетие, когда во всех них наблюдалось исторически беспрецедентно резкое ускорение роста, корреляция между ростом ВВП на душу населения и средней доходностью в годовом исчислении фактически была отрицательной (коэффициент корреляции составлял 25 процентов!). Доходность фондового рынка России более чем в два раза превышала соответствующий показатель Китая, однако рост ВВП на душу населения в ней был вдвое ниже (необычайно высокую доходность в России во многом можно объяснить восстановлением после потерянного десятилетия 1990-х годов и стремительным ростом цен на энергоносители). Действительно, в последнее десятилетие экономика Китая росла гораздо быстрее, чем любая другая, но несмотря на это, доходность ее акций была самой низкой среди стран БРИК. В последнее десятилетие темпы роста экономики ЮАР и Бразилии были в два раза ниже, чем в Индии, однако доходность акций этих стран была примерно одинаковой. В Индонезии доходность также была крайне несоразмерной темпам роста (20% по сравнению с 4%). Опять же, во всех шести названных странах (на долю которых приходится приблизительно две трети капитализации формирующихся фондовых рынков) в последнее десятилетие доходность акций была очень высокой, но статистическая корреляция между этой доходностью и темпами экономического роста соответствующих стран была отрицательной<sup>13</sup>.

## ПРИЧИНЫ, ПО КОТОРЫМ ЭКОНОМИЧЕСКИЙ РОСТ МОЖЕТ И НЕ ПРИВОДИТЬ К БОЛЕЕ ВЫСОКОЙ ЭФФЕКТИВНОСТИ ВЛОЖЕНИЙ В АКЦИИ

Существует много причин того, почему более быстрый экономический рост может и не приводить к более высокой доходности вложений в акции. Ниже кратко рассматриваются шесть возможных объяснений.

Первая и наиболее существенная причина заключается в том, что рост реального сектора экономики страны — это не то же самое, что рост капитализации ее фондового рынка. Рост ВВП отражает уровень реальной активности в экономике, и он может повышаться и в отсутствие фондового рынка. Так, два десятилетия назад Японию часто упоминали

Первая и наиболее существенная причина заключается в том, что рост реального сектора экономики страны — это не то же самое, что рост капитализации ее фондового рынка.

<sup>13</sup> Если сравнивать просто рост реального ВВП с доходностью акций, коэффициент корреляции будет иметь еще большее отрицательное значение (-40%).

в качестве примера того, как быстро может расти ВВП, обеспечиваемый главным образом банковским финансированием<sup>14</sup>.

Во-вторых, даже в случае роста рыночной капитализации это может не приносить доход инвесторам. Рыночная капитализация может увеличиваться в результате приватизации, уменьшения доли заемных средств, приобретений, первоначального публичного предложения акций, выпуска инструментов участия в капитале котируемыми компаниями и листинга компаний, ценные бумаги которых в противном случае могли бы находиться во внебиржевом обороте. Все эти факторы не обязательно являются источником добавочной стоимости для акционеров котируемых компаний<sup>15</sup>.

В-третьих, довольно часто глобальные инвесторы не могут участвовать в доходах, полученных в странах с быстроразвивающимися рынками, поскольку компании этих стран могут в значительной степени нейтрализовать влияние иностранных инвесторов. Если для государственных, семейных или внутренних инвесторов стоимость может увеличиваться, то глобальные инвесторы не способны в полной мере участвовать в результатах деятельности этих компаний<sup>16</sup>. Например, вес стран с быстроразвивающимися рынками в таких глобальных индексах, как MSCI World Index, составляет лишь примерно 10%. Во многих странах с быстроразвивающимися рынками по-прежнему существуют значительные ограничения на то, какими акциями могут владеть иностранцы. Например, в Китае иностранные инвесторы не имеют права владеть акциями типа «А» (они могут покупать акции типа «В», представляющие собой более регламентированную совокупность ценных бумаг). Вот почему инвесторы не могут вкладывать средства в глобальные рынки пропорционально объему ВВП каждой страны. В лучшем случае инвесторы могут владеть только той частью каждого рынка, которая пропорциональна капитализации акций, находящихся в свободном обращении.

В-четвертых, может отсутствовать четкое соответствие места происхождения компании и ее подверженности экономическому риску. Компании стран с быстроразвивающимися рынками, ценные бумаги которых обращаются на международных рынках, могут зависеть от роста экономики в развитом мире. Аналогичным образом, транснациональные корпорации развитых стран все в большей степени зависят от роста в странах с быстроразвивающимися рынками<sup>17</sup>. Крупнейшие фирмы, котируемые на большинстве национальных рынков, — это транснациональные корпорации, чья прибыль зависит

<sup>14</sup> Исследование Credit Suisse "Global Investment Returns Yearbook 2010", стр. 9.

<sup>15</sup> Там же, стр. 9.

<sup>16</sup> Там же, стр. 9.

<sup>17</sup> Там же, стр. 9.

скорее от общемирового, чем от внутреннего экономического роста.

В-пятых, в соответствии с гипотезой об эффективном рынке, если все согласны с тем, что экономика стран с быстроразвивающимися рынками будет расти более высокими темпами, тогда это уже должно было быть учтено в ценах на акции. История развития стран с быстроразвивающимися рынками в прошлом десятилетии не совсем нова, и представляется крайне маловероятным, что ожидания инвесторов еще не нашли своего полного отражения в ценах на акции стран с быстроразвивающимися рынками.

Наконец, рост котируемых компаний вносит только частичный вклад в увеличение ВВП страны. В странах, ориентированных на развитие предпринимательской деятельности, новые частные предприятия способствуют росту ВВП, но не увеличению дивидендов публичных компаний. Результатом является разрыв между долгосрочным экономическим ростом, а также ростом дивидендов и прибыли компаний<sup>18</sup>.

### НЕСМОТРЯ НА ВСЕ ДЕСТАБИЛИЗИРУЮЩИЕ ФАКТОРЫ, ОДНАКО, ВОЗНИКАЕТ ИНАЯ КАРТИНА

Принимая во внимание все вышесказанное, очевидно, что предполагаемой связи между экономическим ростом и результатами функционирования фондового рынка не существует. Но не является ли этот вывод излишне упрощенным? Экономические показатели стран с бы-

**РИСУНОК 9. Контрасты доходности фондовых рынков (1988–2011 годы) (100 долларов, инвестированных в декабре 1987 года)**



Источник: Bloomberg Примечание. До мая 2011 года

<sup>18</sup> Там же, стр. 15.

строразвивающимися рынками на протяжении последних трех десятилетий резко колебались: от стабильного роста до глубоких кризисов. Можно ли выявить иную закономерность или какие-то специфические особенности, рассмотрев другие периоды времени и оценив, каковы были показатели развития стран с быстроразвивающимися рынками в эти периоды?

На рисунке 9 представлена динамика индекса быстроразвивающихся рынков MSCI Emerging Index в сравнении с мировым индексом MSCI World Index за последнюю четверть века (1987–2011 годы)<sup>19</sup>. Сто долларов США, инвестированные в индекс быстроразвивающихся рынков в декабре 1987 года, в конце мая 2011 года стоили бы 1 160 долларов США, то есть годовая доходность составила бы 11%. Эквивалентное вложение на тот же срок в ценные бумаги стран с развитым рынком, представительным индикатором которого является MSCI World Index, при погашении стоило бы 333 доллара США, то есть годовая доходность составила бы 5,3%. Интересно отметить, что за последнюю четверть века доходность диверсифицированного портфеля акций стран с быстроразвивающимися рынками была в два раза выше, чем доходность диверсифицированного портфеля акций развитых стран.

Но в данном случае, опять же, черт действительно прячется в деталях. Как видно из рисунка 9, на протяжении последней четверти века в странах с быстроразвивающимися рынками наблюдались огромные колебания доходности (изменчивость рассматривается отдельно в заключительном разделе). Нам известно, что в 1960 х и 1970 х годах страны с быстроразвивающимися рынками, как правило, развивались весьма успешно, демонстрируя высокий и стабильный рост. Однако большая часть 1980 х годов была для них трудным временем. В начале этого десятилетия в Латинской Америке разразился долговой кризис, омрачивший указанный период.

Однако с конца 1980 х годов акции стран с быстроразвивающимися рынками действительно резко пошли в рост (всего за шесть лет их курсы повысились почти в шесть раз), который продолжался примерно до середины 1990 х годов (в этот период вновь

За последние 25 лет эффективность вложений в акции стран с быстроразвивающимися рынками неизменно превосходила эффективность вложений в акции стран с развитым рынком, когда экономика стран с быстроразвивающимися рынками росла быстрее экономики развитых стран, и была ниже эффективности вложений в акции стран с развитым рынком, когда соотношение темпов экономического роста было обратным.

<sup>19</sup> Данные по MSCI Emerging Market Index до 1987 года отсутствуют.

стала расти и экономика стран с быстроразвивающимися рынками). Впрочем, за оставшуюся часть десятилетия все эти достижения были потеряны, что началось с кризиса 1994 года в Мексике, за которым последовал серьезный кризис 1997 года в Азии, а потом российский и бразильский кризисы 1998 года (фактически процесс закончился только с дефолтом Аргентины в 2001 году, который стал крупнейшим суверенным дефолтом в истории).

После активного, хотя и краткого периода восстановления на рубеже двух столетий в ходе обвала перегретых курсов акций интернет-компаний акции стран с быстроразвивающимися рынками вновь упали в цене и к сентябрю 2001 года (период, совпавший с террористической атакой 11 сентября) доходность обоих эталонных индексов примерно сравнялась.

Но в последнее десятилетие все изменилось. С начала нового века и до Великой рецессии и финансового кризиса 2008 года экономический рост стран с быстроразвивающимися рынками резко ускорился, а акции формирующихся рынков стали демонстрировать одну из самых значительных повышательных тенденций в современной истории. С конца 2001 года по конец 2007 года их курсы возросли на 532%, то есть средний годовой рост составил 32%.

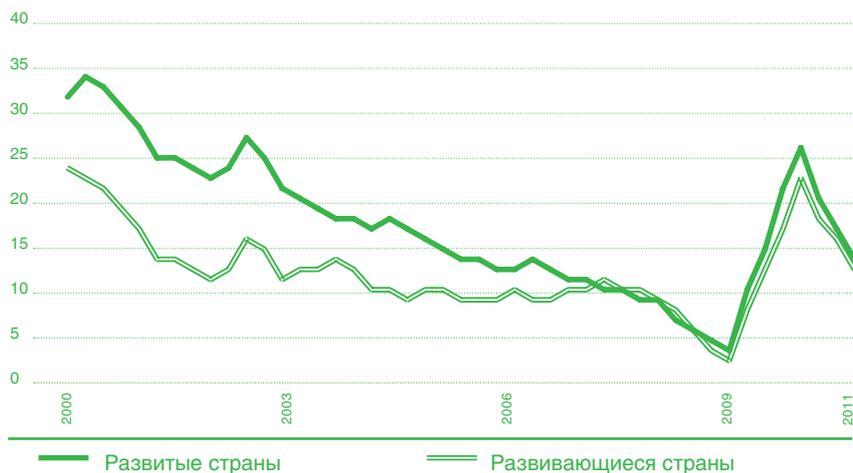
После стремительного падения во время рецессии (с высшей точки до низшей индекс быстроразвивающихся рынков и мировой индекс, составляемые MSCI, упали на 63% и 53% соответственно) MSCI Emerging Market Index вновь возрос и приблизился к последним максимумам. Акции стран с развитым рынком также проходят период активного восстановления после рецессии, однако на данный момент (июнь 2011 года) их курсы не превышают отметок, зафиксированных в начале 2000 года перед обвалом акций интернет-компаний. Это было самое что ни на есть «потерянное десятилетие» для инвесторов в рынки акций развитых стран.

Можно ли сделать один основной вывод из анализа этой сложной картины функционирования рынка? Да. За последние 25 лет эффективность вложений в акции стран с быстроразвивающимися рынками неизменно превосходила эффективность вложений в акции стран с развитым рынком, когда экономика стран с быстроразвивающимися рынками росла быстрее экономики развитых стран, и была ниже эффективности вложений в акции стран с развитым рынком, когда соотношение темпов экономического роста было обратным.

## ЧТО МОЖНО СКАЗАТЬ О РИСКЕ?

Оценка доходности акций не имеет смысла, если она не сопровождается рассмотрением риска, или базовой изменчивости цен на акции.

**РИСУНОК 10. Стоимостная оценка рынков акций  
СБЛИЖЕНИЕ коэффициентов цена/прибыль (P/E)**



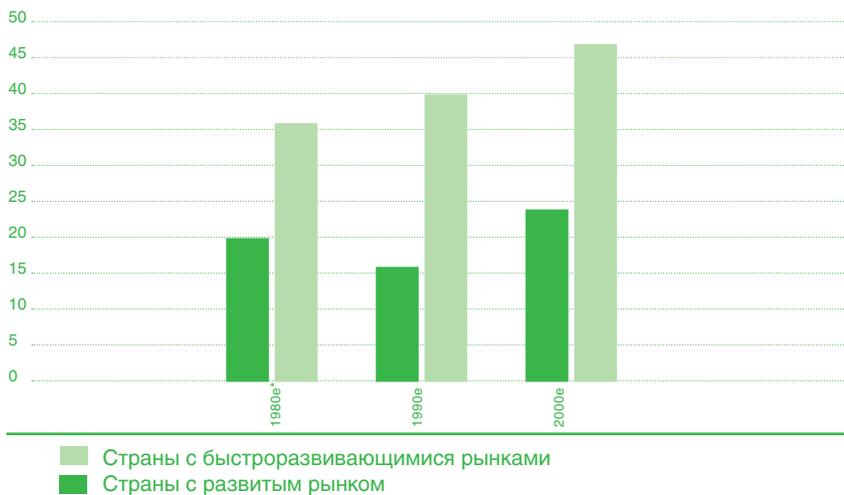
Источник: Bloomberg

Даже беглый взгляд на рисунок 9 показывает, насколько значительной была изменчивость акций стран с быстроразвивающимися рынками в последнюю четверть века, особенно по сравнению с акциями стран с развитым рынком. Хотя причины недавнего финансового кризиса крылись в развитом мире, восприятие относительного риска быстро менялось. Некоторые аналитики утверждают, что поскольку многие развитые страны выходят из кризиса со значительными уровнями частного и государственного долга, страны с быстроразвивающимися рынками сейчас, возможно, являются относительно менее рискованными (в настоящее время суверенные долговые обязательства всех стран БРИК впервые имеют рейтинги инвестиционной категории). Нам известно, что доходность быстроразвивающихся фондовых рынков, хоть и нестабильная, в прошлом десятилетии была достаточно высокой, чтобы изменить среднегодовую доходность в пользу стран с быстроразвивающимися рынками, если взять по крайней мере последнюю четверть века. *Но что можно сказать о риске, связанном со странами с быстроразвивающимися рынками?*

Акции стран с быстроразвивающимися рынками всегда продавались дешевле, чем акции стран с развитым рынком. Иными словами, глобальные инвесторы, как правило, требовали более

Однако в последнее десятилетие разрыв в значениях коэффициентов цена/прибыль между акциями двух этих категорий стран почти исчез, и это означает, что премия за акционерный риск, связанная со странами с быстроразвивающимися рынками, значительно уменьшилась

**РИСУНОК 11. Риск остается повышенным**  
(Стандартное отклонение доходности акций в годовом исчислении, проценты)



Источник: Bloomberg \* Оценка SIEMS Примечание. Стандартное отклонение индексов MSCI World Index и MSCI Emerging Index.

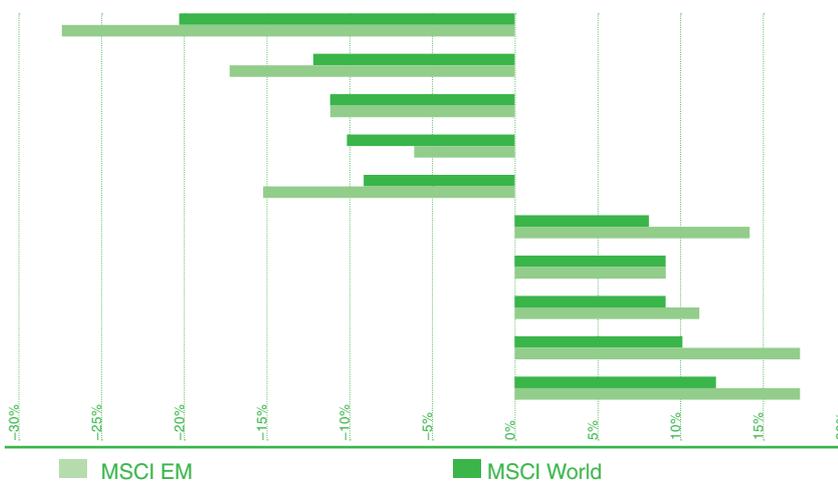
низкую относительную цену на доллар прибыли, поскольку ценные бумаги стран с быстроразвивающимися рынками считались более рискованными, или изменчивыми. Однако в последнее десятилетие разрыв в значениях коэффициентов цена/прибыль между акциями двух этих категорий стран почти исчез, и это означает, что премия за акционерный риск, связанная со странами с быстроразвивающимися рынками, значительно уменьшилась (вместе с безрисковой реальной ставкой дисконтирования)<sup>20</sup>.

Но действительно ли базовая изменчивость акций стран с быстроразвивающимися рынками в последнее время уменьшилась? На рисунке 11 показано стандартное отклонение доходности в годовом исчислении за последние три десятилетия. Не вызывает удивления тот факт, что доходность акций стран с быстроразвивающимися рынками была очевидно более изменчивой, чем доходность акций развитого мира. При этом может показаться неожиданным,

Возможно, в последние десять лет владение диверсифицированным портфелем акций стран с быстроразвивающимися рынками и приносило значительную отдачу, однако инвестор платил высокую цену в смысле явной изменчивости.

<sup>20</sup> Согласно постулату традиционной теории финансов, вполне вероятно, что акции стран с быстроразвивающимися рынками действительно должны торговаться с более высоким множителем P/E, чем акции стран с развитым рынком, поскольку, исходя из относительного ожидаемого роста номинального ВВП, первые отчасти напоминают акции роста, а вторые — акции стоимости.

**РИСУНОК 12. Доходность в экстремальные месяцы, 2000–2009 годы (Индексная доходность World Index в наиболее экстремальные месяцы, рассчитанная с использованием данных MSCI)**



Источник: исследование Credit Suisse “Global Investment Returns Yearbook 2010”.

что стандартное отклонение доходности в последние годы возросло как в абсолютном выражении, так и по сравнению с акциями развитых стран. В последнее десятилетие в годовом исчислении стандартное отклонение доходности акций стран с быстроразвивающимися рынками было почти в два раза выше, чем для акций стран с развитым рынком (47% по сравнению с 24%). Возможно, в последние десять лет владение диверсифицированным портфелем акций стран с быстроразвивающимися рынками и приносило значительную отдачу, однако инвестор платил высокую цену в смысле явной изменчивости.

Несмотря на кажущуюся «отстыковку» стран с быстроразвивающимися рынками от развитых стран (с точки зрения экономического роста) в самом последнем деловом цикле, факт остается фактом: они все еще крайне чувствительны к глобальным финансовым и экономическим условиям. В качестве еще одной иллюстрации этой изменчивости на рисунке 12 представлены месяцы периода 2000–2009 годов, когда наблюдалось максимальное повышение или снижение индекса MSCI World Index. В верхней части рисунка показаны пять месяцев наиболее значительного в процентном отношении падения индекса, а в нижней — пять месяцев его наибольшего роста. В те месяцы, когда господствовала тенденция к повышению, быстроразвивающиеся рынки, как правило, превосходили мировые рынки в целом, а в те месяцы, когда рынки демонстрировали тенденцию к снижению, их доходность была ниже, чем

на мировых рынках. Их рыночный бета-коэффициент за рассматриваемый период составлял 1,3 (то есть доходность быстроразвивающихся рынков была приблизительно на 30% более изменчивой, чем доходность MSCI World Index). Превышающая средний уровень изменчивость была следствием низких относительных результатов быстроразвивающихся рынков в периоды краха акций интернет-компаний (в начале десятилетия) и Великой рецессии, а также исключительного подъема после прохождения низших точек в марте 2003 года и марте 2009 года<sup>21</sup>.

Согласно теории CAPM<sup>22</sup>, более высокий бета-коэффициент означает более высокую ожидаемую доходность акций. Как следствие, мы должны наблюдать несколько более высокую относительную доходность быстроразвивающихся рынков. Эта более высокая доходность объясняется не исключительно высоким ростом, который обсуждался выше, а старой, как мир, финансовой причиной: инвесторы требуют более высокую доходность за более высокий риск<sup>23</sup>.

<sup>21</sup> Исследование Credit Suisse "Global Investment Returns Yearbook 2010", стр. 10.

<sup>22</sup> Модель ценообразования для капитальных активов (Capital Asset Pricing Model, или CAPM) описывает связь между риском и ожидаемой доходностью ценной бумаги. Отметим, что после корректировки на доходность с учетом риска годовая доходность развитого рынка выглядит не так уж плохо.

<sup>23</sup> Исследование Credit Suisse "Global Investment Returns Yearbook 2010", стр. 11.



# ЗАКЛЮЧЕНИЕ

Всего лишь за одно десятилетие рынки акций стран с быстроразвивающимися рынками превратились в ключевые источники финансирования предприятий этих стран. Это, вероятно, самое важное изменение в международных финансах за последние десять лет. Рынки акций стран с быстроразвивающимися рынками все чаще становятся основными объектами вложения средств для глобальных инвесторов, и их значимость будет только возрастать по мере увеличения их размеров и усиления интеграции финансовых рынков этих стран с рынками развитого мира.

В настоящей работе мы не нашли доказательств того, что в последнюю четверть века средняя доходность (в годовом исчислении) акций стран с быстроразвивающимися рынками действительно была значительно выше. Важнейший из наших выводов заключается в том, что рынки акций стран с быстроразвивающимися рынками, как правило, превосходили по эффективности вложений в них мировые рынки в целом, когда экономика этих стран развивалась успешно. Однако мы также обнаружили, что ценные бумаги стран с быстроразвивающимися рынками как класс активов остаются значительно более рискованными, чем ценные бумаги стран с развитым рынком, несмотря на возможные выгоды от диверсификации, связанные с открытием позиций в разных экономических секторах и с нахождением в разных фазах делового цикла.

И все же, не слишком ли навязчиво звучат сегодня доводы в пользу инвестирования в рынки акций стран с быстроразвивающимися рынками? С одной стороны, акции стран с быстроразвивающимися рынками уже не кажутся выгодным приобретением, каким они были десять лет назад. Скорее всего, история стран с быстроразвивающимися рынками в значительной степени отражена в ценах на акции, и поэтому множители цена/прибыль почти сравнялись с соответствующими множителями для акций развитых стран. Поэтому исключительно высокие результаты функционирования, наблюдавшиеся в прошлом десятилетии, в сколько-нибудь скором времени могут и не повториться. С другой стороны, еще многие годы и десятилетия экономический рост в странах с быстроразвивающимися рынками может оставаться гораздо выше, чем в развитом мире. В прошлом такого никогда не было. Страны с быстроразвивающимися рынками редко демонстрировали активный рост в течение очень длительного времени, прежде чем в них происходил какой-либо «взрыв». Если

Если страны с быстроразвивающимися рынками, такие как Бразилия и Индия, в конечном итоге сделают все правильно, резонно ли ожидать более высокую доходность акций в течение длительного периода, подобную той, свидетелями которой мы были в прошлом десятилетии?

страны с быстроразвивающимися рынками, такие как Бразилия и Индия, в конечном итоге сделают все правильно, резонно ли ожидать более высокую доходность акций в течение длительного периода, подобную той, свидетелями которой мы были в прошлом десятилетии? Впрочем, независимо от сценария развития событий инвесторы все равно должны помнить, что они вкладываются не в экономический рост, а покупают реальные компании, доходность которых может коррелировать, а может и не коррелировать с темпами экономического роста соответствующей страны.

**АВТОР:**

Уильям Т. Уилсон, Ph.D. (старший научный сотрудник, SIEMS)

**ГЛАВНЫЙ РЕДАКТОР:**

Сэм Парк, Ph.D. (президент SIEMS)

**КОНТАКТЫ:**

[siems@skolkovo.ru](mailto:siems@skolkovo.ru)



# ПРИЛОЖЕНИЕ

**ТАБЛИЦА 1. КОЭФФИЦИЕНТЫ КАПИТАЛИЗАЦИИ ПО СТРАНАМ, 2010 ГОД**

БВСА		Страны Африки к югу от Сахары		Латинская Америка и страны Карибского бассейна	
Египет	47	Ботсвана	36	Аргентина	14
Иран	14	Кот-д'Ивуар	22	Боливия	16
Иордания	130	Гана	24	Бразилия	104
Ливан	43	Кения	30	Чили	138
Марокко	92	Малави	74	Колумбия	74
Тунис	28	Намибия	14	Коста-Рика	6
		Нигерия	7	Эквадор	7
		ЮАР	299	Сальвадор	24
		Танзания	6	Гватемала	1
		Уганда	0	Ямайка	40
		Замбия	7	Мексика	55
		Зимбабве	37	Панама	38
				Парагвай	1
				Перу	61
				Уругвай	1
				Венесуэла	2
<b>Азиатско-тихоокеанский регион</b>		<b>Восточная Европа и Центральная Азия</b>			
Бангладеш	7	Армения	3		
Китай	142	Болгария	13		
Индия	120	Хорватия	46		
Индонезия	40	Эстония	1		
Малайзия	135	Грузия	0		
Монголия	5	Венгрия	23		
Непал	21	Казахстан	50		
Пакистан	26	Кыргызская Республика	2		
Папуа-Новая Гвинея	42	Латвия	8		
Филиппины	73	Литва	16		
Шри-Ланка	29	Македония, БЮР	19		
Таиланд	51	Польша	53		
Вьетнам	35	Румыния	27		
		Россия	41		
		Сербия	11		
		Турция	44		
		Украина	14		
		Узбекистан	1		

**ТАБЛИЦА 2. 100 КРУПНЕЙШИХ ГЛОБАЛЬНЫХ КОМПАНИЙ ПО РЫНОЧНОЙ КАПИТАЛИЗАЦИИ (2011 ГОД) (КОМПАНИИ СТРАН С БЫСТРОРАЗВИВАЮЩИМИСЯ РЫНКАМИ ВЫДЕЛЕНЫ ЖИРНЫМ ШРИФТОМ)**

Глобальный рейтинг 2011 года	Компания	Страна	Сектор	Рыночная стоимость (млрд долларов США)
<b>1</b>	<b>PetroChina</b>	<b>Китай</b>	<b>Добыча нефти и газа</b>	<b>329</b>
2	Mobil	США	Добыча нефти и газа	316
3	Microsoft	США	Программное обеспечение и компьютерные услуги	257
<b>4</b>	<b>Industrial &amp; Commercial Bank of China</b>	<b>Китай</b>	<b>Банки</b>	<b>246</b>
5	Apple	США	Аппаратные средства и техническое оборудование	213
6	BHP Billiton	Австралия/ Великобритания	Горнодобывающая промышленность	210
7	WalMart Stores	США	Универсальная розничная торговля	209
8	Berkshire Hathaway	США	Страхование, кроме страхования жизни	201
9	General Electric	США	Универсальные промышленные компании	194
<b>10</b>	<b>China Mobile</b>	<b>Китай</b> Зарегистрирована на бирже в Гонконге	<b>Мобильные телекоммуникации</b>	193
<b>11</b>	<b>China Construction Bank</b>	<b>Китай</b>	<b>Банки</b>	<b>192</b>
12	Nestle	Швейцария	Производство продовольственных товаров	187
<b>13</b>	<b>Petrobra</b>	<b>Бразилия</b>	<b>Добыча нефти и газа</b>	<b>186</b>
14	Procter & Gamble	США	Товары для дома и домостроение	184
15	Johnson & Johnson	США	Фармацевтическая продукция и биотехнологии	180
16	Bank of America	США	Банки	179
17	JP Morgan Chase	США	Банки	178
18	BP	Великобритания	Добыча нефти и газа	178
19	Royal Dutch Shell	Великобритания	Добыча нефти и газа	177
20	HSBC	Великобритания	Банки	177
21	IBM	США	Программное обеспечение и компьютерные услуги	167
<b>22</b>	<b>Vale</b>	<b>Бразилия</b>	<b>Промышленные металлы и добыча полезных ископаемых</b>	<b>163</b>
23	Wells Fargo & Co	США	Банки	161
24	AT&T	США	Стационарные телекоммуникации	153
25	Chevron	США	Добыча нефти и газа	152
<b>26</b>	<b>Bank of China</b>	<b>Китай</b>	<b>Банки</b>	<b>152</b>
27	Cisco Systems	США	Аппаратные средства и техническое оборудование	149

28	Novartis	Швейцария	Фармацевтическая продукция и биотехнологии	143
29	Roche	Швейцария	Фармацевтическая продукция и биотехнологии	141
30	Google	США	Программное обеспечение и компьютерные услуги	139
31	Pfizer	США	Фармацевтическая продукция и биотехнологии	138
32	Toyota Motor	Япония	Автомобили и запасные части	138
<b>33</b>	<b>«Газпром»</b>	<b>Россия</b>	<b>Добыча нефти и газа</b>	<b>138</b>
34	Total	Франция	Добыча нефти и газа	137
35	Rio Tinto	Австралия/ Великобритания	Добыча полезных ископаемых	134
<b>36</b>	<b>Синоpec</b>	<b>Китай</b>	<b>Добыча нефти и газа</b>	<b>134</b>
37	Oracle	США	Программное обеспечение и компьютерные услуги	129
38	CocaCola	США	Напитки	127
39	HewlettPackard	США	Аппаратные средства и техническое оборудование	125
40	Intel	США	Аппаратные средства и техническое оборудование	123
<b>41</b>	<b>China Life Insurance</b>	<b>Китай</b>	<b>Страхование жизни</b>	<b>123</b>
42	Vodafone Group	США	Мобильные телекоммуникации	121
43	Samsung Electronics	Южная Корея	Аппаратные средства и техническое оборудование	117
44	Merck	США	Фармацевтическая продукция и биотехнологии	116
45	Citigroup	США	Банки	116
46	Banco Santander	Испания	Банки	110
47	PepsiCo	США	Напитки	109
48	Telefonica	Испания	Стационарные телекоммуникации	108
49	EDF	Франция	Электроэнергия	101
50	GlaxoSmithKline	Великобритания	Фармацевтическая продукция и биотехнологии	100
51	SanofiAventis	Франция	Фармацевтическая продукция и биотехнологии	98
52	Philip Morris International	США	Табачные изделия	98
53	Eni	Италия	Добыча нефти и газа	94
54	Siemens	Германия	Универсальные промышленные компании	92
55	BNP Paribas	Франция	Банки	91
56	Goldman Sachs	США	Финансовые услуги	90
<b>57</b>	<b>Itau Unibanco</b>	<b>Бразилия</b>	<b>Банки</b>	<b>89</b>
58	Verizon Communications	США	Стационарные телекоммуникации	88
59	GDF Suez	Франция	Газо-, водо- и электроснабжение	87
<b>60</b>	<b>China Shenhua Energy</b>	<b>Китай</b>	<b>Добыча полезных ископаемых</b>	<b>85</b>

61	Unilever	Нидерланды/ Великобритания	Производство продовольственных товаров	84
<b>62</b>	<b>«Роснефть»</b>	<b>Россия</b>	<b>Добыча нефти и газа</b>	<b>84</b>
63	Royal Bank Canada	Канада	Банки	83
64	Abbott Laboratories	США	Фармацевтическая продукция и биотехнологии	82
65	AnheuserBusch InBev	Бельгия	Напитки	81
<b>66</b>	<b>Saudi Basic Industries</b>	<b>Саудовская Аравия</b>	<b>Химическая продукция</b>	<b>80</b>
67	Commonwealth Bank of Australia	Австралия	Банки	79
<b>68</b>	<b>Reliance Industries</b>	<b>Индия</b>	<b>Добыча нефти и газа</b>	<b>79</b>
69	ConocoPhillips	США	Добыча нефти и газа	76
70	Westpac Banking	Австралия	Банки	76
71	Schlumberger	США	Добыча нефти и газа	76
72	Mitsubishi UFJ Financial	Япония	Банки	74
73	E On	Германия	Газо-, водо- и электроснабжение	74
74	Statoil	Норвегия	Добыча нефти и газа	74
<b>75</b>	<b>CNOOC</b>	<b>Китай</b> Зарегистрирована на бирже в Гонконге	<b>Добыча нефти и газа</b>	<b>74</b>
76	McDonald's	США	Путешествия и отдых	72
77	Qualcomm	США	Аппаратные средства и техническое оборудование	71
78	United Technologies	США	Аэрокосмическая и оборонная продукция	69
79	British American Tobacco	Великобритания	Тобакко	69
80	Occidental Petroleum	США	Добыча нефти и газа	69
81	ArcelorMittal	Нидерланды	Промышленные металлы и добыча полезных ископаемых	69
82	Walt Disney	США	Медийная индустрия	68
83	NTT DoCoMo	Япония	Мобильные телекоммуникации	67
84	Nippon Telegraph & Telephone	Япония	Стационарные телекоммуникации	66
85	Barclays	Великобритания	Банки	66
<b>86</b>	<b>Сбербанк России</b>	<b>Россия</b>	<b>Банки</b>	<b>65</b>
87	Honda Motor	Япония	Автомобили и запасные части	65
88	AstraZeneca	Великобритания	Фармацевтическая продукция и биотехнологии	65
89	TorontoDominion Bank	Канада	Банки	64
90	Lloyds Banking Group	Великобритания	Банки	64
91	France Telecom	Франция	Стационарные телекоммуникации	63
92	L'Oreal	Франция	Продукты для личного ухода	63
93	Canon	Япония	Аппаратные средства и техническое оборудование	62
94	Credit Suisse Group	Швейцария	Банки	61
95	Amazon.com	США	Универсальная розничная торговля	60

96	ЗМ	США	Универсальные промышленные компании	59
97	SAP	Германия	Программное обеспечение и компьютерные услуги	59
98	Teva Pharmaceutical	Израиль	Фармацевтическая продукция и биотехнологии	59
99	Deutsche Telekom	Германия	Мобильные телекоммуникации	59
100	ANZ Banking	Австралия	Банки	59

## ЛИТЕРАТУРА

- Billmeier, A., Massa, I., 2009. What drives stock market development in emerging markets – institutions, remittances, or natural resources? *Emerging Markets Review*, 10 (2009) 23-35.
- Dimson, Elroy. March, Paul. Stauton, Mike. *Emerging Markets. Credit Suisse Global Investment Returns Yearbook*, 2010.
- King, R., Levine, R. 1993. Finance and growth: Schumpeter might be right. *Quarterly Journal of Economics* 108, 717-738.
- Ritter, Jay. *Economic Growth and Equity Returns. Pacific-Basin Finance Journal* 13. Pp. 489-503. 2005.
- Shan, J.Z., Morris, A.G., Sun, F., 2001. Financial Development and Economic Growth: an egg and chicken problem. *Review of International Economics* 9, 443-454.
- Shaw, E.S. 1973. *Financial Deepening in Economic Development*. Oxford University Press, New York.

# ОБЗОРЫ ИНСТИТУТА ИССЛЕДОВАНИЯ БЫСТРОРАЗВИВАЮЩИХСЯ РЫНКОВ СКОЛКОВО:

«Мировой финансовый кризис: его влияние и ответные действия в России и Китае» (февраль 2009).

«Управление в условиях экономического спада. Возможности и стратегическое реагирование в России и Китае» (март 2009).

«Глобальная экспансия транснациональных корпораций России и Китая: адаптация в условиях кризиса» (май 2009).

«Российские и китайские транснациональные компании: операционные трудности и вызовы кризиса» (июнь 2009).

«Деятельность транснациональных компаний на развивающихся рынках: посткризисная коррекция притока прямых иностранных инвестиций (FDI) в Китай и Россию» (август 2009),

«Демография – это судьба? Как демографические изменения повлияют на экономическое будущее БРИК» (сентябрь 2009).

«Структура управления публичных компаний: в России и Китае» (декабрь 2009).

«Размер имеет значение: насколько велик масштаб БРИК?» (январь 2010).

«К вопросу о «разъединении»: действительно ли страны БРИК могут пойти своим собственным путем?» (февраль 2010).

«Новая география» международной торговли «Как страны с формирующимся рынком быстро меняют мировую торговлю» (март 2010).

«Частая смена кадров на высших руководящих позициях в России и Китае с точки зрения корпоративного управления и стратегического менеджмента» (апрель 2010).

«Суверенные фонды благосостояния и новая эра богатства БРИК» (июль 2010).

«Корпоративные гиганты и экономический рост: случай Китая и России» (август 2010).

«Исчезает ли дешевое обрабатывающее производство в Китае? — Кто станет следующей мировой фабрикой?» (ноябрь 2010).

«Новая нефтяная парадигма: может ли развивающийся мир жить при цене на нефть выше 100 долларов?» (январь 2011).

«За рамками бизнеса, в рамках государства: как лидеры корпоративной социальной ответственности Китая и России занимаются благотворительностью» (февраль 2011).

«Все дороги ведут в Рим: высокорезультативные фирмы в Китае и России» (июнь 2011).

«Развитие и результаты функционирования фондовых рынков в странах с быстроразвивающимися рынками» (июль 2011).

## ТЕМАТИЧЕСКИЕ ДОКЛАДЫ ИНСТИТУТА ИССЛЕДОВАНИЯ БЫСТРО- РАЗВИВАЮЩИХСЯ РЫНКОВ СКОЛКОВО:

«Крупнейшие автомобильные рынки мира в 2030 году: Страны с формирующимся рынком преобразуют мировую автомобильную промышленность» (май 2010).

«Приз за производительность. Учет факторов экономического роста стран БРИК в последние годы: чудо или мираж?» (июнь 2010).

«Великий уравниватель. Рост глобального среднего класса в странах с формирующимся рынком» (сентябрь 2010).

«Независимость центральных банков и глобальный финансовый обвал: Взгляд из стран с формирующимся рынком» (ноябрь 2010).

«Дивный новый мир. Классификация стран с быстроразвивающимися рынками — новая методология, Индекс быстроразвивающихся рынков СКОЛКОВО» (февраль 2011).

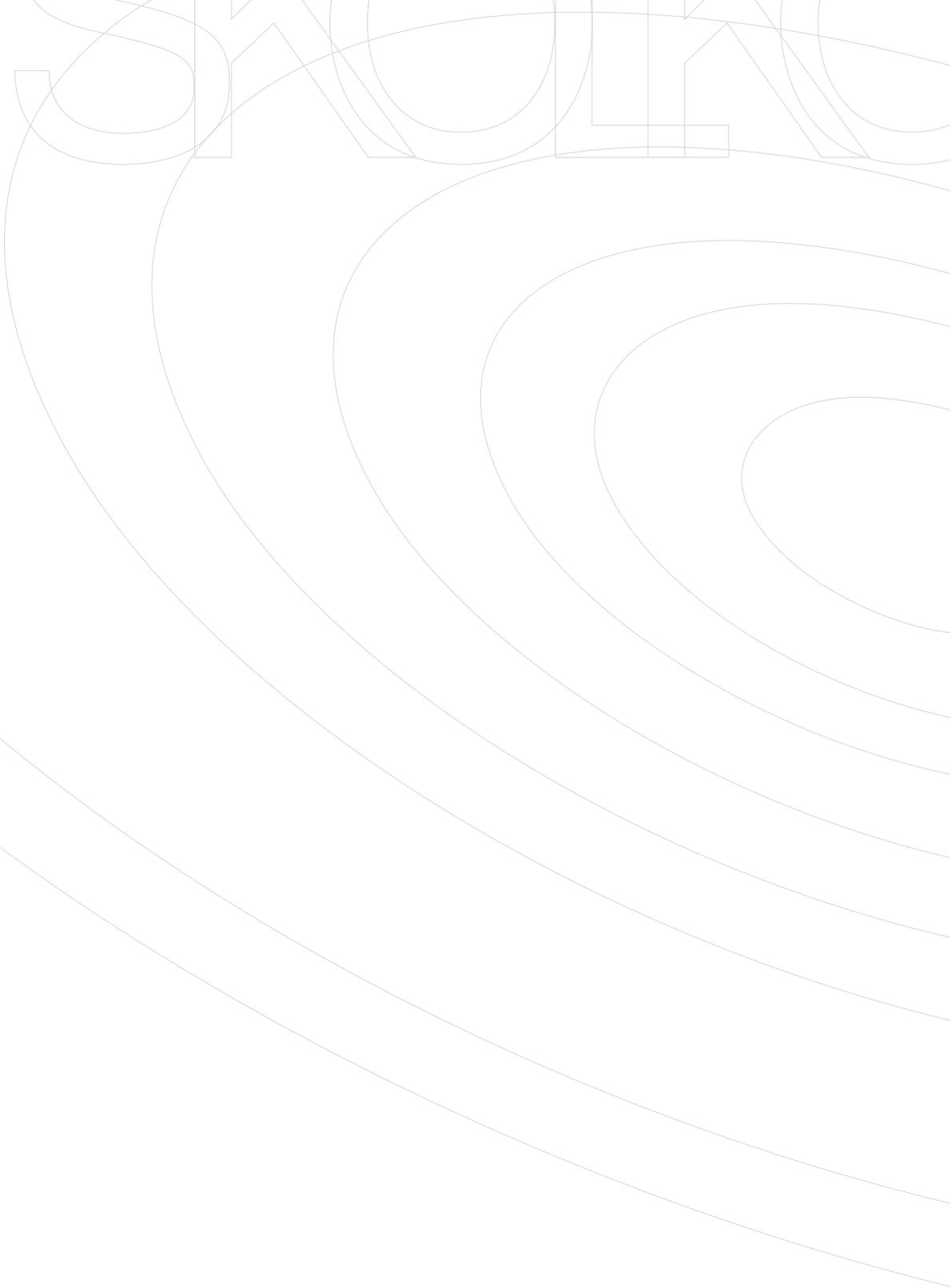
«Новая география потоков капитала» (март 2011).

«Все новое — это хорошо забытое старое. Меры контроля за операциями с капиталом и макроэкономические детерминанты предпринимательской деятельности в странах с быстроразвивающимися рынками» (апрель 2011).



**СКОЛКОВО**

Московская школа управления



**Московская школа управления СКОЛКОВО** — совместный проект представителей российского и международного бизнеса, объединивших усилия для создания с нуля бизнес-школы нового поколения. Делая упор на практические знания, Московская школа управления призвана воспитывать лидеров, рассчитывающих применять свои профессиональные знания в условиях быстрорастущих рынков. СКОЛКОВО отличают: лидерство и предпринимательство, фокус на быстроразвивающиеся рынки, инновационный подход к методам обучения.

Проект Московской школы управления СКОЛКОВО реализуется по принципу частно-государственного партнерства в рамках приоритетного национального проекта «Образование». Проект финансируется исключительно на средства частных инвесторов и не использует средства государственного бюджета. Председателем Международного Попечительского совета СКОЛКОВО является Президент Российской Федерации Дмитрий Анатольевич Медведев.

С 2006 года СКОЛКОВО проводит краткосрочные образовательные программы Executive Education для руководителей высшего и среднего звена — программы в открытом формате, а также специализированные, разработанные по запросу компаний интегрированные модули. В январе 2009 года началась первая программа Executive MBA, в сентябре 2009 года — первая международная программа Full-time MBA.

#### **Московская школа управления СКОЛКОВО**

Россия, Московская область  
Одинцовский район  
дер. Сколково, ул. Новая, 100  
тел.: +7 495 580 30 03  
факс: +7 495 994 46 68

**Институт исследования быстроразвивающихся рынков СКОЛКОВО (SIEMS)** является центром знаний Московской школы управления СКОЛКОВО, специализирующимся на исследованиях в области экономики и бизнеса в странах с быстроразвивающимися рынками. В центре создана платформа для исследований, которая привлекает и объединяет ведущих мыслителей и экспертов со всего мира, предоставляя им возможность совместного изучения актуальных проблем в этих странах. Выполняемые исследования сопровождаются тщательным анализом, являются тематически ориентированными и обеспечивают сопоставимость результатов между странами, а также предлагают практические, широко применимые, ценные руководящие указания и концепции для управленцев, предпринимателей, политиков и ученых, интересующихся странами с быстроразвивающимися рынками. В настоящее время представительства SIEMS действуют в Москве и Пекине, в ближайшем будущем планируется открытие представительства в Индии. Среди специалистов по исследовательской деятельности центра — несколько штатных научных сотрудников и совместителей, которые являются ведущими учеными и экспертами в различных областях. Основные направления текущих исследований: аспекты экономического и финансового развития, стабильного роста и устойчивости, практики КСО и реализации инновационного потенциала в странах с быстроразвивающимися рынками. Результаты исследований распространяются в форме различных докладов и публикаций, представляются на форумах и семинарах. Мы будем рады получить от наших читателей отзывы по результатам исследований или предложения о направлениях будущих исследований.

#### **Институт исследования быстроразвивающихся рынков СКОЛКОВО**

Китай, 100101, Пекин  
Unit 1607-1608, North Star Times Tower  
No. 8 Beichendong Road, Chaoyang District  
тел./факс: +86 10 6498 1634

«Эрнст энд Янг» является международным лидером в области аудита, налогообложения, сопровождения сделок и консультирования. Коллектив компании насчитывает 144 000 сотрудников в разных странах мира, которых объединяют общие корпоративные ценности, а также приверженность качеству оказываемых услуг. Мы создаем перспективы, раскрывая потенциал наших сотрудников, клиентов и общества в целом.

С открытием нашего московского офиса в 1989 году мы стали первой международной фирмой по оказанию профессиональных услуг в России и Содружестве Независимых Государств. Мы постоянно расширяем наши услуги и ресурсы с учетом потребностей клиентов в различных регионах СНГ. В 16 офисах нашей фирмы (в Москве, Санкт-Петербурге, Новосибирске, Екатеринбурге, Тольятти, Южно-Сахалинске, Алматы, Астане, Атырау, Баку, Киеве, Донецке, Ташкенте, Тбилиси, Ереване и Минске) работают 3400 специалистов.

Специалисты «Эрнст энд Янг» являются признанными лидерами в своих профессиональных областях, они применяют передовые ноу-хау во всех отраслевых направлениях нашей деятельности. Мы оказываем содействие клиентам в области управления бизнес-рисками, а также в поиске действенных решений и новых возможностей для развития их компаний. Накопленный нами более чем 20-летний опыт работы в странах СНГ позволяет нам предоставлять клиентам наиболее ценную информацию и, опираясь на проверенные ресурсы нашей организации, создавать основу для улучшения показателей деятельности и повышения прибыльности компаний.

Ernst & Young

Россия, 115035, Москва, Садовническая наб., д. 77, стр. 1

Тел: +7 (495) 755 9700

Факс: +7 (495) 755 9701

E-mail: [moscow@ru.ey.com](mailto:moscow@ru.ey.com)

Website: [www.ey.com](http://www.ey.com)

Московская школа управления СКОЛКОВО

Россия, Московская область

Одинцовский район

дер. Сколково, ул. Новая, 100

тел.: +7 495 580 30 03

факс: +7 495 994 46 68

[info@skolkovo.ru](mailto:info@skolkovo.ru)

[www.skolkovo.ru](http://www.skolkovo.ru)

Институт исследования быстроразвивающихся рынков СКОЛКОВО

Китай, 100101, Пекин

Unit 1607-1608, North Star Times Tower

No. 8 Beichendong Road, Chaoyang District

тел./факс: +86 10 6498 1634