

Министерство образования и науки РФ

Курс лекций

ФТД.05

ФОНДОВЫЕ РЫНКИ МИРА

Для студентов, обучающихся по направлению подготовки

БАКАЛАВРОВ «Менеджмент»

Преподаватель: к.э.н., доцент
(*ученое звание, должность*)

подпись

С.М. Марков
(*инициалы, фамилия*)

Псков
2011

Рекомендуемая литература

Основная:

1. Рубцов Б. **Современные фондовые рынки: Учебное пособие для вузов.** – М.: Альпина Бизнес Букс, 2007. – 926с.
2. **Международный финансовый рынок: учеб. пособие / под ред. д-ра экон. наук, проф. В.А. Слепова, д-ра экон. наук, проф. Е.А. Звоновой.** – М.: Магистр, 2007. – 543 с.
3. Рынок ценных бумаг: Учебник / Под ред. В.А. Галанова, А. И. Басова. – 2-е изд., перераб. и доп. – М.: Финансы и статистика, 2006. – 448 с.: ил.

Дополнительная:

1. Былиняк С.А. **Формирующиеся финансовые рынки.** – М.: Восточный ун-т, 2003.
2. **Мировой фондовый рынок и интересы России / Под ред. Д.В. Смыслова.** – М.: ИМЭМО РАН, 2003.
3. **Рынок ценных бумаг: учеб. пособие / В.Н.Едророва, Т.Н.Новожилова–** М.: Магистр, 2007. – 684 с.
4. **Рынок ценных бумаг и биржевое дело: Учебник для вузов / Под ред. проф. О.И. Дегтярёвой, проф. Н.М. Коршунова, проф. Е.Ф. Жукова.** – М.: ЮНИТИ-ДАНА, 2004. – 501 с.
5. **Боровкова В.А. Рынок ценных бумаг.** –СПб.: Питер, 2005. – 320 с.:ил. – (Серия «Академия финансов»)

Средства обеспечения освоения дисциплины

Периодические издания:

1. Рынок ценных бумаг
2. Финансы
3. Финансовый менеджмент
4. Менеджмент в России и за рубежом.

В качестве сетевых ресурсов, рекомендуемых для изучения дисциплины «Фондовые рынки мира» выступают следующие сетевые информационные порталы:

1. www.bis.org – Банк международных расчётов
2. www.world-exchanges.org – Мировая федерация бирж,
3. rus.mab-sng.org – Международная ассоциация бирж стран СНГ,
4. www.feas.org – Федерация фондовых бирж стран Европы и Азии,
5. www.fese.be – Федерация европейских фондовых бирж,
6. www.safe-asia.org – Федерация бирж Южной Азии,
7. www.aosef.org – Федерация бирж стран Восточной Азии и Океании
8. www.asea.wananchi.com – Ассоциация африканских фондовых бирж,
9. www.bolcen.org – Ассоциация бирж стран Центральной Америки и Карибского бассейна,
10. www.brvm.org – Региональная биржа стран Западной Африки,
11. www.exchange-handbook.co.uk – справочник по биржам мира,
12. www.rbc.ru – Российский бизнес-портал.

1.2. Конспект лекций

Тема 1. Современные тенденции развития мировых фондовых рынков

Цель: Выявить современные закономерности развития мировых рынков финансовых ресурсов.

Задачи:

1. Дать общие понятия фондовых рынков и его инструментов.
2. Охарактеризовать типы мировых финансовых рынков.
3. Показать место рынка ценных бумаг в системе финансовых рынков.
4. Изучить историю развития мировых фондовых рынков и фондовых бирж.
5. Изучить объёмы, динамику и структуру мировых финансовых рынков по объектам и финансовым институтам.

1.1. Базовые понятия фондового рынка

В современной литературе существуют две трактовки термина «фондовый рынок».

Фондовый рынок – рынок ценных бумаг.

Фондовый рынок – рынок классических долгосрочных биржевых ценных бумаг (более узкое понятие).

По всей видимости, термин «фондовый рынок» происходит от французского *fonds* или английского *funds*, одно из значений которого — «денежный капитал».

Таким образом, под фондовым рынком следует понимать как минимум рынок акций и облигаций. Иными словами, вполне обоснован подход к фондовому рынку как к части рынка ценных бумаг, на котором обращаются долгосрочные ценные бумаги, прежде всего акции и облигации.

Однако, в современных условиях границы между долгосрочными и краткосрочными инструментами стираются. Так, **облигации со встроенным опционом на продажу** (право инвестора продать облигацию эмитенту в определенные моменты времени до истечения срока ее обращения) приближа-

ют этот инструмент к краткосрочному. Вместе с тем такие краткосрочные инструменты, как **коммерческие бумаги**, выпускаемые на постоянной основе в рамках программы, фактически могут рассматриваться как долгосрочные и обслуживать оборот основного капитала.

Если в прошлом на фондовых биржах действительно торговали почти исключительно акциями и облигациями, то в настоящее время круг торгуемых инструментов необычайно расширен и включает также **инструменты денежного рынка** (краткосрочные государственные долговые обязательства, реже — коммерческие бумаги) и **производные финансовые инструменты** (английский термин derivatives).

Это дает основание ставить знак равенства между фондовым рынком и рынком ценных бумаг.

Еще один вопрос, не имеющий однозначного толкования ни в отечественной, ни в зарубежной литературе: что такое «ценные бумаги» и какие конкретно инструменты относятся к ценным бумагам?

Отчасти различия в толковании связаны с неодинаковой трактовкой дефиниций юристами и экономистами, отчасти просто сложностью и многообразием инструментов фондового рынка (рынка ценных бумаг).

Основные различия в подходах к понятию «ценные бумаги» заключаются в том, относить ли к ним производные финансовые инструменты. Несмотря на принципиальные отличия экономической природы и условий появления акций, облигаций, векселей и прочих классических ценных бумаг, с одной стороны, и биржевых фьючерсов, опционов, последние тоже обладают свойствами ценных бумаг (обращаемость, документальность, ликвидность, риск).

Наиболее употребимый английский термин для обозначения ценных бумаг — securities. Расширительный подход к терминам securities и securities market встречается и в документе Международной организации комиссий по ценным бумагам (**International Organisation of Securities Com-**

missions — IOSCO), посвященном общим принципам регулирования рынков ценных бумаг.

В то же время у отдельных американских авторов-экономистов можно найти более узкий подход к термину securities, а именно: только как к долгосрочным ценным бумагам. Производные финансовые инструменты или производные ценные бумаги (derivatives) в этом случае также не попадают в разряд securities. Соответственно торговля ими происходит не на securities market, а на рынке производных финансовых инструментов (derivatives market).

В американском законодательстве также можно встретить различное толкование термина securities. Согласно Единообразному торговому кодексу США (Uniform Commercial Code — UCC) securities — это ценные бумаги, выпускаемые сериями для привлечения денежного капитала, т.е. акции, облигации, долговые обязательства государства и производные от них инструменты (классические опционы, варранты, подписные права и т.п.). UCC называет их **инвестиционными ценными бумагами** (investment securities) или просто securities. Такие инструменты, как вексель (простой и переводной), чек, депозитный сертификат, к категории securities не относятся. UCC в редакции 1990 г. определяет их как **оборотные инструменты** (negotiable instruments), а в редакции 1952 г. — коммерческие бумаги (commercial paper). Впрочем, в экономической литературе такой термин, как investment securities, практически не употребляется, зато встречается термин **«ценные бумаги инвестиционного класса»** (investment-grade securities), но это уже другое понятие, связанное с рейтингом ценных бумаг.

В то же время Закон о ценных бумагах 1933 г. (Securities Act) и Закон о фондовых биржах 1934 г. (Securities Exchange Act) не дает определения ценных бумаг, а лишь перечисляет их категории. Из этого перечня вытекает, что и оборотные инструменты, и деривативы относятся к ценным бумагам (securities).

Комиссия по ценным бумагам и биржам США (Securities Exchange Commission — SEC) в целях разграничения регулятивных полномочий между

нею и Комиссией по товарным фьючерсам (Commodity Futures Trading Commission — CFTC) определила деривативы, основанные на акциях и фондовых индексах, как ценные бумаги (securities), а деривативы, основанные на процентных ставках, — как товары (commodities).

Некоторые английские авторы-экономисты под термином securities подразумевают только долгосрочные инструменты, хотя иногда можно найти и более широкое толкование — как долгосрочных инструментов и инструментов денежного рынка.

Во французской юридической литературе используются термины valeurs mobilières (или valeurs), что соответствует американскому термину investment securities, и effets de commerce (соответствующий термину negotiable instruments).

Деление ценных бумаг на два вида можно встретить у К. Маркса в «Капитале»: торговые бумаги (вексель и пр.) и публичные ценные бумаги (акция, облигация, ипотека).

В Германии в соответствии с Законом о торговле ценными бумагами (Wertpapierhandelsgesetz 1994; с поправками 1998 г.) к ценным бумагам (wertpapiere) относятся акции, долговые бумаги и производные от них инструменты, такие как опционные свидетельства, инструменты, выпускаемые институтами коллективных инвестиций (инвестиционными фондами). Деривативы (derivate) отнесены в отдельную группу. Тем не менее, операции со всеми видами инструментов регулируются именно Законом о торговле ценными бумагами.

В России юридическое определение ценной бумаги дано в Гражданском кодексе РФ: «Ценной бумагой является документ, удостоверяющий с соблюдением установленной формы и обязательных реквизитов имущественные права, осуществление или передача которых возможны только при его предъявлении».

К ценным бумагам отнесены: «государственная облигация, облигация, вексель, чек, депозитный и сберегательный сертификаты, банковская сбере-

гательная книжка на предъявителя, коносамент, акция, приватизационные ценные бумаги и другие документы, которые законами о ценных бумагах или в установленном ими порядке отнесены к числу ценных бумаг». В Законе о рынке ценных бумаг введено понятие «**эмиссионные ценные бумаги**», которое в целом соответствует понятию investment securities в американском УСС. Статус производных финансовых инструментов в российском законодательстве не определен.

1.2. Типы мировых финансовых рынков

Финансовые рынки в экономической литературе делят на две большие группы:

- развитые [developed markets),
- формирующиеся (emerging markets).

Это деление появилось в конце 1980-х — начале 1990-х годов и дополнило классификацию стран мира по уровню экономического развития. К странам с развитыми рынками относится большинство развитых государств, с формирующимися рынками (ФР), соответственно, все остальные.

Под **формирующимся рынком** понимают финансовый рынок, находящийся в процессе трансформации, роста и усложнения его структуры.

В базе данных международного валютного фонда (МВФ) для расчета обобщающих показателей находится 175 стран и территорий. В соответствии с этим делением в группу развитых стран и территорий попали 29, в том числе новые индустриальные страны (НИСы) Азии: Гонконг, Корея, Сингапур и Тайвань, а также Израиль. Во второй группе находятся все остальные 146 стран. В свою очередь, внутри каждой группы могут выделяться подгруппы по географическому или иному признаку. В число 175 стран и территорий не попали страны — не члены МВФ (КНДР, Куба), а также страны, по которым у фонда нет достаточных данных, например Афганистан, Эритрея, Босния и Герцеговина, Сербия, Черногория, Бруней, Либерия, Сомали, Вос-

точный Тимор и карликовые государства, такие как Сан-Марино, Монако, Лихтенштейн, Кирибати, Тувалу и Науру.

За основу в прошлом часто принимали классификацию Международной финансовой корпорации, которая с 1981 г. вела информационную базу по ФР, причем рассматривала только рынки акций. Но и по классификации последней (сейчас Standard & Poor's) такие НИСы, как Сингапур и Гонконг, относятся к развитым рынкам, а Корея и Тайвань — к формирующимся (табл. 1.3). Естественно по мере развития, какие-то страны переходят из группы формирующихся в группу развитых.

Таблица 1.3

Примеры развитых и формирующихся рынков

Формирующиеся рынки		Развитые рынки
Аргентина	Венесуэла	Великобритания
Индия	Россия	Германия
Китай	Латвия	США
Турция	Малайзия	Финляндия
Литва	Украина	Швеция
Эстония	Польша	Норвегия

S&P в своей базе данных по формирующимся рынкам (S&P Emerging Markets Database — EMDB) классифицирует рынок как формирующийся, если он отвечает по крайней мере одному из двух основных критериев:

1) страна относится к группе государств с низким или средним душевым доходом по версии Мирового банка (ВНП, определяемый по методу Атласа Мирового банка),

2) страна с низким отношением капитализации к ВВП.

Степень развитости финансового рынка определяется целым рядом количественных и качественных показателей, среди которых:

- финансовая глубина экономики (отношение денежной массы к ВВП, внутреннего кредита к ВВП),
- отношение капитализации акций к ВВП,
- отношение задолженности по ценным бумагам к ВВП,

- наличие и уровень развития рынка производных финансовых инструментов,
- количество и надежность финансовых институтов,
- эффективность системы регулирования финансовых рынков (включая наличие адекватного законодательства).

Во всех странах с ФР банковский кредит заметно превышает такой источник финансирования предприятий, как ценные бумаги. В отличие от развитых стран здесь институциональные инвесторы, особенно пенсионные фонды и страховые компании, играют малозаметную роль на рынке капиталов. ФР, как правило, отличаются высоким уровнем концентрации. На долю 10 крупнейших эмитентов акций приходится от 50% и выше всей капитализации и оборота (15% в США, 17% в Японии и 24% в Великобритании). Для банковских систем этих стран характерен высокий уровень концентрации активов у нескольких крупнейших финансовых учреждений. Так, в Китае на долю четырех крупнейших банков приходится примерно 70% всех активов. В России пяти крупнейшим банкам принадлежит 40% активов.

Впрочем, высокий уровень концентрации характерен не только для формирующихся рынков. Аналогичные показатели свойственны банковским системам Великобритании, Бельгии, Канады, Франции, Нидерландов и Швеции. Лишь в США и ФРГ рынок банковских услуг отличается низкой концентрацией (в США, например, 10 крупнейших американских банков, таких как Citigroup, Bank of America, Bank of New York, J.P.Morgan-Chase и др., контролируют только 36% всех банковских активов в стране).

1.3. Место рынка ценных бумаг в системе финансовых рынков

Рынок ценных бумаг является частью финансового рынка наряду с рынком банковских кредитов и валютным рынком. Часто к финансовому рынку относят также рынок страховых услуг.

В этом делении есть некоторая условность.

Любой рынок отличается, прежде всего, обращающимися на нем товарами (в случае с финансовым рынком — финансовыми инструментами). С этой точки зрения границы финансовых рынков довольно четкие.

Но рынок — это не только обращающиеся на нем товары, но и его участники. Здесь уже сложнее провести границы. В основном состав участников финансового рынка один и тот же:

- экономические субъекты, у которых имеются денежные накопления (кредиторы),
- экономические субъекты, испытывающие потребность в денежных ресурсах (заемщики),
- профессиональные посредники (институты), нередко работающие со всеми инструментами финансового рынка.

Тем не менее, деятельность посредников связана с теми или иными инструментами финансового рынка в разной степени, в результате чего их также можно отнести к участникам различных сегментов финансового рынка. Некоторые институты финансового рынка, например фондовые биржи, депозитарные, расчетно-клиринговые организации, действуют исключительно на рынке ценных бумаг. Существуют значительные отличия и в механизмах деятельности в различных сегментах финансового рынка, что также говорит о правомерности его деления на три (четыре) части.

Наиболее крупным сегментом по количеству и разнообразию используемых на нем инструментов является рынок ценных бумаг.

По экономической значимости (роли в мобилизации капитала, количеству занятых в отрасли) рынок ценных бумаг сопоставим с рынком банковских кредитов, хотя здесь многое зависит от особенностей финансовой системы той или иной страны.

Существующая международная и национальная статистика дают достаточно ясную картину основных частей финансовых рынков; валютного, рынков акций, долговых ценных бумаг, производных финансовых инструментов, банковских кредитов (особенно международных).

Обобщающая общедоступная статистическая информация о биржевых рынках ценных бумаг, в первую очередь акций, содержится в ежемесячных изданиях (Focus) и базе данных Мировой федерации бирж (World Federation of Exchanges – www.world-exchanges.org).

Банк международных расчетов ведет базу данных о долговых ценных бумагах и производных финансовых инструментах. Он же поддерживает базу данных о международных банковских операциях и валютных рынках (Annual Report, Quarterly Review — www.bis.org).

Основные показатели национальных банковских систем содержатся в изданиях МВФ: International Financial Statistics (www.imf.org).

Организация экономического сотрудничества и развития (ОЭСР; Organisation for Economic Cooperation and Development — OECD) ведет базу данных по финансовым рынкам и издает ряд публикаций, включающих статистику финансовых потоков (financial flow accounts), данные по институциональным инвесторам.

Обобщающую информацию о фондовых рынках мира публикует рейтинговое агентство РБК: <http://rating.rbc.ru/article.shtml?2011/10/04/33435769>

1.4. История развития мировых фондовых рынков и фондовых бирж

Ценные бумаги (векселя) и первые рынки ценных бумаг в виде вексельных ярмарок появились еще в средние века в городах-государствах Италии.

Являясь признаком и элементом развитого товарного хозяйства, фондовый рынок возникает в первую очередь там, где создаются условия для свободного развития товарно-денежных отношений.

Однако о фондовом рынке в современном понимании можно говорить только тогда, когда государство начинает осуществлять эмиссию своих долговых обязательств на регулярной основе, когда появляются первые акцио-

нерные общества, выпускающие акции, возникают биржи для торговли этими инструментами. Начало этому процессу было положено в конце XVI - начале XVII вв.

В начале XVII в. голландская Объединенная Ост-Индская компания приступила к выпуску свободно обращающихся акций. Несколько позже к ней присоединилась и английская Ост-Индская компания. В 1611 г. возникла первая классическая биржа – Амстердамская (Антверпенская и Лионская биржи, образованные в XVI в. и часто называемые первыми биржами, в том же столетии прекратили свое существование). Собственно голландский фондовый рынок и является исторически первым фондовым рынком.

Английский фондовый рынок, зародившийся в XVII в., оформился в настоящий рынок со всеми необходимыми атрибутами к началу XVIII в., а в 1773 г. здесь появилась первая в мире специализированная биржа – Лондонская фондовая биржа.

В США фондовый рынок сформировался к концу XVIII в. (наиболее заметное событие – создание Нью-Йоркской фондовой биржи в 1792 г.).

Во Франции, несмотря на то, что отдельные элементы фондового рынка появились там еще в XIV в., а XVIII в. ознаменовался различными аферами и скандалами, связанными с ценными бумагами, современный рынок возник лишь в начале XIX в. При этом долгое время его развитие было связано не с потребностями хозяйства, а почти исключительно с нуждами бюджета.

Впрочем, даже и в наиболее развитых странах фондовый рынок являлся почти исключительно рынком государственных долговых инструментов вплоть до второй половины XIX в. Именно с этого времени акционерное общество становится основной формой крупного капиталистического предприятия.

Старейшей фондовой биржей из существующих и поныне является Амстердамская биржа. Годом ее создания считают 1611-й, когда торговые посредники приобрели для осуществления своих операций постоянное помещение. Амстердамская биржа вплоть до 1913 г. была универсальной, в ее

стенах осуществлялась торговля как различными товарами, так и ценными бумагами. Но именно здесь прошли «обкатку» все методы торговли ценными бумагами, существующие и поныне, — срочные сделки, в т.ч. сделки с премией (опционы), репортные и депортные операции (операции репо), маржинальные сделки (с использованием заемных средств) и т.п.

Сначала доступ на биржу был свободный, любой пришедший имел право заключить сделку с кем угодно.

На Амстердамской бирже на протяжении длительного времени торговали в основном облигациями правительства Голландии, администрации Амстердама и некоторых других голландских городов. Что касается акций, то регулярные торги на протяжении длительного времени обеспечивали лишь акции Объединенной Ост-Индской компании – первой акционерной компании в Нидерландах, основанной в 1602 г. Второй акционерной компанией, чьи акции стали обращаться на Амстердамской бирже, стала Вест-Индская компания, основанная в 1621 г.

Первая специализированная фондовая биржа появилась на территории Англии. Вплоть до середины XIX в. основными видами ценных бумаг на Лондонской фондовой бирже являлись государственные облигации. Нужно иметь в виду, что в Англии длительное время – с 1720 г. до середины XIX в. – существовало законодательное ограничение на создание акционерных обществ. Связано оно было со следующими обстоятельствами.

Преимущества акционерной формы собственности, продемонстрированные ост-индскими компаниями, способствовали повальному увлечению созданием акционерных обществ в начале XVIII в. Своего апогея учредительская лихорадка достигла в 1720-х годах, когда возникла английская Компания Южных морей — South Sea Company (1711 г.) и французская Миссисипская компания (1717 г.), вскоре лопнувшие. После краха Компании Южных морей в Англии в 1720 г. был принят Закон о пузырях (Bubble Act), согласно которому статус «ограниченной ответственности» (limited liability) можно было получить лишь только по специальному акту парламента. С

1708 до 1826 г. только Банк Англии имел привилегию быть акционерным обществом (с ограниченной ответственностью), все остальные банки могли действовать как индивидуальные предприятия или товарищества. Эти запреты, естественно, препятствовали появлению на рынке ценных бумаг акций. Окончательно они были отменены лишь в начале второй половины XIX в.

В 1771 г. открылась Венская биржа. К концу XIX в. она превратилась в один из крупнейших финансовых центров мира.

Во Франции в 1540 г. в Лионе возникла первая биржа, но просуществовала недолго. В 1724 году в Париже для совершения сделок между торговыми посредниками было построено специальное здание, получившее название «биржа». Основными ценными бумагами, с которыми работали агенты по обмену в XVIII в., были векселя, акции и облигации в обращении находилось очень мало. Однако уже к 1840 году на Парижской бирже имели котировку примерно 130 долговых и долевых ценных бумаг.

Аналогичную эволюцию претерпели фондовые биржи на американском континенте. Первая фондовая биржа в Америке была образована в 1791 г. в Филадельфии. Годом позже, в мае 1792 г., 24 нью-йоркских брокера, работавших с финансовыми инструментами и заключавшие сделки, как и их лондонские коллеги, в кофейнях в южной части Манхэттена (самая известная – кофейня Тонтин), собрались под большим платаном на Уолл-стрит и подписали соглашение о торговле ценными бумагами (Buttonwood Agreement). Два основных положения этого соглашения – заключать сделки только между собой и получать от сделок фиксированные комиссионные. Годом рождения Нью-Йоркской фондовой биржи считается 1792-ой хотя это название появилось лишь в 1863 г. Как и в Лондоне, первые десятилетия основными объектами торговли на Нью-Йоркской фондовой бирже (NYSE) были долговые обязательства государства. Лишь после гражданской войны Севера и Юга на первое место вышли акции.

Первые упоминания о торговле ценными бумагами (векселями) на территории современной Германии встречаются в конце XVI в. В 1585 г.

франкфуртские купцы договорились об использовании фиксированных курсов обмена различных денежных единиц. Это событие и считается датой рождения Франкфуртской фондовой биржи. Первое здание биржи во Франкфурте было построено в 1694 г. Однако вплоть до конца XVIII в. здесь торговали исключительно монетами и векселями. Лишь в самом конце XVIII в. начинается торговля облигациями, носящая эпизодический характер. Первая котировка акции датирована 1820 г., однако в целом в XIX в. Франкфуртская биржа оставалась центром торговли исключительно облигациями. В 1808 г. Франкфуртская биржа превратилась из частного объединения коммерсантов в публичное учреждение, перейдя в подчинение Торговой палаты.

После объединения Германии в 1871 г. центральную роль на фондовом рынке начала играть Берлинская биржа. Именно она стала центром торговли периода грюндерства, когда только в Пруссии за 1870-1874 гг. возникло 857 акционерных обществ. А всего к концу века в стране действовало уже 29 бирж.

Первая фондовая биржа на территории Австралии – Сиднейская — была основана в Новом Южном Уэльсе в 1871 г. Вскоре биржи появились во всех остальных австралийских колониях.

Всего через 10 лет после «революции мэйдзи», в 1878 г., открылась первая фондовая биржа Японии — Токийская фондовая биржа.

В России первая биржа была создана в 1703 г. в Санкт-Петербурге по инициативе Петра I. Это была товарная биржа, служившая местом встречи иностранных и отечественных купцов. Сделки с ценными бумагами (векселями и государственными облигациями) начали осуществляться с начала XIX в. Полноценная биржа была построена в Санкт-Петербурге в 1805-1815 гг., и она оставалась крупнейшей в Российской империи. А всего к 1914 г. на территории России действовало более 100 бирж.

Во многих странах в начале XX в. биржа играла исключительно важную роль в процессе накопления капитала. Как отмечают Р. Раджан и Л. Зингалез, в 1913 г. за счет эмиссии акций компаний, имевших котировку на бир-

жах, было профинансировано 38% инвестиций в Голландии, 23% – в Бельгии, 17% – в России, 14% – в Великобритании и Франции, 8% – в Японии и Швеции, 7% – в Италии и Германии, 4% – в США.

В августе 1914 г. в связи с началом Первой мировой войны почти все европейские и американские фондовые биржи временно прекратили работу. Лишь Берлинская биржа оставалась закрытой вплоть до конца войны.

В 1920-е годы на фондовых рынках большинства стран наступил период подъема, сопровождавшийся беспрецедентной биржевой активностью и спекуляцией. Эпицентром этого подъема стали США, где рынок за период 1921-1929 гг. вырос почти на 400%, Франция и Бельгия – более чем на 400%, Польша – на 380%. Больше всего вырос рынок Германии – более чем на 1000%, однако здесь рост носил больше номинальный характер и в значительной степени был связан с инфляционным фактором.

1920-е годы в Америке — период появления новых товаров массового спроса: автомобилей, холодильников, радиоприемников, пылесосов и т.п., производившихся в основном крупнейшими корпорациями, которые имели листинг на Нью-Йоркской фондовой бирже.

В 1928-1929 гг. спекулятивная лихорадка в США усилилась. Индекс Dow-Jones (DJIA) повысился со 191 пункта в начале 1928 г. до 300 в декабре 1928 г. и 381 в сентябре 1929 г. В ожидании дальнейшего роста прибыли и дивидендов коэффициент «цена/прибыль» возрос с обычных 10-12 до 20 и выше для наиболее популярных акций.

3 октября 1929 г. индекс Dow-Jones начал падать. 23 и 24 октября («черный понедельник» и «черный вторник») падение продолжилось. Хотя признаки спада в экономике США стали проявляться за 6 месяцев до краха на NYSE, можно, тем не менее, сказать, что Великая депрессия началась именно с обвала фондового рынка в октябре 1929 г.

Экономический кризис 1929-1933 гг. носил всеобщий характер. Начавшись в США, Великая депрессия перекинулась и на другие страны. Из крупных европейских государств больше всего пострадали Германия и Великобритания.

Но наиболее глубокое падение произошло в США, где индекс Dow-Jones за период с сентября 1929 г. по июнь 1932 г. понизился на 86%. Потребовалось 25 лет, чтобы американский рынок достиг предкризисного максимума. Те же 25 лет потребовались для восстановления английского рынка.

Наименее пострадали от фондового кризиса Южная Африка и Австралия. Падение здесь оказалось относительно умеренным, а восстановление произошло уже в 1933-1934 гг. То же самое наблюдалось и в Японии.

Великая депрессия крайне негативно отразилась на фондовом рынке и работе бирж. Объемы новых эмиссий и обороты многократно сократились. В целом произошло уменьшение финансового сектора.

С началом Второй мировой войны в 1939 г. Нью-Йоркская фондовая биржа не прекращала работы, Лондонская закрылась на одну неделю, Берлинская и Токийская биржи продолжали функционировать. Ведущие фондовые биржи начали закрываться после вторжения фашистских войск в европейские страны: Амстердамская - в мае 1940 г., Брюссельская и Парижская - в июне 1940 г. Однако через некоторое время после установления оккупационного режима европейские биржи открылись вновь.

Фондовые биржи стран «Оси» и биржи на оккупированных территориях продолжали работать вплоть до прихода союзных войск. При этом Берлинская биржа фактически прекратила работу в 1943 г. из-за введенных германским правительством ограничений на обращение акций, Токийская была открыта до бомбардировки Хиросимы.

В первое послевоенное пятилетие все закрытые ранее биржи открылись вновь (позже всех – Токийская в 1949 г.), а на продолжавших работать были упразднены введенные в годы войны ограничения.

После Второй мировой войны абсолютные размеры и значение фондовых рынков повсеместно росли, как и в целом финансового сектора в экономике, соответственно росло и значение фондовых бирж. Вместе с тем относительное значение фондовых рынков в целом ряде стран вплоть до 1990-х годов оставалось значительно более низким, чем в начале века (Франция,

Германия, Бельгия). Именно после Второй мировой войны сложились финансовые системы, которые в настоящее время в специальной экономической литературе определяют как основанные на банках и рынке ценных бумаг.

1990-е годы характеризовались ускоренным ростом финансового, в особенности фондового, рынка.

1.5. Объёмы, динамика и структура мировых финансовых рынков

В силу разнообразия инструментов финансового рынка давать единую синтетическую оценку его масштабов представляется нецелесообразным (да и просто невозможным), хотя в известных пределах суммирование допустимо, например рынков долговых и долевого ценных бумаг. Тем не менее, более корректно рассмотреть рынки ценных бумаг по укрупненным группам:

- рынки акций (долевого бумаг),
- рынки долговых бумаг,
- рынки производных финансовых инструментов (деривативов).

1.5.1. Рынки акций

Наиболее обобщающим показателем масштабов рынка акций является **капитализация** — совокупная курсовая стоимость акций, допущенных к торговле на фондовых биржах. Рост капитализации может происходить за счет двух факторов:

- 1) роста цен на акции,
- 2) увеличения общего количества компаний, прибегающих к выпуску акций, предназначенных для продажи широкому кругу инвесторов.

Второй фактор имеет существенное значение только на формирующихся рынках. Например, в Китае количество компаний, имеющих котиров-

ку на фондовых биржах, выросло с нескольких десятков в 1991 г. до 1400 к концу 2004 г.

На развитых рынках количество компаний, по которым рассчитывается капитализация, представляет собой величину достаточно стабильную: она росла, но относительно умеренными темпами (табл. 1.4). Таким образом, рост капитализации связан в основном с ростом курсовой стоимости акций.

За 20 лет (1980-1999 гг.) капитализация мировых рынков акций выросла почти в 13 раз (табл. 1.5), в то время как совокупный ВВП увеличился за тот же период примерно в 2,5 раза. В результате соотношение капитализации и ВВП в мире в целом повысилось с 23 до 118%. Обращает на себя внимание факт заметного роста данного показателя именно в последние двадцать лет XX в., особенно в 1990-е годы.

Таблица 1.4

Количество национальных листинговых эмитентов акций

Страна	1985г.	1990г.	1995г.	2000 г.	2005 г.
Австралия	1004	1089	1178	1330	1643
Великобритания	2116	1701	2078	1926	2757
Германия	472	413	678	744	648
Гонконг	260	284	518	779	1126
Италия	147	220	250	291	275
Канада	912	1144	1196	4000	3719
Нидерланды	232	260	217	234	170
Сингапур	122	150	212	417	564
США	8022	6599	7671	7281	5145
Франция	489	578	450	808	664
Швейцария	131	182	233	252	284
Япония	1829	2071	2263	2470	2323
Прочие развитые страны	3200	1958	1992	3372	3672
Все развитые рынки	18936	16649	18936	23904	22990
Бразилия	541	581	543	464	342
Индия	4344	6200	5398	5853	4763
Индонезия	24	125	238	286	336

Продолжение таблицы 1.4

Китай	—	—	323	1035	1377
Корея	342	669	721	702	1619
Малайзия	222	282	529	787	1015
Мексика	157	199	185	173	150
Россия	—	—	170	249	277
Тайвань	127	199	347	531	691
Турция	—	110	205	315	304
ЮАР	462	732	640	583	348
Прочие формирующиеся	2881	3443	8337	9732	10787
Все формирующиеся рынки	9100	12540	17636	20710	22009
Весь мир	28036	29189	36572	44614	44999

Таблица 1.5

Капитализация мировых рынков акций на конец года (млрд. долл.)

Страна	1980 г.	1985 г.	1990 г.	1995 г.	2000 г.	2004 г.	2005 г.
Великобритания	205	328	849	1408	2577	2865	3058
Германия	72	184	355	577	1270	1195	1221
Италия	25	59	149	210	768	790	798
США	1448	2325	3059	6858	15104	16324	17001
Франция	55	79	314	522	1447	1559	1713
Япония	380	979	2918	3667	3157	3558	4573
Развитые рынки	2546	4490	8809	15878	29631	33264	36460
Бразилия	9	43	16	148	226	330	475
Индия	8	14	39	127	148	386	553
Китай	—	—	—	42	591	448	402
Корея	4	7	111	182	148	420	718
Мексика	13	4	33	91	125	172	239
Россия	—	—	—	16	41	248	531
Саудовская Аравия	—	—	—	41	68	306	646
ЮАР	—	55	138	281	204	443	549
Все формирующиеся рынки	79	178	589	1905	2475	4601	6472
Весь мир	2728	4668	9398	17782	32105	37865	42932

С 2000 г. началось повсеместное сокращение абсолютной и относительной величины капитализации в связи с кризисом на мировых рынках акций. В 2002 г. указанное соотношение составило 66%. Лишь в 2003 г. рынки акций развитых стран стали выходить из этого кризиса и соотношение «мировая капитализация/мировой ВВП» повысилось примерно до 100%. В целом значение данного показателя в 2-3 раза выше, чем в 30-70-е годы XX в.

Доля развитых рынков в совокупной капитализации, составлявшая в 1980 г. примерно 96%, сократилась к 1993 г. до 88% (табл. 1.6).

Таблица 1.6

Доля отдельных рынков в совокупной мировой капитализации (%)

Страна	1980	1985	1990	1995	2000	2001	2002	2003	2004	2005
США	55	53	33	39	47	51	42	45	43	40
Япония	14	21	31	21	10	8	10	9	9	11
Великобритания	8	7	9	8	8	8	8	8	8	7
Германия	3	4	4	3	4	4	3	3	3	3
Франция	2	2	3	3	5	4	4	4	4	4
Прочие развитые	14	10	13	15	18	16	23	21	21	20
Формирующиеся	4	3	7	11	8	9	10	10	12	15
<i>Россия</i>	—	—	—	—	<i>0,1</i>	<i>0,25</i>	<i>0,5</i>	<i>0,6</i>	<i>0,7</i>	<i>1,2</i>

Во второй половине 1990-х темпы роста развитых рынков оказались выше, чем развивающихся, и за 1995-1998 гг. произошло относительное ослабление позиций формирующихся рынков, в результате чего доля развитых рынков снова повысилась - до 91-93% в 1997-1998 гг.

1997-1998 гг. вообще оказались очень тяжелыми для формирующихся рынков. В прошлом самые динамичные и крупные из них – азиатские – испытали серьезнейший кризис. За 1997 г. капитализация Кореи, Малайзии и Таиланда сократилась примерно на 2/3. Российский рынок уменьшился в 15(!) раз с октября 1997 по октябрь 1998 г.

Тем не менее, в новом десятилетии положение формирующихся рынков относительно развитых улучшилось. Кризис на мировых рынках акций, начавшийся весной 2000 г., затронул формирующиеся рынки в меньшей степени, в результате чего их доля в мировой капитализации повысилась до 10%. Конечно, это несопоставимо с долей этой группы стран в мировом производстве и населении, однако в целом можно прогнозировать ее рост прежде всего за счет Китая, Индии, стран Восточной Европы и России.

Львиную долю мировой капитализации – от 62 до 67% - обеспечивают всего три страны: США, Япония, Великобритания. А на «семерку» крупнейших приходится свыше 75% мировой капитализации. Абсолютный лидер по капитализации – США (от 30 до 51% мировой капитализации за два последних десятилетия). В послевоенной истории был короткий период, когда по капитализации на первое место вышла Япония (1988-1990 гг.). Причины этого заключались в «разбухании» фиктивного капитала в Японии в 1980-е годы и высоком курсе японской иены, оказывавшем влияние на все количественные показатели этой страны при их переводе в доллары США.

Структура собственности на акционерный капитал

Чем шире база владельцев акций, тем выше степень развития акционерной собственности. Из крупных развитых рынков наиболее демократичная структура собственности на акции сохраняется в США. Здесь 36% всего акционерного капитала принадлежит непосредственно физическим лицам (табл. 1.7).

И хотя их доля постепенно сокращается за счет институциональных инвесторов, все равно база остается достаточно широкой, и по относительной (не говоря об абсолютной) доле акционеров - физических лиц США не знает себе равных. Число владельцев акций в США (включая акции инвестиционных компаний) в 2002 г. составляло 84 млн.

Таблица 1.7

Структура собственности в современных корпорациях (%)

	США, 2002 г.	Япония, 2004 г.	Германия 2004 г.	Франция. 2003 г	Великобритания. 2004 г.	Швеция , 2004 г.	Австралия, 2003 г.	Испания. 2003 г.	Италия. 2003 г.	Корея. 2004 г.	Россия, 2005 г.
Финансовые учреждения	52	33	15	29	52	29		16	19	13	2,7
Банки	0	15	7	11	3	2	3	8	5	7,8	0,8
Страховые компании и пенсионные фонды	29	12	4	4	33	9			3	1,0	0,7
Инвестиционные фонды	19	4	4	13	5	17	35	8	7	3,6	1,2
Прочие финансовые учреждения	4	2			11	-			3	0,6	
Нефинансовые учреждения	-	22	43	24	1	11	Входит в группу «Банки»	23	30	25	49,7
Население	36	20	15	9	14	17	22	26	27	45,7	
Государственные органы	-	0,2	7	5	0	6	-	0	10	4,6	29,6
Иностранные инвесторы	12	24	21	35	33	33	40	35	14	16,8	18
Всего	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100

Относительно высокая демократизация акционерного капитала в США отражается и в высокой (по сравнению с другими странами) доле акций в структуре финансовых активов населения. На акции корпораций и акции взаимных фондов (инвестиционных компаний), вкладывающих средства в акции

и облигации, приходится примерно 30% финансовых активов населения, что вдвое больше, чем находится на счетах в банках (а если взять ликвидные активы, то цифра составит 60%).

В ФРГ пропорции обратные: 36% финансовых активов населения находится в банках, в акциях – 9% и инструментах институтов коллективного инвестирования - 9%.

Широкая акционерная база характерна и для Великобритании. В этой стране примерно 13 млн. человек являются акционерами. Это в три раза больше, чем в 1983 году.

В Германии и Японии основными владельцами акций выступают юридические лица – нефинансовые компании и банки. Для этих стран в наибольшей мере характерно перекрестное владение акциями.

Различия в структуре собственности на акционерный капитал отражаются и на системе контроля над компаниями (модели корпоративного контроля). **Модели корпоративного контроля**, существующие в той или иной стране, определяются как:

- **инсайдерская** (insider),
- **аутсайдерская** (outsider).

Инсайдерскую модель можно найти во многих странах ОЭСР (Япония, Германия, Нидерланды, Швейцария, Швеция), как, впрочем, и в большинстве стран мира. Для этой системы характерны крупные пакеты акций, широкое распространение взаимного (перекрестного) владения акциями. Инсайдеры имеют возможность проводить политику без оглядки на интересы мелких акционеров. К инсайдерам относятся в первую очередь контролирующие собственники. В ряде европейских стран, прежде всего в Германии, а также в Японии, основную роль среди инсайдеров играют банки.

В России также сложилась инсайдерская модель корпоративного управления с высокой концентрацией акций в контрольных пакетах.

Аутсайдерская система, или основанная на регулировании фондовым рынком (market-based system), распространена прежде всего в США, Велико-

британии и других англосаксонских странах и характеризуется тем, что ответственность акционерных компаний принадлежит широкой группе индивидуальных и институциональных собственников.

В аутсайдерской системе имеются специфические механизмы защиты интересов мелких акционеров. Во-первых, здесь лучше поставлена система раскрытия информации. Во-вторых, при более дробной структуре собственности ликвидность рынка выше. Инвесторам легче продать свои акции, если они считают, что ущемляются их интересы. Продажа акций приводит к падению цены, что может отразиться на менеджменте, поскольку стоимость заимствования на рынке капиталов, в частности банковское кредитование, нередко привязана к стоимости акций (деятельность управляющих также оценивается по этому показателю), и, наконец, падение цены делает компанию привлекательным объектом для враждебного поглощения, которое сопровождается сменой менеджмента.

Споры о том, какая модель более эффективна, идут многие годы. Сторонники инсайдерской системы говорят о том, что она позволяет более успешно проводить долгосрочную политику без оглядки на сиюминутные интересы (высокие дивиденды), собственники имеют больший контроль над управляющими и т.п.

В 1998 году ОЭСР приняла эталонные принципы корпоративного управления (OECD Principles of Corporate Governance), которые в целом основаны на англо-американской практике корпоративной организации. Повсеместно распространена концепция «стоимости акционерного капитала» (shareholder value), или, иными словами, курсовой стоимости акции как основного критерия оценки эффективности управляющих. Эта концепция, появившаяся в англоязычных странах в 1980-е годы, в настоящее время приобретает широкое распространение в континентальных европейских странах.

Рост оборотов на мировых рынках акций

В 1990-е годы во всех странах резко активизировалась торговля акциями. Показатель оборота, взятый по отношению к капитализации, характери-

зует ликвидность национального рынка акций. За 1990-2000 гг. оборот торговли в системе NASDAQ вырос с 452 до 19 799 млрд. долл. (ликвидность рынка — со 146 до 550%), на Нью-Йоркской фондовой бирже — с 1325 до 11060 млрд. долл. (ликвидность — с 50 до 100%). В 2001-2002 гг. вследствие кризиса на рынках акций обороты на многих биржах сократились, тем не менее, ликвидность осталась на высоком уровне, учитывая тот факт, что и капитализация тоже снизилась: в целом по США— 146% в 2005 г. (рис. 1.1). В Германии данный показатель составил 157%. Высокой ликвидностью характеризуются некоторые азиатские рынки: Саудовская Аравия, Индия, Китай, Корея, Тайвань.

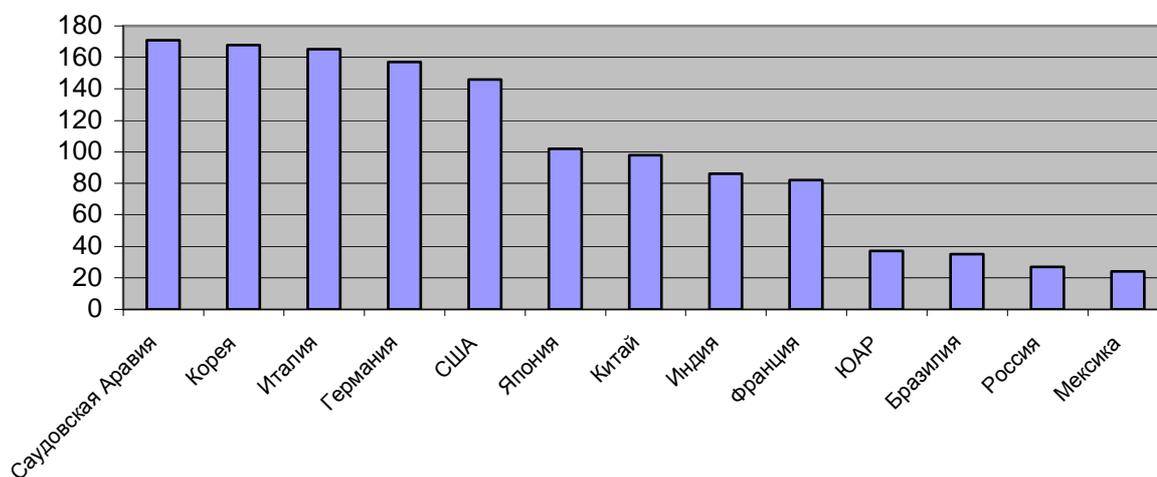


Рис.1.1. Отношение «оборот/капитализация» в 2005 году, %

Двумя важными факторами роста оборотов стали:

- либерализация финансовых рынков и устранение барьеров на пути движения капиталов,
- со второй половины 1990-х годов — широкое распространение Интернета, что резко сократило издержки инвесторов, ускорило поступление информации и позволило торговать населению прямо из дома фактически в режиме реального времени.

Причем по степени компьютеризации и использования Интернета многие формирующиеся рынки (Тайвань, Китай, Корея, Индия, Россия) ничем не уступают, а нередко превосходят рынки развитых стран.

Цикличность динамики рынков акций

Основной причиной роста рынков акций в конце XX в. являлась, безусловно, благоприятная экономическая конъюнктура. В США наблюдался самый длительный в послевоенный период экономический подъем, что отражалось на прибылях корпораций и, соответственно, на ценах акций.

Достаточно благоприятная ситуация была характерна и для большинства других развитых стран, за исключением Японии. Однако рынок акций отличается большой подвижностью (волатильностью). Рост капитализации в фазе подъема значительно опережает рост базовых показателей (ВВП, промышленное производство, объем продаж и т.п.). Но и падение ее также бывает значительно более стремительным.

Динамика показателя относительной капитализации по США в XX в. демонстрирует цикличность, которая увязывается с **«большими циклами конъюнктуры»**. Продолжительность цикла составляет примерно 35 лет. Пики приходятся на конец 1920-х, вторую половину 1960-х и конец 1990-х годов. За пиками следуют периоды общего спада.

Конечно, динамика показателя относительной капитализации является лишь индикатором, однако данный индикатор наглядно отражает объективные процессы, протекающие в экономике, а его колебания можно рассматривать как закономерность. Так, в конце 1990-х годов был достигнут очередной циклический максимум, за которым должно последовать долгосрочное относительное сокращение рынка (что в целом подтверждается данными 2000-2005 гг.).

Возможность использования для экономического анализа динамики показателя относительной капитализации по США за длительный историче-

ский период обусловлена тем, что по этой стране существует наиболее подробная и, главное, доступная статистика. Кроме того, в США на экономику в значительно меньшей степени, чем в других странах, оказывали влияние политические факторы (войны, социальные потрясения), которые могли бы повлиять на ход объективных экономических процессов. В отношении большинства других стран подобные условия отсутствуют.

Тем не менее и в большинстве прочих развитых стран к концу 1990-х годов произошло перенакопление фиктивного капитала, воплощенного в акциях, если судить по таким показателям, как «цена/прибыль» и «дивидендная доходность», достигшим экстремальных значений за предыдущие 20-30 лет.

В 2000 г. все основные фондовые индексы - эти главные обобщающие индикаторы цен акций - практически повсеместно снизились (табл. 1.8). В 2001-2002 гг. снижение продолжилось. Внешние факторы - террористические атаки в Нью-Йорке и Вашингтоне и последовавшие за этим события – лишь ускорили этот процесс.

Таблица 1.8

Динамика фондовых индексов (изменение за год) (%)

Страна	Индекс	1999 /98	2000 /99	2001 /00	2002 /01	2003 /02	2004 /03	2005 /04
Все развитые страны	MSCI	23,56	-14,1	-17,83	-21,06	30,8	12,84	7,56
Европа	MSCI Europe	14,12	-9,7	-21,23	-20,11	34,79	17,85	6,54
Все развитые без США	MSCI EAFE	25,27	-6,44	-9,43	-36,12	35,28	17,59	10,86
Формирующиеся рынки	MSCI EM	—	-31,80	-4,91	-7,97	51,59	22,45	30,31
Великобритания	FT SE 100	17,81	-10,2	-16,15	-24,48	13,62	7,5	16,71
Германия	DAX Return	39,10	-7,54	-19,79	-43,94	37,08	7,3	27,07
Италия	MIB Historical	22,29	5,4	-25,10	-23,74	14,92	17,5	13,85
США	Dow Jones Industrial Average	25,22	-6,2	-7,10	-16,76	25,32	3,15	-0,61
	Standard & Poor's 500	19,51	-10,1	-13,04	-23,37	26,38	8,99	3,00
Франция	SBF 250	52,43	-1,0	-20,95	-31,13	17,45	9,2	25,31
Япония	TOPIX	58,44	-25,5	-19,59	-18,30	23,76	10,2	43,50
	Nikkei 225	36,79	-27,2	-23,53	-18,63	24,45	7,61	40,24

Продолжение таблицы 1.8

Бразилия	Bovespa	151,93	-10,7	-11,02	-17,01	97,34	17,8	27,71
Индия	BSE Sensitive Index	63,83	-20,6	-17,87	3,52	72,89	13,11	42,3
Китай	SSE Composite Index	19,18	51,73	-20,62	-17,52	10,27	-15,4	-8,33
Корея	KOSPI	82,78	-50,9	37,47	-9,54	29,19	10,5	53,96
Мексика	Price & Quotations Index (IPC)	80,06	51,3	-40,93	-3,85	43,55	46,9	37,81
Польша	WIG	41,33	-1,3	-21,99	3,19	44,92	27,9	33,66
Россия	Индекс РТС (RTSI)	201,56	-19,4	58,06	58,54	57,98	8,3	83,29
Саудовская Аравия	TASI	-	-	-	3,6	76,2	84,9	103,66
Турция	ISE National	490,44	-37,9	46,05	-24,76	79,61	34,1	59,29
ЮАР	FTSE/JSE All Share Index	57,31	-2,5	25,41	-11,15	11,96	21,9	42,98

В условиях биржевого кризиса 2001-2002 гг. в развитых странах целый ряд формирующихся рынков продемонстрировали положительную динамику. Так, за 2002 г. рынок Пакистана вырос почти на 80%, России - 60%, Ирана - 42%, Шри-Ланки - 31%, Словении - 55%.

С конца 2002 г. мировые рынки акций начали постепенно выходить из кризиса. В 2003 г. практически все рынки акций продемонстрировали заметный рост, хотя развитые рынки к концу года не достигли докризисного максимума. 2004 г. прошел без серьезных изменений на развитых рынках. Примерно такая же динамика была характерна и для 2005 г. При этом значительный рост продемонстрировали формирующиеся рынки: в целом они выросли на 30%, при этом в ряде стран рост превысил 100% (Саудовская Аравия, Колумбия, Казахстан, Египет), а в России - более 80%.

1.5.2. Рынки долговых инструментов

По своим масштабам рынок долговых инструментов (главным образом облигаций) заметно превосходит рынок акций. Если капитализация всех мировых рынков акций в 2005 г. составила 43 трлн. долл., то задолженность по ценным бумагам – 59 трлн. То же самое можно сказать и о торговых оборо-

тах. Для сравнения: в 2001-2005 гг. оборот торговли акциями в США составлял примерно 70-80 млрд. долл. в день, в то время как оборот торговли долговыми обязательствами — 500 млрд. долл.

В 1990-е годы темпы роста задолженности по ценным бумагам, хотя и уступали темпам роста капитализации акций, были также выше темпов роста ВВП. За 1990-2004 гг. размеры общей мировой задолженности по ценным бумагам относительно ВВП выросли с 73% до 143% (табл. 1.9).

Таблица 1.9

Объём мировых рынков долговых ценных бумаг (задолженность на конец года), млрд.долл.

Страны	1990 г.	1995 г.	2000 г.	2004 г.	2005 г.
Австралия	115	244	305	614	656
Германия	409	825	1565	2445	2556
Италия	1233	1619	1345	3055	2884
Испания	233	367	363	1452	1625
Канада	426	678	777	1055	1107
Нидерланды	170	370	734	1362	1408
США	7433	11078	16118	22541	23841
Франция	827	1483	1332	3065	2870
Швейцария	177	276	170	521	491
Швеция	202	386	286	485	463
Япония	2922	5307	6432	9163	8646
Прочие развитые страны	778	1418	1864	2698	3021
<i>Все развитые страны</i>	<i>14925</i>	<i>24051</i>	<i>31291</i>	<i>48456</i>	<i>49568</i>
Аргентина	21	68	154	114	130
Бразилия	0	227	356	462	632
Индия	73	102	140	246	290
Китай	34	107	276	508	633
Корея	96	255	351	642	740
Мексика	57	54	127	258	316
Россия	0	0	70	109	126
Турция	9	34	69	201	221
Прочие формирующиеся (включая оффшорные центры)	168	846	801	1734	1775
<i>Все формирующиеся</i>	<i>458</i>	<i>1693</i>	<i>2344</i>	<i>4274</i>	<i>4863</i>

Продолжение таблицы 1.9

Весь мир (включая бумаги МФО)	16378	27734	35673	58003	59076
В процентах к ВВП	73	96	114	143	134
Частные эмитенты	7543	10989	16514	34341	35349
Частные эмитенты в процентах к ВВП	34	38	53	84	80

Рост происходит за счет заметного повышения эмиссионной активности не только государства, но и частного сектора. Размеры всей частной задолженности относительно мирового ВВП выросли за тот же период с 34 до 84%. В 2005 г. относительный размер рынка долговых инструментов немного снизился.

95% задолженности приходится на облигации (долгосрочные, среднесрочные и краткосрочные), небольшая часть - на депозитные сертификаты и коммерческие бумаги (инструменты денежного рынка), доля которых, однако, не превышает в целом 5% (лишь в США она выше - 9%).

Коммерческие бумаги

Под инструментами денежного рынка подразумеваются прежде всего **коммерческие бумаги** (commercial paper), векселя (в основном банковские акцепты) и депозитные сертификаты. В США наибольшая доля подобных инструментов приходится на коммерческие бумаги (КБ), рынок которых по объему задолженности в 2000 г. достигал 1,6 трлн. долл. (в 2001-2002 гг. он сократился до 1,3 трлн. вследствие спада в экономике).

Коммерческие бумаги - инструменты, напоминающие простые финансовые векселя или краткосрочные облигации.

Еще в начале 1980-х годов рынок КБ существовал практически только в США, Канаде и Австралии. В следующее десятилетие рынки КБ появились во многих странах. В конце 1986 г. доля США составляла 90%, к 1992 г. она снизилась до 60% (к 2000 г. вновь повысилась до 80%).

В Европе рынок КБ начал развиваться с 1980-х годов. В конце 2005 г. объем задолженности по КБ в мире составлял 2735 млрд. долл. (из них 2265 млрд. - внутренние (domestic) КБ).

Расширение рынка КБ в большинстве стран связано с тем, что их выпуск помогал обойти различные законодательные ограничения на выпуск классических бумаг. В США, например, корпорации, выпуская КБ, обходят требования по раскрытию информации, которые они обязаны соблюдать, эмитируя акции и облигации. Кроме того, к причинам его расширения можно отнести понижение рейтинга коммерческих банков в 1980-е годы в сравнении с рейтингом крупнейших небанковских компаний, что позволяло последним получать путем выпуска КБ более дешевые, чем банковские займы, заемные ресурсы.

Рост рынка КБ был очень неравномерным. В Японии первые КБ начали выпускать только в 1987 г. За короткий срок эта страна превратилась во второй крупнейший национальный рынок КБ после США, однако после 1990 г. его развитие затормозилось.

Появление французского и шведского рынков в середине 1980-х годов тесно связано с процессом дерегулирования финансовой темы в этих странах. В Испании, где рынок поначалу развивался вне системы государственного регулирования, огромные объемы эмиссии пришлось на 1989 и 1990 гг., что явилось реакцией на введение ограничений на банковские кредиты. В Германии КБ некоторое время являлись единственным инструментом денежного рынка, помимо межбанковских кредитов, и пережили период бурного роста с момента зарождения в 1991 г., однако ко второй половине 1990-х годов их рынок сократился.

Рынок евро-КБ начал развиваться фактически лишь в середине 1980-х годов, но к началу 1990-х его объем достигал примерно 10% совокупного объема национальных рынков КБ. Примерно та же пропорция сохранилась и во второй половине 1990-х годов. В 1995 г. объем рынка евро-КБ составил 89 млрд. долл., в 2000 г. – 239 млрд. долл. И в 2005 г. – 470 млрд. долл.

Как и в случае с рынком акций, подавляющая часть всей задолженности по ценным бумагам (примерно 97% в 1990 г. и 91% в 2005 г.) приходится на развитые страны.

Отраслевая структура эмитентов долговых бумаг

В конце 1990-х годов 41-44% всей мировой задолженности по ценным бумагам внутреннего долга приходилось на частных эмитентов и соответственно 56-59% - на государственных. В текущем десятилетии произошло ускоренное накопление долга частным сектором, и к 2004-2005 гг. доля частного сектора в задолженности по ценным бумагам внутреннего долга повысилась до 51%.

За этими общими цифрами, однако, скрываются заметные различия между отдельными рынками, особенно формирующимися. В некоторых странах главным эмитентом выступает частный сектор (США, Великобритания, Корея, Малайзия), в других доля государства превышает 70%, доходя иногда до 100% (Япония, Канада, Бельгия, Бразилия, Мексика, Турция, Индия, Польша, Венгрия).

В России большая часть внутренней задолженности по облигациям приходится на государственный сектор (а до 1999 г. практически полностью). Вместе с тем начиная с 1999 г. в России успешно развивается рынок внутренних рублевых корпоративных облигаций. (В приводимых таблицах не учитывается задолженность по векселям, которые в российских условиях нередко выполняют роль облигаций.)

Государственные ценные бумаги (бумаги общественного сектора) включают долговые обязательства центрального правительства и органов власти более низкого уровня, а также государственных агентств. Огромные масштабы эмиссии со стороны правительств развитых стран связаны с хроническим дефицитом бюджета. Величина валового государственного долга относительно ВВП в развитых странах колеблется от 40% ВВП в Великобритании до 167% в Японии (2003 г.).

В большинстве развитых стран рост государственного долга остановился во второй половине 1990-х годов. В 2000 г. в связи с оздоровлением государственных финансов в США, Великобритании, Италии, Франции и Германии произошло относительное уменьшение задолженности по государственным ценным бумагам этих стран. Исключение составила лишь Япония, экономика которой всё десятилетие не могла преодолеть последствий кризиса 1990 г. Сохраняющиеся проблемы реструктуризации и оздоровления финансового сектора потребовали, в частности, государственной поддержки в размере сотен миллиардов долларов. Эти средства были получены за счет выпуска государственных облигаций.

Наступление экономического спада в развитых странах в 2001 г. заставило правительства увеличить государственные расходы с одновременным сокращением налоговой нагрузки (США), что привело к новому росту государственных заимствований в форме выпуска облигаций.

В современных условиях роль рынка обязательств правительства не ограничивается бюджетными потребностями. Он используется как инструмент денежно-кредитного регулирования (операции на открытом рынке с государственными ценными бумагами). Кроме того, ставка по государственным обязательствам используется как ориентир для всех участников финансового рынка. Вот почему некоторые правительства сознательно выпускали государственные бумаги (Гонконг, Норвегия, Сингапур), не имея бюджетного дефицита, а правительство Великобритании не выкупает свои «вечные облигации» - консоли.

Нецентральные органы власти непосредственно выступают крупными эмитентами в США, Японии, Канаде и Австралии. Общий объем задолженности нецентральных органов власти США в середине нынешнего десятилетия превышал 2 трлн. долл., т.е. был равен примерно 10% общей задолженности по долговым инструментам американских эмитентов.

В ФРГ федеральные земли удовлетворяют свои потребности в заемных ресурсах за счет кредитов банков. А банки, в свою очередь, выступают основной группой эмитентов облигаций.

Доля *нефинансовых компаний* среди эмитентов облигаций также заметно различается: наиболее высокая - в США, Корее, Малайзии, Франции, Канаде; низкая - в ФРГ, Италии, Индии, Бразилии, Китае.

В ФРГ потребности в долгосрочном капитале нефинансовых компаний удовлетворяются за счет банковского кредита, источником которого в значительной мере являются ресурсы, привлеченные за счет выпуска облигаций банками.

Долговые бумаги внутренних и внешних займов

Наиболее быстрыми темпами растет задолженность по бумагам, размещаемым на международном финансовом рынке. За 1990-2005 гг. нетто-эмиссия (с учетом погашения) долговых бумаг внешних займов или *международных долговых ценных бумаг* (international debt securities) во всем мире увеличилась более чем в 13 раз.

Несмотря на то, что в связи с либерализацией финансовых рынков все большая часть бумаг внутреннего долга, т.е. изначально ориентированных на внутренний рынок, приобретает иностранными инвесторами, что означает на деле стирание различий между ними и международными ценными бумагами.

Существующая статистика и практика эмиссии выделяет две категории долговых бумаг:

- внутренних займов (domestic bonds),
- внешних займов (international bonds).

Если в начале 1990-х доля бумаг внешних займов в общей структуре мировой задолженности по ценным бумагам составляла не более 10%, то к концу 2005 г. она выросла до 25% (рис. 1.2).

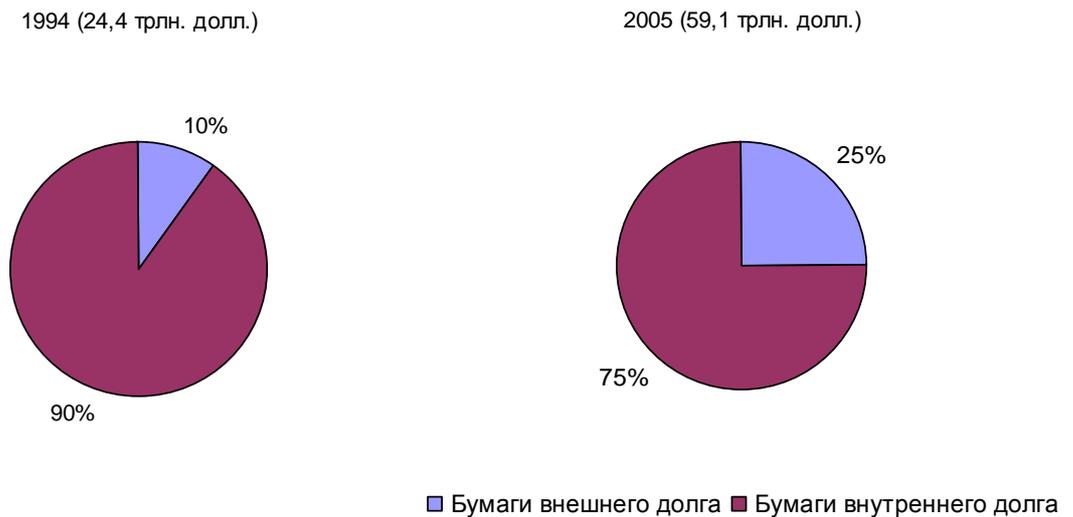


Рис. 1.2. Структура мировой задолженности по ценным бумагам на конец года

Спад в мировой экономике в начале нового десятилетия и наступление глубокой медвежьей фазы на рынке ценных бумаг развитых стран привели к заметному сокращению объемов эмиссий в 2001-2002 гг., однако постепенное оживление деловой активности способствовало рекордной нетто-эмиссии в 2003-2005 гг. на сумму соответственно 1,5; 1,6 и 1,9 трлн. долл.

На ценные бумаги приходится большая часть заимствований (от 50 до 80%) на международном финансовом рынке. Такая структура международных заимствований начала складываться с 1980-х годов, ранее основной формой международного финансирования выступали займы. Данный факт является одним из проявлений общемирового процесса секьюритизации как повышения роли ценных бумаг в качестве инструментов финансирования хозяйства.

1.5.3. Рынки производных финансовых инструментов (деривативов)

Рынок производных финансовых инструментов (далее – деривативов, производных ценных бумаг, производных) - наиболее динамичный сегмент финансового рынка.

К их числу относят опционы и фьючерсы на товары, ценные бумаги, валюту, процентные ставки и фондовые индексы, свопы на процентные ставки и валюту, форвардные контракты, а также различные их комбинации, иногда называемые структурированными продуктами (structured products).

Деривативы известны с XVII в. Твердые и условные сделки (сделки с премией или опционы) с товарами и ценными бумагами практиковались на Амстердамской бирже еще в первые десятилетия ее существования. Фьючерсные контракты на поставку риса были известны в средневековой Японии. С середины XIX в. фьючерсные контракты на сельскохозяйственные товары становятся важнейшим инструментом в торговле зерном на североамериканском рынке. Фьючерсы и опционы - основные инструменты торговли на всех современных товарных биржах (фьючерсы и опционы на нефть и нефтепродукты, цветные металлы, кофе, какао, зерно и пр.).

Однако лишь с начала 70-х годов XX в. с появлением специализированных бирж финансовых деривативов сначала в США, а в конце 1970-х годов и в Европе начинается период бурного развития этого сегмента финансового рынка. Доля товарных деривативов составляет ныне менее одного процента общего оборота биржевых деривативных контрактов.

В 1970-е годы рост происходил в основном за счет биржевого рынка, в 1980-е и особенно в 1990-е годы опережающими темпами рос внебиржевой рынок. До конца 1970-х рынок существовал только в США. К исходу XX в. доля США сократилась примерно до половины.

За 1987-2005 гг. номинальная стоимость базисных активов обращающихся биржевых деривативов выросла в 79 раз, достигнув почти 58 трлн. долл. Номинальная стоимость базисных активов внебиржевых контрактов за тот же период увеличилась примерно в 240 раз - до 285 трлн.

Для сравнения: мировой объем ВВП составил в 2005 г. 44 трлн. долл.

Оборот торговли фьючерсами и опционами на биржах в начале 1990-х годов составлял 100-200 трлн. долл. (табл. 1.10), через десять лет он вырос до 900-1400 трлн. долл.

Таблица 1.10

Оборот торговли биржевыми деривативами (трлн. долл.)

	Оборот							Номинальная стоимость базовых активов
	1992	1995	2000	2001	2002	2003	2005	2005
Всего	182	334	382	593	692	874	1408	57,8
Северная Америка	102	161	194	352	406	442	819	36,4
Европа	43	88	128	187	226	358	487	18,6
Россия	-	-	-	-	-	-	0,031	0,0026
Азиатско-Тихоокеанский регион	37	81	56	49	57	69	93	3,0
Прочие	0,1	4,2	3,9	5,1	4	4	10	0,4

При всей условности данного показателя следует подчеркнуть, что он в несколько раз превышает оборот торговли базовыми активами - самими ценными бумагами.

По стоимости на деривативных биржах на первом месте находятся инструменты, основанные на процентных ставках.

Примерно 40-50% совокупного биржевого и внебиржевого рынка деривативов (по номинальной стоимости) приходится на контракты типа «своп», из них на процентные свопы - 95%.

Свыше половины как оборота, так и номинальной стоимости базовых активов биржевых деривативов в конце 1990-х - начале 2000-х годов приходилось на США, что, впрочем, примерно соответствовало доле этой страны на рынке акций и облигаций. В 1990-е годы прочие рынки росли опережающими темпами по сравнению с США, что связано просто с более поздним их открытием. Однако в настоящее время они уже достигли достаточно высокого уровня развития, и, очевидно, пропорции конца 1990-х в текущем десятилетии сохранятся.

На этом сегменте финансового рынка доминирование развитых стран еще более заметно, чем на рынках акций и облигаций. В странах с формирующимися рынками деривативы находятся в рудиментарном состоянии.

Исключение составляют лишь Корея и Бразилия, где данный сегмент получил очень заметное развитие.

В отличие от классических ценных бумаг, предназначенных для привлечения долгосрочного капитала, основная экономическая функция деривативов - хеджирование, т. е. страхование от ценовых рисков. Их появление имело революционный характер для финансовых рынков. Теория управления рисками с помощью опционов и фьючерсов превратилась в важнейший раздел финансовой науки.

Рынки производных финансовых инструментов позволяют каждому контрагенту, независимо от другой стороны в сделке, перегруппировать или устранить риски.

Объем рисков в экономике, конечно, не уменьшается, происходит именно их перенос или перераспределение от хеджеров к спекулянтам (профессиональным участникам рынка). При этом риск спекулянта компенсируется более высокой нормой доходности на этом рынке, обеспечиваемой наличием большого кредитного рычага (левереджа), недоступного при игре на рынках непосредственно базовых активов.

В последние годы появляются новые инструменты управления риском. Например, в 1995 г. возникли фьючерсные контракты, основанные на индексах страховых случаев (*indices covering property and casualty insurance*) и позволяющие страховым компаниям перераспределять риски по страхованию имущества и жизни между различными регионами. В сфере недвижимости внедрены новые инструменты, позволяющие инвесторам торговать различными видами рисков, свойственных этому виду бизнеса. На некоторых биржах разработаны фьючерсные контракты, базовым активом которых стали макроэкономические показатели, например ВВП, инфляция, и даже физические (температура) - фьючерсы на погоду (*weather futures*).

Среди новых продуктов, предназначенных для дробления рисков, наиболее быстро развивающимися являются кредитные деривативы (*credit derivatives*). Мировой объем рынка кредитных деривативов оценивался в середине

1998 г. в 150-200 млрд. долл., в конце 2001 г. - более 1000 млрд. долл. и в конце 2003 г. - почти 2000 млрд.

Рынок кредитных деривативов представлен в основном четырьмя видами продуктов:

- дефолтными свопами (credit default swaps),
- свопами на совокупный доход (total rate of return (TROR) swaps),
- свопами, связанными кредитными нотами (credit-linked notes),
- опционами на кредитный спрэд (credit spread options).

Все кредитные деривативы за определенную плату переносят кредитный риск с одного контрагента в сделке на другого. Из четырех основных видов кредитных деривативов свопы на совокупный доход и опционы на кредитный спрэд наиболее часто используются на рынке долга развивающихся стран и стран с переходной экономикой (примерно 1/2 всего рынка кредитных деривативов). Дефолтные свопы и связанные кредитные ноты чаще всего применяются при торговле банковскими займами.

1.6. Институциональное представительство мировых финансовых рынков

Секьюритизация как процесс повышения роли рынка ценных бумаг оказала заметное влияние на структуру финансового сектора большинства стран мира. В США доля *коммерческих и сберегательных банков* в активах финансовых учреждений сократилась с 47% в 1970 г. до 20% в 2000 г. (22% - в 2002-2004 гг.) при одновременном росте доли пенсионных фондов, взаимных фондов, брокеров/дилеров и других институтов, непосредственно связанных с рынком ценных бумаг. Впрочем, столь низкая доля банков характерна лишь для США.

Во второй половине 1990-х годов доля банков в активах финансовых учреждений составляла 50-60% в Великобритании и Голландии и 70-80% во Франции, Германии, Италии, Швейцарии. Но при этом в структуре как пассивов, так и активов банков заметно выросла доля ценных бумаг.

В 1990-е годы усилились тенденции, имевшие место в прошлом: традиционные банки все больше превращаются в финансовые конгломераты, предоставляющие услуги, свойственные компаниям по ценным бумагам, страховым компаниям и портфельным управляющим. Можно говорить о том, что относительно уменьшается значение традиционных банковских функций по приему депозитов и предоставлению кредитов.

Одновременно небанковские финансовые институты, такие как взаимные фонды, компании по ценным бумагам (инвестиционные банки), пенсионные фонды, страховые компании, в настоящее время активно конкурируют с банками, как по пассивам, так и по активам. Усилению конкуренции способствует и то обстоятельство, что и нефинансовые корпорации все шире начинают предоставлять финансовые услуги. В результате финансовый сектор становится все менее сегментированным с размыванием границ между банками и не банками.

Во многих странах банки активизировали деятельность на рынке ценных бумаг. Известны многочисленные случаи приобретения крупнейшими мировыми банками крупных брокерско-дилерских компаний. Происходит ослабление и отмена ограничений на совмещение деятельности инвестиционных и коммерческих банков (Канада, США, Япония), банки все чаще создают дочерние компании по ценным бумагам.

Банки приступили к страховой деятельности. Это явление получило название bankassurance, или allfinance. Некоторые европейские банки попытались создать страховое подразделение в своих рамках, однако большинство просто приобрело страховые фирмы.

Банки начали заниматься управлением активами, как создавая собственные подразделения, так и приобретая фирмы по управлению портфелями ценных бумаг.

В Великобритании, Франции и других европейских странах начиная с 1980-х годов происходит процесс либерализации финансовой системы, включающий ее дерегулирование. Отменяются ограничения на сферы дея-

тельности отдельных финансовых учреждений. Например, в Великобритании торговый банк может получить полную банковскую лицензию и в этом случае превращается просто в универсальный банк.

В европейских странах наблюдается тенденция к универсализации - размыванию различий между инвестиционными и коммерческими банками.

Наиболее заметна она в тех из них, где эти различия существовали раньше; в Германии, Австрии и Швейцарии банки остались универсальными.

Наиболее серьезные барьеры на этом пути сохранялись и отчасти сохраняются в двух ведущих странах, на которые в совокупности приходится свыше 60% всех мировых финансовых ресурсов - в США и Японии.

Если в развитых странах происходит размывание границ между инвестиционными и коммерческими банками, то в целом ряде стран с формирующимися рынками они сохраняются или даже специально проводились в 1990-е годы. Так, в Китае в 1994 г. Закон о коммерческих банках запретил банкам заниматься андеррайтингом, торговлей и инвестированием в корпоративные ценные бумаги. Во второй крупнейшей развивающейся стране - Индии - банки также не являются операторами рынка ценных бумаг. Та же ситуация и в Корее.

Чаще всего в качестве аргумента в пользу отделения депозитно-ссудных банковских операций от операций с ценными бумагами называют возможность возникновения конфликта интересов и повышенную рискованность операций с ценными бумагами, что может угрожать надежности банковской системы.

Опыт большинства стран мира свидетельствует, что при надлежащей системе регулирования для устранения конфликта интересов в банке достаточно наличия эффективных «китайских стен» (chinese walls или firewalls) между соответствующими структурными подразделениями.

Повышение роли институциональных инвесторов

Одним из последствий секьюритизации стал рост доли в активах финансовой системы финансовых учреждений, за которыми в экономической

литературе закрепилось название *институциональные инвесторы*.

Институциональные инвесторы оказывают доминирующее влияние на первичный и вторичный рынок долгосрочных ценных бумаг, на денежный и валютный рынок, а также рынок деривативов.

Понятие «институциональные инвесторы» в самом широком смысле подразумевает организации (юридические лица), осуществляющие вложения в финансовые активы и недвижимость, в отличие от *индивидуальных инвесторов* - физических лиц. Однако в столь широком значении этот термин в настоящее время обычно не употребляется.

Под институциональными инвесторами понимаются такие учреждения, как:

- страховые компании,
- пенсионные фонды,
- институты коллективного инвестирования (коллективных инвестиций) (collective investment schemes, collective investment institutions).

В свою очередь, институты коллективного инвестирования - это:

- инвестиционные фонды (инвестиционные компании),
- хедж-фонды,
- доверительные департаменты банков.

Ввиду важности институциональных инвесторов с 1997 г. ОЭСР начала издавать специальный статистический справочник - Institutional Investors. Statistical Yearbook, - позволяющий всесторонне оценить их роль в странах, имеющих наиболее высокий уровень экономического развития.

Значение институциональных инвесторов постоянно растет. В 1981 г. активы институциональных инвесторов стран ОЭСР составляли 3,2 трлн. долл., или 38% ВВП, в 1991 г. - 16,3 трлн. (90%), в 2000 г. - почти 39 трлн. (более 150%) и в 2004 г. - более 50 трлн. (154%) (табл. 1.11).

Таблица 1.11

Общие активы институциональных инвесторов стран ОЭСР

	1990 г.	1995 г.	2000 г.	2003 г.	2004 г.
	Трлн долл.				
Институциональные инвесторы	13,8	23,5	39,0	46,8	50,8
Страховые компании	4,9	9,1	10,1	13,5	14,5
Пенсионные фонды	3,8	6,7	13,5	15,0	15,3
Инвестиционные фонды (компании)	2,6	5,5	11,9	14,0	16,2
Хедж-фонды	0,03	0,1	0,41	0,8	0,93
Прочие	2,4	2,2	3,1	3,4	3,9
	% от ВВП				
Институциональные инвесторы	77,6	97,8	152,1	157,2	154,0
Страховые компании	27,8	37,8	39,4	45,4	44,0
Пенсионные фонды	21,2	27,8	52,6	50,4	46,4
Инвестиционные фонды (компании)	14,8	22,7	46,3	47,2	49,0
Хедж-фонды	0,1	0,4	1,6	2,7	2,8
Прочие	13,6	9,1	12,3	11,5	11,8

В составе активов институциональных инвесторов свыше 90% приходится на ценные бумаги. Путем сопоставления совокупного объема мирового рынка акций и долговых бумаг (96 трлн. долл. в 2004 г.) с активами институциональных инвесторов можно убедиться, что на них приходится *примерно 50% всего мирового фондового рынка.*

Крупнейшей группой институциональных инвесторов в текущем десятилетии стали инвестиционные фонды, опередившие по величине активов и страховые компании, и пенсионные фонды. При этом, однако, соотношение различных групп заметно различается в отдельных странах (табл. 1.12).

В США, Франции и Италии крупнейшей группой по величине активов являются инвестиционные фонды, в Великобритании - страховые компании, Нидерландах - пенсионные фонды, в Германии в 2004 г. на равных находились страховые компании и инвестиционные фонды.

Таблица 1.12

Активы институциональных инвесторов стран ОЭСР (млрд долл.)

	1990 г.					1995 г.				
	Страховые компании	Пенсионные фонды	Инвестиционные фонды	Прочие	Всего	Страховые компании	Пенсионные фонды	Инвестиционные фонды	Прочие	Всего
США	1885	2492	1155	1344	6876	2798	4175	2732	2041	11746
Япония	1074	343	390	964	2771	1954	604	500	1496	4554
Германия	400	52	147	-	599	679	65	369	-	1113
Франция	239	-	393	-	632	606	-	559	-	1165
Италия	66	39	42	-	147	120	39	80	-	239
Великобритания	454	537	126	-	1117	817	760	239	-	1816
Канада	138	165	30	-	333	164	221	107	-	492
Швейцария	116	138	19	-	273	194	201	44	-	439
Испания	50	14	16	-	80	98	12	103	-	213
Австралия	73	50	19	4	146	122	103	31	10	266
Нидерланды	117	230	32	-	379	216	352	63	-	631
Всего, включая прочие страны	4918	3764	2638	2425	13745	8292	5824	5530	3685	23331
	2000 г.					2004 г.				
	Страховые компании	Пенсионные фонды	Инвестиционные фонды	Прочие	Всего	Страховые компании	Пенсионные фонды	Инвестиционные фонды	Прочие	Всего
США	4002	6805	6448	2268	19523	5310	6545	8107	-	19962
Япония	2696	826	502	344	4368	2973	872	566	-	4411
Германия	729	62	716	-	1507	1009	462	1063	-	2534
Франция	913	-	824	-	1737	932	123	1371	-	2426
Италия	226	49	421	365	1061	510	54	981	-	1545
Великобритания	1460	1116	442	-	3018	1736	1191	547	-	3474
Канада	204	343	261	-	808	217	446	414	-	1077
Швейцария	206	261	84	-	551	189	361	94	-	644
Испания	128	48	186	-	362	124	94	318	-	536
Австралия	150	242	342	14	748	118	465	635	-	1218
Нидерланды	246	426	95	6	773	421	704	105	-	1230
Всего, включая прочие страны	11688	10312	11225	3385	36610	14500	15300	16200	4800	50800

В большинстве стран основная часть активов институциональных инвесторов вложена в инструменты с фиксированным процентом. Вместе с тем 1990-е годы характеризовались более высокими среднегодовыми темпами роста инвестиций в акции: 18% (против 10% для облигаций и 3% - прочих). Доля акций в активах институциональных инвесторов Великобритании в 2001 г. составила 65%, США- 44%, Швейцарии - 41%, Австралии - 54%, Нидерландов - 43%, Франции - 42%, Германии - 24%, Италии - 18%, Японии - 16%.

В 2003 г. акции составляли основную группу активов пенсионных фондов (50%), инструменты с фиксированной доходностью – страховых компаний. Структура активов инвестиционных фондов более сбалансирована. При этом очень сильно различается структура инвестиций различных категорий институциональных инвесторов по странам.

Страховые компании. Среди страховых компаний главной группой с точки зрения инвестирования являются компании страхования жизни, на которые приходится примерно 80% активов этой группы инвесторов.

Пенсионные фонды в ряде стран (например, в Нидерландах, а до недавнего времени и в США) являются важнейшей группой институциональных инвесторов. Рост активов пенсионных фондов превосходит темпы роста ВВП, при этом, однако, это происходит за счет той группы стран, где традиционно развивалась накопительная система пенсионного обеспечения (funded pension schemes) – США, Великобритания, Канада. В большинстве континентальных европейских стран (за исключением Швейцарии и Голландии) традиционно главную роль в пенсионном обеспечении играет бюджет.

При накопительной системе выплаты пенсий осуществляются за счет доходов от финансовых активов, накопленных в прошлом благодаря долгосрочным взносам в пенсионные фонды предпринимателей и населения. При бюджетной модели организации пенсионного обеспечения (pay as you go system) все текущие пенсионные выплаты финансируются за счет текущих налоговых поступлений.

Хотелось бы отметить два взаимосвязанных явления: страны с накопительными пенсионными системами имеют более развитые рынки акций, чем страны с относительно неразвитыми рынками (Германия, Италия), и наоборот.

Причина неразвитости пенсионных фондов в континентальных европейских странах (за исключением Нидерландов и Швейцарии) заключается не в недостаточном развитии рынка акций, а в большой социальной ориентированности экономики, что заставляло государство брать на себя функции социального обеспечения. А в странах с формирующимися рынками низкий уровень развития пенсионных фондов, как и в целом институциональных инвесторов, действительно напрямую связан с неразвитостью рынка ценных бумаг. Поэтому переход этих стран к накопительным пенсионным системам или радикальная реформа системы пенсионного обеспечения невозможны без наличия развитого рынка ценных бумаг, и в первую очередь акций и корпоративных облигаций.

Институты коллективного инвестирования (ИКИ) особенно развиты в США, Великобритании, Канаде, Франции, Нидерландах, хотя и в других странах по темпам роста они опережают других институциональных инвесторов.

Важнейшей группой выступают инвестиционные компании (инвестиционные фонды). Формы инвестиционных фондов могут быть различными, в разных странах они имеют разные названия, однако экономическая суть остается той же и заключается в аккумуляции сбережений широких слоев населения за счет выпуска собственных ценных бумаг (акций, паев, инвестиционных сертификатов и пр.), передаче этих сбережений профессиональному управляющему и их инвестированию в различные активы. Это позволяет индивидуальному инвестору, обладающему относительно небольшими сбережениями, диверсифицировать портфель своих инвестиций.

В США и Англии первые ИКИ появились в начале XX в. Однако их быстрое развитие приходится лишь на послевоенный период, что связано с

общими экономическими процессами в экономике промышленно-развитых стран, ростом реальных доходов широких слоев населения, появлением среднего класса. Но особенно быстрый рост ИКИ пришелся на последнее двадцатилетие.

Институты коллективного инвестирования могут иметь различную организационно-правовую форму (с образованием или без образования юридического лица): акционерное общество, доверительная компания, контрактная форма.

Почти во всех странах преобладающим видом инвестиционных фондов выступают фонды открытого типа (т. е. обязующиеся выкупать свои бумаги у инвесторов исходя из чистой стоимости активов фонда). Активы под управлением открытых инвестиционных компаний представлены в табл. 1.13.

Таблица 1.13

Активы под управлением открытых инвестиционных компаний

Страны	1998 г.	2000 г.	2002 г.	2003 г.	2004 г.	2005 г.
Развитые рынки		Млрд. долл.				
США	5525	6965	6390	7414	8107	8905
Япония	377	432	303	349	400	470
Европа	2741	3290	3440	4641	5572	5946
Формирующиеся рынки						
Азия	305	385	432	536	703	759
Латинская Америка	141	180	139	219	274	355
Европа	3	6	19	71	89	57
Развитые рынки		в % к ВВП				
США	63,2	70,9	60,9	67,4	69,1	71,6
Япония	9,5	9,1	7,6	3,1	8,6	9,8
Европа	30,5	39,5	37,6	41,9	43,8	42,8
Формирующиеся рынки						
Азия	13,2	13,7	13,8	15,6	18,0	—
Латинская Америка	8,6	11,2	9,6	14,5	16,0	—
Европа	0,4	1,0	2,1	6,1	6,1	—

В странах ЕС подобного рода учреждения часто называют аббревиатурой ПКИ (*предприятия коллективных инвестиций*) (UCITS - Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities - буквально «предприятия коллективных инвестиций в обращающиеся ценные бумаги»). Это понятие появилось в 1985 г. в результате принятия *Директивы ЕС по предприятиям коллективных инвестиций*. Согласно этой директиве под UCITS понимаются инвестиционные фонды открытого типа (любой формы: контрактные, доверительные, юридические лица), которые имеют право привлекать и вкладывать средства в любой стране ЕС.

Директива устанавливает целый ряд стандартов для UCITS. Она предусматривает, что инвестиции не менее чем на 90% должны состоять из ценных бумаг, имеющих котировку на фондовой бирже или приравненном к ней рынке. Общее правило гласит, что ПКИ могут инвестировать не более 5% своих активов в ценные бумаги одного эмитента. В случае если этот лимит повышен до 10%, общая доля ценных бумаг эмитентов, доля которых в активах ПКИ превышает 5%, не может быть выше 40%. Запрещаются инвестиции на товарных рынках, в недвижимость, в драгоценные металлы. По этой директиве ценные бумаги фондов, отвечающих критериям UCITS и учрежденных в той или иной стране ЕС, могут свободно продаваться в любой стране группировки.

Большая часть существующих в ЕС фондов отвечает требованиям UCITS. Самым популярным местом реализации инструментов ПКИ в Европе стал Люксембург, где отсутствует налог на дивиденды (withholding tax).

Хедж-фонды представляют собой по сути те же инвестиционные компании (фонды), которые, однако, не подпадают под законодательство, регулирующее деятельность инвестиционных компаний. Фактически их можно определить как клубы богатых инвесторов.

Многие из них зарегистрированы в оффшорных зонах во избежание уплаты налогов. Хедж-фонды представляют собой небольшую часть институциональных инвесторов, хотя они и демонстрировали самые высокие тем-

пы роста в 1990-е годы – до 40% в год. Поскольку на них не распространяется требование раскрытия информации, точные данные об их количестве и активах отсутствуют. По некоторым оценкам, в 2003 г. их активы достигали примерно 1 трлн. долл.

1.7. Системы регулирования финансовых рынков

Консолидация финансовых институтов, дерегулирование и глобализация финансовых рынков и их интеграция, стирание различий между банковскими и небанковскими организациями создали новые условия для регулятивно-надзорных органов.

Дерегулирование выразилось в *отмене контроля над процентными ставками* и движением капитала, ограничений на совмещение видов деятельности на финансовом рынке.

Однако параллельно этому процессу во всех развитых странах были *повышены требования к собственному капиталу* банков и других финансовых учреждений, к отчетности эмитентов ценных бумаг, ужесточены нормы, направленные на *борьбу с «отмыванием» денег*.

Особое место в ряду новых мероприятий занимают положения, касающиеся торговли с использованием инсайдерской информации и манипулирования на фондовом рынке.

В 1980-е годы в США было принято два закона, непосредственно регулирующих торговлю с использованием инсайдерской информации. Они предусматривали значительное увеличение размера штрафа (известны случаи выплат на сотни миллионов долларов) и срока тюремного заключения (до 10 лет) за их нарушение.

В Европейском Союзе во исполнение Директивы о торговле с использованием инсайдерской информации 1989 г. все страны внесли в свое законодательство нормы, определяющие торговлю с использованием инсайдерской информации как уголовное преступление, установив меру ответственности за их нарушение в виде штрафов и/или тюремного заключения.

Азиатский и российский кризисы обнаружили слабость систем корпоративного контроля и управления в большинстве стран с формирующимися рынками, отсутствие эффективного механизма банкротства. За последующие годы в этих странах было немало сделано для того, чтобы улучшить положение в данной области. Больше стало информации об эмитентах, велась работа по укреплению прав миноритарных акционеров и в целом по улучшению системы внутрикорпоративной демократии.

В 1998 г. ОЭСР приняла эталонные принципы корпоративного управления (OECD Principles of Corporate Governance) - своеобразные международные стандарты, которым должны следовать все страны. В русле этого направления развития рыночной экономики можно рассматривать принятие в России поправок к Закону об акционерных обществах летом 2001 г. и одобрение Правительством РФ осенью того же года Кодекса корпоративного поведения российских компаний.

Впрочем, как показывает опыт России, одного наличия законодательства недостаточно, требуется система его исполнения. С последним как раз дело обстоит по-прежнему плохо, что связано с недостатками судебно-исполнительной системы и в целом с особенностями «блатного капитализма» (crony capitalism), свойственными целому ряду формирующихся рынков.

Приданию большей прозрачности финансовых рынков способствует и созданная при ОЭСР организация по борьбе с отмыванием денег Financial Action Task Force on Money Laundering (FATF). Её деятельность активизировалась после терактов 11 сентября 2001 г. В связи с внесением поправок в российское законодательство по противодействию отмыванию денег Россия была вычеркнута из списков «несотрудничающих стран и территорий».

В свете борьбы с «приписками» корпораций, обнаруженными в 2001-2002 гг. и самым негативным образом повлиявшими на доверие инвесторов к корпоративному сектору Америки, 30 июля 2002 г. Дж. Буш подписал Закон о реформе системы отчетности публичных (public) компаний и защите

инвесторов. Закон заменяет систему саморегулирования, существовавшую прежде, регулированием со стороны государственного органа (Управления по контролю за отчетностью публичных компаний - Public Company Accounting Oversight Board, подотчетного Комиссии по ценным бумагам и биржам), а также повышает требования к аудиторам и менеджменту компаний.

Одновременно Нью-Йоркская фондовая биржа утвердила более жесткие стандарты информации, предоставляемой листинговыми компаниями.

В Великобритании Институт сертифицированных бухгалтеров Англии и Уэльса принял новые рекомендации, усиливающие независимость аудиторов.

Заметно активизировалась работа по выработке общих стандартов деятельности на финансовых рынках и на уровне международных организаций: Комитета по банковскому надзору Банка международных расчетов и *Международной организации комиссий по ценным бумагам (IOSCO)*.

В конце 1997 г. для выработки общих подходов к регулированию фондовых рынков в рамках ЕС было создано неформальное объединение - *Форум европейских комиссий по ценным бумагам (Forum European Securities Commissions - FESCO)*.

После кризиса 1997-1998 гг. была образована неформальная организация - Форум по вопросам финансовой стабильности (Financial Stability Forum), в рамках которой проводилась работа по созданию механизмов, позволяющих предотвращать мировые финансовые кризисы. Форум объединяет ведущие международные экономические и финансовые организации (МВФ, Мировой банк, БМР, ОЭСР IOSCO, FATF и т.п.).

В рамках форума регулярно обсуждается ход реализации рекомендаций, сделанных его рабочими группами по вопросам деятельности «институтов с высокой долей заемных ресурсов» (НЛІ; речь идет прежде всего о хедж-фондах, оказавших дестабилизирующее воздействие на мировую финансовую систему в 1997-1998 гг.), оффшорных центров, миграции капи-

тала.

В группе стран в ответ на консолидацию финансового сектора была проведена реформа регулятивной системы, заключавшаяся в том, что взамен целого ряда регулятивных учреждений, занимавшихся мониторингом и контролем за различными финансовыми институтами (банками, компаниями по ценным бумагам, страховыми компаниями, пенсионными фондами и т.п.), был создан единый регулятор, осуществляющий комплексный контроль над всей финансовой системой. Подобная структура сложилась в странах Скандинавии (Швеция, Дания, Норвегия), Финляндии, Австралии, Южной Корее, Канаде, ЮАР, Венгрии и Сингапуре. Рациональность объединения регуляторов в этих малых и средних странах продиктована размерами их финансовых рынков и стремлением сэкономить средства. Однако по такому же пути пошли и крупные страны — Великобритания, Япония и Германия.

В Великобритании фактически с 1998 г. (формально с декабря 2001 г.) действует единый мегарегулятор — Ведомство по финансовым услугам (Financial Services Authority), осуществляющее надзорные функции над всеми банками, брокерско-дилерскими фирмами, управляющими портфелями ценных бумаг, фондовыми биржами, страховыми компаниями и пенсионными фондами.

В Японии аналогичный орган (Агентство по финансовым услугам) сформировался в рамках реформы финансового сектора 1998–2001 гг.

В мае 2002 г. в Германии три федеральных органа, осуществлявших надзор за банками, страховыми компаниями и рынком ценных бумаг были объединены под одной крышей — Федеральной финансовой надзорной палатой базирующейся в Бонне и Франкфурте-на-Майне.

В странах, где создан единый регулятор, произошла реальная интеграция финансовых рынков, образовались универсальные финансовые комплексы, контроль над которыми осуществляется из одного центра, что действительно рационально.

Тема 2. Развитые региональные финансовые рынки

Цель: Выявить особенности функционирования развитых региональных финансовых рынков.

Задачи:

1. Дать характеристику развитых фондовых рынков в разрезе стран.
2. Изучить участников рынка по странам.
3. Выявить роль институциональных инвесторов.
4. Изучить методы организации торговли и фиксации прав на ценные бумаги.

2.1. Характеристика фондового рынка США

Среди фондовых рынков мира США занимают особое место. Во-первых, это самый большой рынок. На долю США приходится от трети до половины мировой капитализации, т.е. совокупной курсовой стоимости акций и облигационной задолженности. Во-вторых, в силу исторических причин относительное значение рынка ценных бумаг для финансовой системы и национальной экономики США намного выше, чем в большинстве стран мира. В-третьих, в сфере организации фондового дела, в разработке новых финансовых инструментов и развитии теории управления портфелем ценных бумаг американцы достигли столь высоких результатов, что их опыт заимствуют и перенимают в других государствах. Не случайно и все основные научные разработки в области финансовых рынков, удостоенные Нобелевской премии, принадлежат американским ученым. В-четвертых, система регулирования фондового рынка США является более жесткой, эффективной и хорошо разработанной, чем где бы то ни было в мире, при этом американский опыт регулирования также широко заимствуется во многих странах.

2.1.1. Профессиональные участники рынка ценных бумаг и особенности финансовой системы США

Основные виды компаний по ценным бумагам

На фондовом рынке США основными профессиональными участниками выступают компании по ценным бумагам или *брокеры-дилеры* (broker-dealers). В статистике финансовых потоков (financial flow accounts) США, составляемой Федеральной резервной системой, *брокеры-дилеры выделены в отдельную группу финансовых учреждений* наряду с центральным банком, коммерческими банками, ссудо-сберегательными ассоциациями, пенсионными фондами, страховыми компаниями, инвестиционными компаниями и пр. В 2002 г. в США действовало 6768 брокерско-дилерских фирм, зарегистрированных в Комиссии по ценным бумагам и биржам. Это 71% от рекордного уровня 1987 г., когда в США насчитывалось 9515 фирм. Банкротства, вызванные биржевым кризисом 1987 г., а также последовавшая консолидация привели к сокращению их числа. В условиях фондового кризиса 2000-2002 гг. произошло дальнейшее сокращение.

Общее число занятых в отрасли составило в конце 2000 г. 837 тыс. (417 тыс. в 1990 г.). Наступление глубокой медвежьей фазы на рынке в 2001-2002 гг. вызвало массовые сокращения в индустрии ценных бумаг США. В 2004-2005 гг. занятость стала понемногу расти, но и в конце 2005 г. не превысила 800 тыс. человек (796).

27% всех занятых в индустрии ценных бумаг сосредоточено в штате Нью-Йорк (доля штата в самодеятельном населении - 6,3%). Впрочем, в 1970 г. здесь было сосредоточено 40% всех работников брокерско-дилерских фирм.

Служащие этих фирм, непосредственно работающие с клиентами, именуются брокерами, зарегистрированными представителями, финансовыми советниками, консультантами и т.п.

Компании по ценным бумагам принято классифицировать в зависимости от того, работают ли они с мелкими инвесторами или обслуживают толь-

ко крупных клиентов, оказывают ли они весь комплекс услуг или только некоторые, с какими ценными бумагами они работают (на чем специализируются).

Фирмы, выполняющие все виды услуг, - это **крупнейшие брокерско-дилерские компании**, такие как:

- Merrill Lynch,
- Pierce,
- Fenner & Smith,
- Paine Webber Incorporated,
- Prudential-Bach Capital Funding,
- Shearson Lehman Brothers и т. п.

Их также называют фирмами с полным набором услуг (full-service firm, wirehouse). У этих фирм сотни отделений, тысячи, а у крупнейших - десятки тысяч служащих.

Нью-йоркские фирмы, работавшие только с крупными клиентами и не занимавшиеся «розничными» операциями, носили название инвестиционных банков или **оптовых домов** (carriage trade houses).

К ним относятся компании:

- Morgan Stanley - Dean Witter,
- Salomon - Smith Barney.

А Merrill Lynch, постоянно работавшая на всех сегментах рынка, также всегда относилась к категории инвестиционных банков. Корректнее было бы определять инвестиционный банк в США как компанию, которая благодаря достаточно крупному собственному капиталу оказывает услуги по андеррайтингу.

Специализированные фирмы иногда работают только **с одним типом ценных бумаг**. Так, некоторые компании специализируются исключительно на муниципальных облигациях или бумагах, обеспеченных закладными, или казначейских обязательствах.

Существует весьма многочисленная группа учреждений, выполняющих *только одну операцию* – исполнение заявки по поручению клиента с сопутствующими процедурами по клирингу, зачислению ценных бумаг на счет клиента. Это так называемые дисконтные брокеры (discount broker). Поскольку эти фирмы не предоставляют консультационных услуг, размер комиссионных у них значительно ниже, чем у «полноценных» брокерско-дилерских фирм. Большое число дискаунтеров возникло на волне бума интернет-трейдинга.

Отрасль отличается *высокой концентрацией*. На долю 261 крупнейшей фирмы (ассоциированных членов Нью-йоркской фондовой биржи) в 2001 г. приходилось 81% активов и 70% доходов и капитала всех семи тысяч компаний по ценным бумагам. В свою очередь, на 10 членов NYSE приходилось более 59% доходов и капитала этой группы компаний.

Крупнейшие брокерско-дилерские компании являются публичными корпорациями (т.е. акционерными обществами, значительная часть акций которых находится у широкого круга инвесторов). Величина капитализации корпораций такова, что позволяет отнести их к группе крупнейших американских компаний (в конце 2003 г. капитализация Morgan Stanley, Merrill Lynch, Goldman Sachs составляла от 52 до 70 млрд. долл.).

Для работы с населением служащий брокерско-дилерской фирмы должен пройти стажировку на фирме и сдать экзамен, проводимый Национальной ассоциацией фондовых дилеров (NASD). Наиболее распространенный экзамен (подобный базовому экзамену ФСФР в России) называется Series 7. Он включает 250 тестов, на решение которых отводится шесть часов. Необходимо ответить правильно по крайней мере на 70% вопросов. Тестирование осуществляется с помощью компьютера, когда от экзаменуемого требуется определить правильный вариант ответа или ответов из нескольких предложенных (multiple choice questions). Успешная сдача этого экзамена дает право называться «зарегистрированным представителем» (registered representative) и работать со всеми ценными бумагами. Существует еще несколько

десятков экзаменов, дающих возможность работать с тем или иным видом ценных бумаг, например с муниципальными облигациями. В начале текущего десятилетия в США насчитывалось 674 тыс. сертифицированных специалистов.

По состоянию на конец 2000 г. общее количество традиционных брокерских счетов в США составляло 60 млн., онлайн-счетов (через Интернет) - 18 млн. (в 1997 г. соответственно - 61 и 4).

Компании по ценным бумагам подлежат государственной регистрации. Если операции подобной фирмы выходят за пределы одного штата, она обязана получить лицензию (зарегистрироваться) в Комиссии по ценным бумагам и биржам. Комиссия предъявляет требования к величине капитала таких фирм. Минимальная величина «чистого капитала» (net capital) брокерско-дилерской фирмы с 1994 г. составляет 250 000 долл. Чистый капитал рассчитывается как собственный капитал (net worth) за вычетом неликвидных активов (основной капитал и т. п.) и ряда иных статей.

Коммерческие банки на фондовом рынке США

В США банковская система долгое время развивалась под влиянием английской традиции, когда банки занимались классическими банковскими операциями по привлечению депозитов и кредитованию предприятий и населения, в то время как операции с ценными бумагами вели специализированные компании по ценным бумагам, подобные английским торговым банкам (merchant banks), или биржевым брокерским фирмам.

Однако в начале XX в. широкое распространение получила практика создания **банковских холдингов**, в которые входили учреждения, выполнявшие функции инвестиционных банков. Во многих случаях трастовые банки начали заниматься операциями с корпоративными ценными бумагами.

В годы, предшествовавшие биржевому краху 1929 г., многие американские банки не только непосредственно занимались покупкой-продажей ценных бумаг через созданные ими дочерние компании. Необычайно широ-

кого размаха достигло кредитование банками инвесторов (напрямую или через брокеров) для покупки ценных бумаг.

Использование заемных средств или ценных бумаг при совершении сделок на фондовом рынке (в российских нормативных документах за ними закрепился термин «маржинальная торговля») способно серьезно усилить обвал на рынке в случае его падения, что и произошло в период Великой депрессии. Крах на фондовом рынке повлек кризис неплатежей в банковской системе, что явилось одной из причин массовых банкротств банков — по разным данным от 8 до 11 тыс. за период Великой депрессии.

Американские законодатели пришли к заключению, что одной из причин Великой депрессии 1929-1933 гг. стало совмещение банками депозитно-ссудных и инвестиционных функций.

В 1933 г. году американский Конгресс принял **Закон о банках 1933 г.**, известный как **Закон Гласса-Стигалла** (Glass-Steagall Act). Отныне коммерческие банки не имели права ни осуществлять инвестиции в ценные бумаги корпораций, ни участвовать в их андеррайтинге, ни проводить какие-либо брокерско-дилерские операции с такими ценными бумагами.

Те банки, которые раньше активно участвовали в торговле ценными бумагами, были обязаны провести реорганизацию. Так, известный банкирский дом Моргана был разделен на две компании: коммерческий банк Morgan Guaranty и инвестиционный Morgan Stanley. Банковские дочерние компании по ценным бумагам в течение года были закрыты или проданы. В то же время инвестиционным банкам (брокерско-дилерским фирмам) было запрещено принимать депозиты и вести текущие счета клиентов.

На протяжении нескольких десятилетий в США делались неоднократные попытки отменить Закон Гласса-Стигалла. Они активизировались в 1980-е годы при администрации Р. Рейгана. В ноябре 1987 г. появился законопроект Проксмайра-Гарна (Proxmire-Garn), в феврале 1990 г. — законопроект тогдашнего министра финансов Николаса Брейди. В конце 1990-х в Кон-

грессе США опять был рассмотрен очередной проект отмены Закона Гласса-Стигалла.

Слушания происходили на протяжении 1997-1999 гг. и завершились принятием **Закона о финансовой модернизации, или Закона Грэмма-Лича-Блайли** (Financial Services Modernization Act, или The Gramm-Leach-Bliley Act). Он был подписан Президентом США 12 ноября 1999 г. и вступил в силу в марте 2000 г.

Банки с 2000 г. получили право *создавать дочерние страховые компании и компании по ценным бумагам*. Допускается создание так называемых финансовых холдинговых компаний (financial holding companies), которые могут заниматься всеми финансовыми операциями. Финансовые холдинговые компании должны обладать большим собственным капиталом, достаточность которого определяется Правлением ФРС. При этом необходимо подчеркнуть, что по-прежнему коммерческий банк непосредственно не может заниматься операциями с корпоративными бумагами, как брокерско-дилерская компания.

Таким образом, американские коммерческие банки, по сути дела, превращаются в универсальные финансовые комплексы. Крупнейший из них — финансовая группа CITIGROUP, занимавшая по величине активов в первой половине 2000-х годов второе место в мире (первое по рыночной стоимости и величине капитала).

Кроме того, у двух из пяти крупнейших американских коммерческих банков примерно половина всех доходов на рубеже веков приходилась на операции, аналогичные операциям инвестиционных банков, а для всех банков эта цифра составляла примерно 40%.

Следует отметить, что запрет на операции с ценными бумагами никогда не касался государственных ценных бумаг. На этом рынке американские банки всегда выступали ведущими инвесторами и дилерами. В первую очередь через них ФРС осуществляет операции на открытом рынке. Величина портфеля правительственных (включая бумаги агентств) ценных бумаг в их

активах составляла в начале нынешнего - конце прошлого десятилетия примерно 15%.

Институциональные инвесторы на фондовом рынке США

Общая для всех стран мира тенденция – снижение доли частных инвесторов как владельцев ценных бумаг и повышение доли юридических лиц. Ведущую роль на американском фондовом рынке играют пенсионные фонды, компании страхования жизни, инвестиционные компании и доверительные департаменты банков. Эта группа получила в США название *институциональных инвесторов* (institutional investors).

На институциональных инвесторов приходится свыше половины всех американских ценных бумаг, находящихся в обращении, по стоимости (а за вычетом бумаг, принадлежащих иностранным инвесторам, - более 60%).

Следует обратить внимание на тот факт, что к группе институциональных инвесторов не относятся коммерческие банки, хотя банки выступают крупными инвесторами в правительственные и муниципальные ценные бумаги.

Крупнейшей группой институциональных инвесторов в США являются *пенсионные фонды*. Следует иметь в виду, что пенсионные фонды - только часть учреждений, занимающихся ведением пенсионных счетов. Аналогичные операции выполняют компании страхования жизни, инвестиционные компании, банки. Тем не менее, основные пенсионные резервы находятся именно в пенсионных фондах.

Пенсионные фонды делятся на *частные и государственные* (последние принадлежат федеральному правительству, правительствам штатов и местных органов власти и хранят пенсионные резервы государственных служащих).

Активы в 2005 г. - соответственно 4,6 трлн. долл. и 3,8 трлн. долл. (1,6 и 1 трлн. в 1990 г.).

Примерно 80% пенсионных резервов частных пенсионных фондов помещено в ценные бумаги, в т. ч. около 40% **в акции**, более 20% в акции взаимных фондов, приблизительно 8% в корпоративные облигации (табл. 1.14).

Таблица 1.14

Структура активов частных пенсионных фондов США (%)

Активы	1995г.	2000 г.	2002 г.	2004 г.
Акции	44	44	37	38
Акции взаимных фондов	11	22	25	26
Корпоративные облигации (вкл. иностранные)	8	7	8	8
Бумаги федеральных агентств	7	5	6	5
Казначейские обязательства	4	2	2	2
Прочие	26	20	22	21

Совсем незначительная доля приходится на государственные ценные бумаги. В пенсионных фондах штатов и местных органов власти доля акций в активах еще больше – 55% (корпоративные облигации - 17% в 2003 г.). Лишь в федеральных пенсионных фондах почти все активы помещены в государственные обязательства, но не в казначейские, а в нерыночные бумаги.

Среди **страховых компаний** ведущую роль в качестве инвесторов играют компании страхования жизни (активы 4,4 трлн. долл. в 2005 г). Большая часть их страховых резервов помещена в **корпоративные облигации** (42%), на втором месте – акции (26%), доля казначейских обязательств - не более 2%, бумаг федеральных агентств - 9% (2004 г.).

У компаний имущественного страхования примерно по 20% активов помещено в муниципальные облигации и корпоративные облигации, 17% - в акции.

Инвестиционные компании (investment companies) превратились в США во вторую после пенсионных фондов группу инвесторов в ценные бумаги. Инвестиционные компании создаются исключительно с целью инвестирования в ценные бумаги, недвижимость, валюту. Средства для инвестирования мобилизуются путем выпуска собственных ценных бумаг, распро-

страняемых преимущественно среди широких слоев населения. Покупая акцию инвестиционной компании, мелкий инвестор как бы приобретает долю в диверсифицированном портфеле самых разнообразных финансовых активов, преимущественно ценных бумаг. Составить самостоятельно диверсифицированный портфель мелкий инвестор не может как в силу отсутствия необходимого объема свободных ресурсов, так и в связи с тем, что выбор ценных бумаг и управление их портфелем - сложный вид деятельности, требующий профессиональных знаний и навыков. В данном случае инвестор, по сути, доверяет свои средства профессиональному управляющему.

Среди нескольких видов инвестиционных компаний наиболее распространены так называемые *управленческие компании* (management companies).

Они, в свою очередь, делятся на:

- открытые инвестиционные компании (openend investment companies), или взаимные фонды (mutual funds),
- закрытые инвестиционные компании (closed-end investment companies),
- биржевые фонды (exchange-traded funds),
- паевые инвестиционные трасты (unit investment trust), (см. табл. 1.15)

Таблица 1.15

Активы и количество инвестиционных компаний США

Год	Взаимные фонды		Закрытые инвестиционные компании (закрытые фонды)		Биржевые фонды		Паевые инвестиционные трасты		Всего	
	Млрд. долл.	Шт.	Млрд. долл.	Шт.	Млрд. долл.	Шт.	Млрд. долл.	Шт.	Млрд. долл.	Шт.
1995	2811	5725	143	500	1	2	73	12979	3028	19206
1999	6846	7791	147	512	34	30	92	10414	7119	18747
2000	6965	8155	143	482	66	80	74	10072	7248	18789

2001	6975	8305	141	493	83	102	49	9295	7248	18195
2002	6390	8244	159	545	102	113	36	8303	6687	17205
2003	7414	8126	214	586	151	119	36	7233	7815	16064
2004	8107	8044	254	620	226	151	37	6485	8624	15300
2005	8905	7977	276	634	296	201	41	6019	9518	15308

Управленческая компания, в свою очередь, может быть *диверсифицированной и недиверсифицированной*.

Статус диверсифицированной компании предполагает инвестирование 75% активов таким образом, чтобы на долю одного эмитента приходилось не более 5% активов и чтобы компании не принадлежало более 10% голосующих акций одного эмитента.

Деятельность инвестиционных компаний регулируется Законом об инвестиционных компаниях 1940 г. Закон предусматривает минимальный размер активов для обоих типов инвестиционных компаний, составляющий 100000 долл., при этом открытые компании имеют право выпускать только обыкновенные акции, закрытые – также привилегированные акции и облигации.

Открытые инвестиционные компании постоянно выпускают свои акции, которые обязуются выкупать у своих акционеров по первому требованию исходя из чистой стоимости активов, приходящихся на одну акцию. Такие акции могут быть куплены только у компании и проданы ей же. Закрытые инвестиционные компании выпускают акции таким же путем, как и большинство корпораций, т. е. эмиссия носит разовый характер. Компания не обязана выкупать собственные акции, которые обращаются на биржевом (преимущественно) и внебиржевом рынках.

В зависимости от вида ценных бумаг, в которые вкладывают средства инвестиционные компании, последние принято делить на:

- компании, вкладывающие средства в акции молодых компаний (компаний роста),
- компании, вкладывающие в инструменты, приносящие высокий текущий доход, сбалансированные;
- фонды краткосрочных финансовых инструментов;
- специализированные фонды и т.п.

Институт инвестиционных компаний выделяет 33 типа компаний в зависимости от их портфелей.

Наибольшее распространение в США получили *взаимные фонды*, они абсолютно доминируют и по количеству, и по величине активов, хотя в некоторых областях преобладают закрытые инвестиционные компании (табл. 1.16, 1.17). В частности, в 1980-х - начале 1990-х годов наиболее динамично развивались так называемые страновые фонды, вкладывающие средства в ценные бумаги отдельных стран. Большинство из них - закрытые.

Таблица 1.16

Количество и активы взаимных фондов США на конец года

Тип фонда	Единица измерения	1970г.	1980г.	1990г.	1995г.	2000г.	2003г.	2004г.	2005г.
Всего количество		361	564	3081	5728	8171	8126	8044	7977
Фонды акций	Кол-во	38	277	1100	2140	4395	4601	4550	4586
Смешанные фонды	Кол-во		-	194	414	525	509	510	505
Фонды облигаций	Кол-во	-	-	1046	2177	2210	2043	2041	2015
Фонды денежного рынка	Кол-во	-	106	741	997	1041	973	943	871
Чистые активы	Млрд. долл.	48	135	1065	2812	6965	7414	8107	8905
Фонды акций	Млрд. долл.	45	44	240	1249	3962	3685	4384	4940
Смешанные фонды	Млрд. долл.	3	-	36	211	350	437	519	567
Фонды облигаций	Млрд. долл.		-	291	599	808	1241	1290	1357
Фонды денежного рынка	Млрд. долл.	-	77	499	753	1845	2051	1913	2041

Таблица 1.17

Количество и активы инвестиционных компаний закрытого типа (закрытых фондов) на конец года

Тип фонда	Ед. измерения	1995 г.	2000 г.	2003 г.	2004 г.	2005 г.
Всего количество		500	482	586	620	634
Фонды акций	Кол-во	141	123	130	157	191
Фонды облигаций	Кол-во	359	359	456	463	443
Чистые активы	Млрд. долл.	143	143	214	254	276
Фонды акций	Млрд. долл.	42	37	52	81	105
Фонды облигаций	Млрд. долл.	101	107	162	173	172

Взаимные фонды стремятся поддерживать стоимость одной акции на уровне 1 долл. Доход инвестора образуется за счет дивидендных выплат. Доходность обычно оказывается немного выше, чем прибыльность банковских вкладов. А режим инвестиций в акции этих фондов (высочайшая ликвидность и надежность) таков, что превращает их в альтернативу сберегательным вкладам в коммерческих банках. Именно этим объясняется успех подобных учреждений, быстро завоевавших значительную долю рынка краткосрочных сбережений.

С 1972 г. на американском рынке появились *взаимные фонды денежного рынка* (money market mutual funds) – открытые инвестиционные компании, вкладывающие средства в краткосрочные финансовые инструменты: казначейские векселя, коммерческие бумаги, депозитные сертификаты со сроком до погашения менее 90 дней. За прошедшие годы взаимные фонды денежного рынка превратились во вторую по значимости группу инвестиционных компаний после фондов, инвестирующих средства в акции

Инвесторы приобретают акции взаимных фондов либо непосредственно у управляющего, либо через брокерско-дилерскую компанию, банк, страховую компанию или у независимого агента.

Доходы взаимных фондов образуются за счет роста курсовой стоимости и дивидендов/процентов, полученных по находящимся у них в портфелях ценным бумагам. Размеры этих доходов колеблются из года в год. В 2004 г. доходы за счет первого источника составили 55 млрд. долл. (326 в 2000 г.), второго - 157 млрд. долл. (186 в 2000 г.).

К числу закрытых инвестиционных компаний относится большинство страновых фондов (country funds) - инвестиционных компаний, вкладывающих деньги в ценные бумаги какой-то одной страны. Рыночная цена акций страновых фондов тяготеет к чистой стоимости активов, хотя иногда наблюдаются очень большие отклонения. Акции продаются с премией или дисконтом по отношению к стоимости чистых активов, размер которых колеблется в диапазоне 10% в ту или иную сторону. В отдельные годы акции некоторых фондов продавались с премией, равной 150% к чистой стоимости активов (корейские фонды в конце 1980-х - начале 1990-х годов).

Существуют также региональные фонды: Asia Pacific Fund, Scandinavia Fund, New Asia Fund, Templeton Emerging Markets Fund и др. Большинство из них являются взаимными.

Инвестиционным компаниям в США принадлежит примерно 24% всех выпущенных американскими публичными корпорациями акций, 34% муниципальных облигаций, 10% корпоративных облигаций и облигаций казначейства и правительственных агентств, 35% коммерческих бумаг, т.е. они занимают видное место в инвестиционном процессе.

В дополнение к указанным двум типам учреждений коллективного инвестирования в США существуют также так называемые *паевые инвестиционные трасты* (unit investment trusts) и *биржевые фонды* (exchange-traded funds - ETFs).

Первые представляют собой фонды, портфель которых жестко зафиксирован в момент создания и не управляется. В отличие от прочих инвестиционных компаний *юнит-траст* создается на определенный срок. После его истечения инвесторы получают свою долю в портфеле. Как и акции взаим-

ных фондов, инструменты паевых инвестиционных трастов должны выкупаться ежедневно. В 2005 г. в США насчитывалось примерно 6 тыс. юнит-трастов с активами 41 млрд. долл.

Биржевой фонд может быть организован как взаимный или паевой инвестиционный траст. Бумаги биржевых фондов торгуются на фондовых биржах. Биржевой фонд - это, по сути, индексный фонд, чей портфель сформирован на базе корзины акций, повторяющей биржевой индекс. В отличие от обычного взаимного фонда, который может быть продан по цене, устанавливаемой в конце рабочего дня, акции биржевых фондов можно покупать и продавать в течение всей торговой сессии. Первые подобные фонды появились в 1993 г. на базе индекса S&P 500. За 1993-2005 гг. их численность выросла с 1 до 201, а активы достигли 296 млрд. долл. (примерно 6% общих активов индексных фондов).

90% активов взаимных фондов в США принадлежит физическим лицам, 10% - компаниям. В 2005 г. инвесторами во взаимные фонды являлись 91 млн. человек (54 млн. домохозяйств). Взаимным фондам принадлежало 25% акций листинговых корпораций США (по стоимости).

Все перечисленные инвестиционные компании находятся под жестким контролем государства в лице Комиссии по ценным бумагам и биржам.

Хедж-фонды (*hedge-funds*) представляют собой, по сути, те же инвестиционные компании (фонды), которые, однако, не подпадают под законодательство, регулирующее деятельность инвестиционных компаний. В федеральном законодательстве США само понятие «хедж-фонд» отсутствует. По сути дела, хедж-фонд – это закрытый клуб богатых инвесторов с минимальным порогом для вступления в размере от 100 тыс. до 5 млн. долл. (наиболее распространенный взнос – 1 млн. долл.).

Многие из них зарегистрированы в оффшорных зонах, дабы избежать налогов. Хедж-фонды представляют собой небольшую часть институциональных инвесторов, хотя они и демонстрировали самые высокие темпы роста в 1990-е годы - до 40% в год. Поскольку на них не распространяется тре-

бование раскрытия информации, точные данные об их количестве и активах отсутствуют. Та информация, которая доступна, поступает от самих фондов на добровольной основе, без аудиторского подтверждения. По некоторым оценкам, общее количество хедж-фондов в США в 1999 г. составляло 4150, активы – 225 млрд. долл.

Большая часть участников этих фондов - богатые индивидуумы (80% всех средств). В конце 1990-х все более заметную роль начинают играть и юридические лица.

Нередко хедж-фонды осуществляют очень рискованные операции с использованием заемных средств. Так, коэффициент «заемные средства/собственные средства» - leverage (ам.), gearing (англ.) - у американского фонда LTCM (Long Term Capital Management) в 1998 г. доходил до 25-30 (активы - 125, собственные средства - 5 млрд. долл.). При этом известно, что хедж-фонды для получения «эффекта рычага» чрезвычайно активно используют забалансовые операции (с фьючерсными и форвардными контрактами). С учетом последних левверидж у LTCM достигал 300.

Именно использование заемных средств и срочных сделок превращает хедж-фонды в заметных игроков на мировых рынках, которые в состоянии оказать сильное влияние на его функционирование.

2.1.2 Организаторы торговли

В США традиционно принято делить рынок ценных бумаг на:

- биржевой (stock exchanges)
- внебиржевой (OTC - over the counter market).

Еще их иногда называют первый и второй рынок.

В 2006 г. в США действовало 7 фондовых бирж, из которых Нью-Йоркская фондовая биржа (New York Stock Exchange - NYSE) и Американская фондовая биржа (American Stock Exchange - American Exchange) традиционно назывались основными (primary exchanges).

На региональных биржах осуществляется торговля главным обра-

зом акциями, имеющими листинг на основных биржах. В 1990-е годы наблюдалась активизация региональных бирж, которые немного увеличили свою долю на рынке акций.

Внебиржевой рынок акций до января 2006 г. был представлен в первую очередь системой NASDAQ - Автоматизированной системой котировки национальной ассоциации фондовых дилеров, хотя в данном случае, как отмечалось выше, в действительности NASDAQ - та же фондовая биржа, просто исторически она возникла из внебиржевого рынка.

В настоящее время внебиржевой рынок акций имеет электронный бюллетень OTC Bulletin Board, электронное издание компании Pink Sheets LLC «Розовые листы» и разнообразные автоматизированные системы торговли, разработанные самими инвестиционными институтами (proprietary trading systems), - Instinet, Lattice, Cantor Fitzgerald и др.

В 1990-е годы частные торговые системы демонстрировали феноменальные темпы роста оборота - до 60% за год. В конце 1990-х они вошли в архитектуру NASDAQ. Внебиржевой рынок облигаций представлен торговлей между финансовыми учреждениями.

Бесспорным лидером была и остается Нью-Йоркская фондовая биржа. Объем торговли акциями составлял здесь в 1998-2005 гг. от 30 до 56 млрд. долл. в день. Бум на рынке акций новых отраслей экономики привел к тому, что в 1999-2001 гг. обороты в NASDAQ превзошли объемы обращения NYSE (79 млрд. долл. в день в 2000 г.). Биржевой крах в секторе компаний «новой экономики» в 2000 г., а также наступление медвежьей фазы на рынке акций расставило все по своим местам, и в 2002-2005 гг. NYSE опять опережала NASDAQ по обороту.

Для Американской фондовой биржи и региональных бирж соответствующий показатель на несколько порядков меньше. Позиции отдельных организаторов в торговле акциями представлены в табл. 1.18.

Оборот торговли акциями в США, млрд. долл.

Наименование биржи	1990 г.	1995 г.	2000 г.	2003 г.	2005 г.
Нью-Йоркская фондовая биржа	1394	3078	11 217	10050	12814
NASDAQ	452	2398	19799	7068	8605
Американская фондовая биржа	65	105	915	682	608
Чикагская фондовая биржа	74	114	1038	448	-
Тихоокеанская фондовая биржа/Archipelago	53	94	248	1441	-
Филадельфийская фондовая биржа	41	59	165	116	-
Всего, включая прочие	2204	6088	34351	21 738	-

В торговле опционами первенство держат Чикагская биржа опционов (CBOE).

Что касается торговли долговыми инструментами, то в США это почти исключительно внебиржевые ценные бумаги (в отличие от европейских стран).

Государственные ценные бумаги хотя и имеют котировки на фондовых биржах, но практически не торгуются. Корпоративные облигации имеют листинг, но объемы торговли ими ничтожны по сравнению с объемами торговли внебиржевого рынка.

Нью-Йоркская фондовая биржа

Историю Нью-Йоркской фондовой биржи принято отсчитывать с мая 1792 г., когда 24 Нью-йоркских брокера подписали знаменитое «соглашение под платаном» (buttonwood agreement). В 1817 г. на базе этого соглашения появилась организация под названием New York Stock and Exchange Board (Нью-Йоркская палата по торговле акциями). В 1863 г. она сменила название на New York Stock Exchange, что в переводе на русский и звучит как «Нью-Йоркская фондовая биржа». Иногда NYSE называют «Большая палата» (Big Board). Исторические корни этого названия очевидны.

Свое современное здание на Уолл-стрит, 18 биржа получила в 1903 г.,

где и находится до сих пор.

Многие годы NYSE была организована как добровольная ассоциация. С 1972 г. по 2006 г. NYSE являлась некоммерческой корпорацией, находящейся в собственности своих членов. С 1953 г. количество членов NYSE оставалось неизменным - 1366. Для того чтобы стать членом биржи, необходимо было приобрести на ней место, цена которого колебалась в зависимости от спроса и предложения. За последние десятилетия максимальная цена места доходила до 4 млн. долл. в 2000 г., минимальная - 35 тыс. долл. в 1977 г. Места могли сдаваться в аренду. Примерно третья часть всех мест на бирже была арендована.

В марте 2005 г. руководство NYSE приступило к переговорам с AgсаЕх о слиянии, которое официально состоялось в марте 2006 г. С этого времени биржа стала называться NYSE Group. Ее организационно-правовое устройство теперь - открытое акционерное общество (public corporation), ее акции свободно продаются на рынке. Старые члены биржи получили по 3,5 млн. долл. за место, а торговать на бирже теперь имеют право профессиональные участники, покупающие на бирже лицензию сроком 1 год. Но при этом количество лицензий по-прежнему ограничено 1366.

1 июня 2006 г. руководство NYSE подписало соглашение с паневропейской биржей Euronext о слиянии и образовании первой глобальной биржи NYSE Euronext.

К торговле на NYSE допускаются только ценные бумаги, прошедшие листинг. Причем здесь нет так называемых ценных бумаг «второго» или «третьего» списка, что имеет место в Европе. Существуют единые требования для всех ценных бумаг, которыми можно торговать на NYSE. При этом требования листинга на NYSE самые жесткие как в США, так и в мире.

На NYSE торгуются акции, облигации, варранты, акции инвестиционных компаний. Оборот по облигациям очень невелик. Как отмечалось ранее, рынок облигаций в США в основном внебиржевой. Новыми инстру-

ментами, появившимися в 1990-е годы и приобретающими все большую популярность на бирже, являются акции биржевых фондов.

Чтобы акция была допущена к котировке, компания должна удовлетворять следующим требованиям:

1. Минимальное число акционеров, владеющих 100 акциями и более, - не менее 2 тыс.
2. Количество акций в публичном владении не менее 1,1 млн. шт.
3. Рыночная стоимость акций, находящихся в публичном владении, - не менее 100 млн. долл. (для компаний, проводящих IPO, - 60 млн. долл.).
4. Прибыль до выплаты налогов за последний год - не менее 2,5 млн. долл.; прибыль за два предыдущих года - 2,0 млн. долл. (или 4,5 млн. за последний год и просто наличие прибыли за два предшествующих года).

Для иностранных эмитентов количественные требования листинга выше. Отдельные правила листинга установлены для акций аффилированных компаний, инвестиционных фондов, варрантов и других ценных бумаг.

NYSE может исключить бумаги из листинга в случае, если сократится количество акционеров или акции потеряют ликвидность, снизится капитализация (ниже уровней, предусмотренных для поддержания листинга, а они иные - более низкие, чем требования при получении листинга). Кроме того, NYSE может исключить из листинга компанию, которая не предоставляет в полном объеме требуемую биржей информацию ей и инвесторам, если она испытывает финансовые трудности, снижается цена ее акций или значительно уменьшается оборот торговли.

В конце 2005 г. на NYSE имели листинг акции 2270 эмитентов (1818 американских и 452 иностранных, без учета акций инвестиционных компаний). На NYSE имеет листинг подавляющее большинство ведущих компаний США. Из 50 крупнейших 44 торгуются именно на NYSE.

Торговая система NASDAQ

Второй крупнейшей после NYSE торговой системой США является

NASDAQ (Автоматизированная система котировки Национальной ассоциации фондовых дилеров). Формально NASDAQ долгое время была внебиржевой торговой системой (OTC market), однако реально с 1980-х годов это вторая крупнейшая биржа Америки, на которой торгуются почти исключительно акции национальных и иностранных эмитентов (в форме АДР) плюс в последние годы бумаги биржевых фондов (ETFs). В январе 2006 г. Комиссия по ценным бумагам и биржам США предоставила NASDAQ лицензию фондовой биржи.

Это общенациональная компьютерная система, работу которой обеспечивают два вычислительных центра, расположенных в Трам-булле (Коннектикут) и Роквилле (Мэриленд). Основной административный офис находится в Вашингтоне. Пользователями системы являются тысячи брокерско-дилерских фирм (6800 рабочих станций) плюс десятки тысяч абонентов в 50 странах мира, получающих с ее помощью информацию о состоянии рынка акций, имеющих котировку в NASDAQ.

По количеству акций (в разные годы от 3 до 5 тыс. эмитентов), входящих в котировку NASDAQ, она занимает одно из первых мест в мире. Чтобы попасть в NASDAQ, надо удовлетворять ряду *требований листинга, не столь высоких, как на NYSE*.

Кроме того, у каждой акции должно быть, по крайней мере два (а по наиболее ликвидным - четыре) так называемых **маркет-мейкера** (market maker) - дилеров, берущих на себя обязательство котировать данную акцию, т.е. объявлять твердые цены покупки и продажи. В среднем на каждую акцию NASDAQ приходится 11 маркет-мейкеров. Общее их число составляет 530 (т.е. примерно 10% от общего числа членов NASD). Максимальное количество маркет-мейкеров не ограничено, по некоторым наиболее ликвидным акциям их насчитывается более 50.

Маркет-мейкер обязан постоянно выставлять двустороннюю котировку, причем количество акций должно быть не меньше 1000 (100 или 500 для акций малой капитализации).

Таким образом, в отличие от Нью-йоркской фондовой биржи, которая работает на принципах аукциона или механизма продвижения приказов (order-driven system), NASDAQ - дилерский рынок, основанный на продвижении котировок (quote-driven system) .

До появления NASDAQ внебиржевой рынок был чисто «телефонным» или существовал в форме «розовых листов» (Pink Sheets) - бюллетеня, в котором компании по ценным бумагам помещали котировки по бумагам, не имевшим листинга на бирже. Брокер, желавший выполнить поручение клиента на покупку той или иной ценной бумаги, не имевшей листинга на бирже, просто обзванивал нескольких маркет-мейкеров по данной бумаге и выбирал лучшую котировку. Или знакомился с котировками, представленными в «розовых листах», а затем также созванивался с дилером.

Появление в 1971 г. системы NASDAQ значительно упростило и ускорило поиск лучшей цены. Маркет-мейкеры вводят свои котировки в компьютер, что позволяет мгновенно оценивать ситуацию по той или иной ценной бумаге и выбирать лучшую котировку.

NASDAQ сначала не являлась автоматизированной системой торговли. Ознакомившись с котировками, брокер, получив заявку клиента, созванивался с маркет-мейкером и заключал с ним сделку. Однако в рамках NASDAQ с 1984 г. действует система SOES (Small Order Execution System), благодаря которой небольшие заявки (до 1000 акций) исполняются автоматически. Сведения об этих сделках также автоматически поступают в клиринговую палату — National Securities Clearing Corporation.

В связи с бурным развитием Интернета во второй половине 1990-х годов в торговлю акциями NASDAQ включились сотни тысяч мелких инвесторов, использующих преимущества автоматического исполнения с помощью компьютера. Крупные сделки заключаются по-прежнему традиционным способом по телефону.

В 1988 г. появилась система электронной подачи заявок и автоматического подтверждения сделки маркет-мейкерами (ранняя версия электронной

почты) - система Order Confirmation Transaction service (OCT), в 1990 г. переименованная в SelectNet.

В конце 2002 г. произошло новое усовершенствование системы исполнения и направления приказов. Новая система получила название SuperMontage. По сути, она объединяет системы SOES и SelectNet.

Значительная часть сделок, совершаемых в NASDAQ, - так называемые внутренние, т.е. сделки клиентов компании по ценным бумагам, совершенные для них последней в качестве маркет-мейкера. В этом случае факт купли-продажи акций отражается на внутренних счетах компании.

Традиционно считалось, что внебиржевой рынок - своеобразный инкубатор компаний. Достигнув определенной величины, они переходили на Нью-йоркскую фондовую биржу. Так, действительно, раньше и было. Однако в настоящее время престиж NASDAQ столь высок, что многие компании, имеющие здесь котировку, достигнув параметров, достаточных для получения листинга на NYSE, предпочитают оставаться в первой. Среди них такие известные компании, как Microsoft Corporation, Intel Corporation, Dell Inc. и др. (см. табл. 1.19).

Таблица 1.9

Крупнейшие компании NASDAQ по рыночной стоимости на 10 марта 2005 г.

Наименование компании	Капитализация, млрд. долл.	Наименование компании	Капитализация, млрд. долл.
Microsoft Corporation	276	Amgen Inc.	76
Intel Corporation	155	Oracle Corporation	69
Cisco Systems	121	Applied Materials Inc.	28
Dell Inc.	99	Sun Microsystems Inc.	15

В начале 2000 г. NASDAQ изменила свой юридический статус, превратившись в частную коммерческую корпорацию с выпуском акций по

открытой подписке (IPO). На протяжении ряда лет NASDAQ пыталась получить статус фондовой биржи (де-факто она, как уже отмечалось, и является биржей), однако по каким-то причинам Комиссия по ценным бумагам и биржам США отказывала в его предоставлении вплоть до января 2006 г.

2.1.3. Расчеты по сделкам. Депозитарно-клиринговая система

Данные о сделках, совершенных на NYSE, в NASDAQ и на Американской фондовой бирже, поступают в клиринговую палату - National Securities Clearing Corporation (NSCC). Это название корпорация носит с 1977 г., когда произошло объединение клиринговых учреждений трех названных торговых систем. На самой NYSE первая клиринговая палата была создана еще в 1892 г. Национальная клиринговая корпорация помимо определения взаимных обязательств участников торговых сделок выступает гарантом в случае отказа от платежа какого-либо из участников. Для этого у нее имеется специальный страховой клиринговый фонд, образуемый за счет взносов участников. Размер взноса зависит от объема совершаемых операций той или иной брокерско-дилерской фирмы.

После определения взаимных обязательств требуется осуществить поставку ценных бумаг и совершить платеж. Нормальный срок поставки в США составляет с июня 1995 г. 3 рабочих дня после дня совершения сделки (T+3). Начиная с нынешнего десятилетия, ведется работа по переходу на новый стандарт - T+1.

Поставка (трансферт) имеет два аспекта: 1) доставку правильно оформленных сертификатов и 2) регистрацию перехода прав собственности в книгах эмитента.

Сертификаты акций хранятся, как правило, в централизованном депозитории - Депозитарно-доверительной компании (Depository Trust Company). DTC выступает как огромный номинальный держатель акций крупнейших компаний.

В свою очередь, брокеры, держащие здесь счета, также выступают номи-

нальными держателями акций. Реальный их собственник - конкретный инвестор.

При хранении сертификатов у клиента в случае продажи акций он должен непосредственно подписывать сертификаты, что весьма неудобно для брокера. Какие-либо неточности или исправления делают сертификат нетрансферабельным.

Трансфер-агентом выступает обычно банк или доверительная компания. NYSE требует, чтобы трансфер-агент компаний, имеющих котировку на NYSE, находился в Нью-Йорке. Вся процедура значительно ускоряется и упрощается, когда сертификаты акций находятся в централизованном депозитории, каким является DTC, позволяющая избежать физического перемещения сертификатов акций. В сертификатах акций, хранящихся в DTC, в строке «Владелец» указано «Cede & Co.» Под этим названием как раз и действует DTC.

2.2. Особенности финансового рынка Великобритании

2.2.1. Структура финансовой системы и профессиональные участники рынка ценных бумаг

В финансовом секторе Великобритании (банковское, страховое дело, портфельное управление, торговля ценными бумагами и деривативами, венчурное финансирование) производится примерно 5% ВВП страны, в нем занято более 1 млн. человек. Еще 3-4% производится в смежных отраслях: учет и аудит, юридические услуги, консалтинг. Примерно треть занятых и производимого в этом секторе ВВП приходится на Лондон.

Англия занимает первое место в мире по положительному сальдо торговли финансовыми услугами (17 млрд. ф. ст. в 2004 г.).

Финансовые учреждения, расположенные в Лондоне (в первую очередь банки), по данным Банка международных расчетов, совершают треть всех валютных операций в мире (по стоимости) - более 500 млрд. долл. в день. На долю финансовых учреждений, базирующихся в Лондоне, приходится 60%

первичного рынка еврооблигаций и до 70% вторичного. В Лондоне находятся головные офисы 5 из 10 ведущих международных юридических фирм.

Лондон - *крупнейший в Европе центр инвестиционного банковского дела*. Общий доход от инвестиционных банковских операций в мире, согласно данным Freeman & Co., составлял в начале этого десятилетия 41-55 млрд. долл. (46 млрд. в 2004 г.). 54-60% доходов приходилось на США, примерно треть (28% в 2004 г.) на Европу (из которых на долю Великобритании – половина доходов). Большинство крупнейших инвестиционных банков мира либо базируются в Лондоне, либо имеют здесь подразделения. Услуги по слияниям и поглощениям в 2004 г. обеспечили треть доходов от инвестиционного банковского дела. Еще примерно по трети – услуги по андеррайтингу акций и облигаций.

На Лондонской фондовой бирже совершается приблизительно половина сделок с акциями за пределами национальных границ (44% в 2004 г.).

По величине депозитов банки Соединенного Королевства третьи в мире после США и Японии, при этом по объему трансграничного кредитования (20% мирового, 2004 г.) страна занимает первое место в мире. Общая величина активов - почти 5 трлн. ф. ст. (начало 2005 г.), из которых на долю иностранных банков приходилось более половины (56%).

Лондон является самым ликвидным спотовым рынком золота и серебра. Участниками этого рынка выступают примерно 60 банков и прочих финансовых компаний. Дважды в день члены Лондонской ассоциации по драгоценным металлам (London Bullion Market Association) участвуют в определении (фиксинге) цены золота и один раз в день – серебра.

По данным Банка международных расчетов, на финансовые учреждения, находящиеся в Англии, в 2004 г. приходилось 43% (36% в 2001 г.) внебиржевых сделок с деривативами (оборот 1500 млрд. долл. в день).

Наряду с США и Швейцарией Великобритания выступает в качестве крупнейшего центра управления средствами богатых зарубежных, клиентов. Под управлением банков, портфельных управляющих и компаний по ценным

бумагам (брокерско-дилерских фирм) в 2004 г. здесь находилось активов, принадлежащих иностранным инвесторам, на сумму 660 млрд. ф. ст. По этому показателю Великобритания уступает только США.

Лондон - крупнейший в Европе центр управления активами хедж-фондов. В конце 2004 г. примерно 3/4 из 256 млрд. долл. активов хедж-фондов европейского базирования (мировые активы 934 млрд.) управлялись из Великобритании, в основном из Лондона. Причем за 2002-2004 гг. их сумма более чем утроилась, достигнув, по данным EuroHedge, 190 млрд. долл.

Виды финансовых учреждений

Роль *Банка Англии* на рынке ценных бумаг традиционно была связана в первую очередь с регулированием и контролем рынка государственных облигаций (с недавнего времени эта функция передана Министерству финансов). Банк лицензировал маркет-мэйкеров по государственным ценным бумагам и следил за соблюдением ими требуемой структуры активов и пассивов. Однако Банк сохранил свою роль *крупнейшего участника вторичного рынка государственных ценных бумаг*, поскольку операции на открытом рынке являются одним из важнейших инструментов денежно-кредитной политики.

Банк по-прежнему является основным источником информации о банковском секторе и в значительной мере о рынке государственных ценных бумаг. Представители Банка Англии включены в состав многих профессиональных финансовых организаций.

Банковские учреждения включают коммерческие (commercial (trading) banks) и инвестиционные банки (investment banks).

Общее количество банков в Великобритании, которым разрешено осуществлять операции, приближается к 700, однако реальное их число составляет 342 (март 2005 г.) - это банки, физически представленные в стране.

Банковский сектор отличается высокой концентрацией. На четыре ведущих банка приходится около 40% всех банковских активов (или 80% активов исключительно английских банков).

Функции инвестиционных банков - услуги по слияниям и поглощениям, андеррайтинг ценных бумаг.

Лишь с 1960-х, а фактически в 1980-е годы XX в., английские коммерческие банки начинают учреждать дочерние компании, занимающиеся инвестиционным банковским делом, или приобретают уже существующие торговые банки или биржевые фирмы (компании по ценным бумагам).

В настоящее время многие коммерческие банки Великобритании входят в финансовые группы, в составе которых имеются и специализированные инвестиционные банки. При этом они зарегистрированы как отдельные банки. Они могут заниматься не только андеррайтингом и услугами по слияниям и поглощениям (вопросами корпоративных финансов), но и брокерским обслуживанием клиентов. Тем не менее эта операция в целом остается функцией специализированных брокерско-дилерских (брокерских) фирм (компаний по ценным бумагам).

Компании по ценным бумагам

Непосредственно торговлей ценными бумагами занимаются в первую очередь специализированные *брокерско-дилерские фирмы (компании по ценным бумагам)* (broker-dealers, stockbrokers). Об общем количестве подобных фирм можно судить по данным лицензий, предоставленных британским регулятором FSA (authorised by FSA). Более 1450 фирм заняты торговлей или консультированием в области ценных бумаг и деривативов. Примерно половина из них принадлежит английскому капиталу. Эти фирмы нередко являются дочерними компаниями английских и иностранных банков, хотя много среди них и самостоятельных компаний.

Большая часть (3,5 млн. из 4,1 млн.) клиентов брокерско-дилерских фирм, оказывающих услуги по хранению/управлению пакетами акций, - мелкие инвесторы, имеющие пакеты на сумму не более 6 тыс. ф. ст. Им принадлежало примерно 11% всех находящихся у брокеров активов. В то же время почти половина индивидуальных пакетов находилась в собственности 51 тыс. инве-

стором, имевших портфели свыше 500 тыс. ф. ст. (средний размер - 1.6 млн. ф. ст.).

Строительные общества (Building societies). Это так называемые «взаимные» институты, принадлежащие коллективно их вкладчикам и ссудополучателям. Наряду с розничными депозитно-ссудными операциями они специализируются на долгосрочном жилищном кредитовании под залог недвижимости - обычно жилого дома или квартиры. Некоторые крупные строительные общества предоставляют полный набор банковских услуг. Согласно данным Ассоциации строительных обществ (Building Societies Association), в Великобритании примерно 15 млн. человек имеют сберегательные счета в строительных обществах (примерно 21 млн. счетов) и более 2,5 млн. человек приобретают жилье с помощью кредитов строительных обществ.

Основные требования, предъявляемые к строительным обществам, заключаются в следующем: главная сфера деятельности - предоставление кредитов, обеспеченных собственностью в форме жилищной недвижимости, не меньше 75% кредитов должно быть обеспечено жилищной недвижимостью и не меньше 50% привлеченных ресурсов должны представлять собой депозиты, сделанные индивидуальными членами.

В мае 2004 г. в стране насчитывалось 63 строительных обществ (273 в 1980 г.) с активами более 205 млрд. ф. ст. и 2080 отделениями. Крупнейшее общество - Nationwide, с активами 101 млрд. ф. ст. в апреле 2004 г.

Дружественные общества (Friendly societies) традиционно являлись неинкорпорированными обществами индивидуумов, предоставлявших своим членам ограниченный набор финансовых и страховых услуг, например, помощь в случае болезни или потери работы.

По Закону о финансовых услугах и рынках 2000 г. (Financial Services and Markets Act 2000) с 1 декабря 2001 г. правительство отменило все ограничения на деятельность дружественных обществ. По состоянию на март 2004 г. в стране насчитывалось 2377 обществ.

В качестве инвесторов на английском фондовом рынке самые заметные позиции занимают компании страхования жизни и пенсионные фонды. По их общей величине страна занимала третье место в мире после США и Японии, при это Лондон выступает крупнейшим международным центром управления деньгами и ценными бумагами. По оценке International Financial Services, London (IFSL), в 2004 г. в управлении базирующихся в Англии финансовых институтов (пенсионные фонды, страховые компании и инвестиционные фонды) находились иностранные активы на сумму более 0,7 трлн. ф. ст. (1,3 трлн. долл.) (табл. 1.20).

На рынке ценных бумаг, особенно акций, в последние двадцать лет заметно возросла роль инвестиционных фондов как инвесторов. Основные виды инвестиционных фондов Великобритании - *юнит-трасты* (unit trusts) и *инвестиционные трасты* (investment trusts). В 1990-е годы появились *инвестиционные компании открытого типа* (open-ended investment companies). Последние были созданы для привлечения иностранных (прежде всего американских) инвесторов, для которых юридическая конструкция инвестиционной компании открытого типа (взаимного фонда) более привычна.

Таблица 1.20

Активы в управлении английских финансовых институтов
(декабрь 2004 г.; млрд ф. ст.)

Финансовые институ- ты	Английские кли- енты	Зарубежные клиенты	Всего
Институциональные фонды			
пенсионные фонды	787	295	1082
страховые компании	1066	54	1120
юнит-трасты	312	129	496
инвестиционные трасты (и откp. инвестиц. ком- пании)	55		
прочие	-	181	181
минус взаимные инве- стиции	-229	-	-229

Продолжение таблицы 1.20

Итого институциональные инвесторы	1991	530	2651
Средства индивидуальных инвесторов	250	60	310
Всего	2241	720	2961

По состоянию на декабрь 2004 г. в стране насчитывалось более 2400 юнит-трастов, инвестиционных трастов и инвестиционных компаний с общими активами более 367 млрд. ф. ст. На долю инвестиционных компаний открытого типа приходилось более трети всех активов инвестиционных фондов (против 8% в 1998 г.).

Функции управления активами указанных видов финансовых учреждений, выступающих в роли инвесторов, могут выполнять как они сами, так и профессиональные управляющие. Большая часть активов находится в управлении страховых компаний. Доля специализированных управляющих пенсионных фондов составляет 6% и неуклонно сокращается.

Отрасль характеризуется в целом высоким уровнем концентрации. На пять ведущих управляющих приходится 60% активов 30 крупнейших портфельных менеджеров. Крупнейшим управляющим Великобритании выступает Barclays Global Investors. Под ее управлением в конце 2003 г. во всем мире находились активы на сумму более 1000 млрд. ф.ст. (табл. 1.21). Следующими в списке стоят ведущая британская страховая компания Aviva Pic. и банк HSBC.

Таблица 1.21

Активы в управлении компаний Великобритании на конец 2003 г.

№ п/п	Управляющий	Активы, Млрд. ф.ст.	№ п/п	Управляющий	Активы, Млрд. ф.ст.
1	Barclays Global Investors	1070	9	Schroder Invest. Mgmt.	175
2	Aviva	429	10	Fidelity International	171

3	HSBC Holdings	385	11	Standard Investment Life	152
4	Amvescap	373	12	Henderson Global Investors	126
5	Prudential M&G	279	13	Insight Investment Mgmt.	125
6	Legal & General Invest. Mgmt.	243	14	Merrill Lynch Inv. Managers	118
7	Lloyds TSB Group	185	15	F&C Mgmt.	115
8	J.P. Morgan Fleming Asset Mgmt.	182			

По сравнению с другими странами в Великобритании значительно большая часть активов *пенсионных фондов* и *страховых компаний* помещена в акции (более двух третей), в то время как даже в США их доля меньше (в пенсионных фондах две трети, страховых компаниях - треть).

Юнит-траст (unit trust), или *паевой фонд*. Инвестор, вкладывая средства в юнит-траст, получает взамен свидетельство о внесении пая - юнита. Его цена определяется путем деления общей стоимости ценных бумаг, находящихся в портфеле юнит-траста, на количество выпущенных паев. При повышении спроса управляющие принимают решение о выпуске новых паев. Они могут также выкупаться у инвесторов и аннулироваться. Таким образом, английский юнит-траст напоминает инвестиционную компанию открытого типа (взаимный фонд) в США. Эти учреждения освобождены от уплаты налогов на прирост капитала, но при этом они обязаны распределять после выплаты вознаграждения управляющему все полученные доходы. Выплата доходов участникам осуществляется за вычетом подоходного налога (по базовой ставке).

Управление юнит-трастом осуществляется попечителями (доверенными лицами, доверителями, доверительными собственниками - trustees) и управляющими (менеджерами). Юнит-траст не является юридическим лицом (в отличие от американского взаимного фонда). Паи юнит-трастов представляют собой именные инструменты. Каждый траст ведет реестр пайщиков.

Инвестиционная компания открытого типа (open-ended investment company) аналогична юнит-трасту, но в отличие от него является юридическим лицом, выпускающим акции. Первые инвестиционные компании появились в Великобритании в 1997 г., а к 2002 г. их было уже около 800 с активами приблизительно 158 млрд. ф. ст.

В июне 2004 г. в стране насчитывалось 1925 юнит-трастов и открытых инвестиционных компаний с общими активами 250 млрд. долл. в управлении 124 управляющих компаний. Управляющие компании объединены в Ассоциацию инвестиционных управляющих – Investment Management Association (ИМА), созданную в феврале 2002 г.

Инвестиционный траст (investment trust). В отличие от юнит-траста не имеет права постоянно выпускать или выкупать собственные ценные бумаги. У него фиксированный уставный капитал, который может изменяться лишь время от времени в связи с принятием акционерами решения о его увеличении (аналог американской инвестиционной компании закрытого типа). Акции компаний подобного типа имеют котировку на фондовой бирже. Это обычные корпорации, зарегистрированные согласно Закону о компаниях со всеми вытекающими особенностями, характерными для управления корпорациями.

Великобритания (а фактически Лондон) - ведущий европейский центр управления активами **хедж-фондов**. В 2004 г., по оценке IFSL, в Лондоне находилось примерно 600 хедж-фондов. В их управлении находилось порядка 190 млрд. долл. активов (около 90% европейских хедж-фондов).

2.2.2. Организаторы торговли

Вторичный рынок акций Великобритании представлен практически Лондонской фондовой биржей (LSE). LSE - одна из трех ведущих бирж мира по торговле акциями и лидирующая в торговле акциями иностранных эмитентов. На ее долю приходится примерно 50% зарубежного биржевого оборота акций национальных эмитентов.

Первая биржа в Англии, на которой совершались сделки с государственными облигациями и немногими в то время акциями (Ост-Индской компании, Вест-Индской компании, Компании Гудзонова Залива, Банка Англии и др.), носила название Королевская биржа (Royal Exchange) и появилась еще в 1690-е годы. На бирже торговали преимущественно товарами.

В 1698 г. брокеры, торговавшие в помещении Королевской биржи ценными бумагами, были изгнаны за грубость и хулиганство и долгое время встречались для совершения сделок в кофейнях лондонского Сити.

В 1760 г. 150 лондонских брокеров, собравшись в кофейне Джонатана, организовали свой профессиональный клуб. В 1773 г. они арендовали для своих встреч специальное помещение. Этот год обычно и считают годом рождения Лондонской фондовой биржи. Во всяком случае, именно это здание было впервые названо фондовой биржей - Stock Exchange. Поначалу членство на бирже, как и в Амстердаме, не было ограничено. Любой желающий мог принять участие в торгах, заплатив за это 6 пенсов в день.

Помимо Лондона фондовые биржи возникли также в Ливерпуле (специализация на акциях страховых компаний и американских эмитентов), Манчестере (железные дороги и текстильные предприятия), Глазго (судостроение и металлургия), Кардиффе (добывающая промышленность) и других городах. В общей сложности в Великобритании действовало одно время около 20 фондовых бирж. Но, конечно, центральное место на фондовом рынке всегда занимал Лондон. Причем, если еще в конце XVIII в. мировым финансовым центром считался Амстердам, то с начала XIX в. Лондон вышел на первое место.

После Второй мировой войны происходила постепенная интеграция английских фондовых бирж, в результате чего все нелондонские биржи, включая биржу в Дублине (Ирландия), в конце концов превратились в региональные подразделения Лондонской фондовой биржи (1973 г.). Причем ввиду особенностей организации торговли сделки в торговом зале с конца 1986

г. здесь не совершаются. В декабре 1995 г. Дублинская фондовая биржа отделилась в самостоятельную Ирландскую фондовую биржу.

До ноября 1986 г. LSE по организационно-правовой форме была ассоциацией. С ноября 1986 г. LSE - частная компания (private limited company). Ее собственниками с 1986 по 2001 гг. являлись ее члены - брокерско-дилерские фирмы (компании по ценным бумагам), каждая из которых имела один голос.

С 2001 г. LSE - публичная компания. *Ее акции входят в листинг самой Лондонской биржи.* Таким образом, произошло разделение понятий «собственник биржи» и «член биржи». Собственники - акционеры, члены - компании, торгующие на бирже (более 300). Все члены биржи, как правило являются и ее акционерами.

Кульминацией процесса преобразований в английском финансовом секторе, в т.ч. на фондовом рынке, стала так называемая «большая встряска» (Big Bang). 27 октября 1986 г. В самом общем виде под «большой встряской» в Англии подразумевают реформу финансовой системы страны в 1986 г. На рынке ценных бумаг эти изменения выразились, прежде всего, в реформе LSE: отмене фиксированных комиссионных по сделкам с ценными бумагами на фондовой бирже, упразднении деления членов фондовой биржи на брокеров и джобберов (точнее, и тем и другим было разрешено выполнять одновременно и брокерские, и дилерские операции) и переходе к торговле на базе электронной системы SEAQ. Право голоса на бирже перешло от физических лиц к компаниям.

В октябре 1997 г. на LSE введена новая автоматизированная торговая система SETS, основанная на принципе ввода приказов (в отличие от SEAQ). Специалисты окрестили это событие «второй большой встряской». В рамках новой системы осуществляется торговля акциями крупнейших национальных эмитентов, т.е. на LSE стала использоваться одновременно и система ввода котировок (SEAQ при торговле акциями национальных эмитентов и SEAQ

International при торговле акциями иностранных эмитентов), и система ввода приказов (SETS), а также их разновидности.

Члены LSE делятся *на четыре группы*:

1. Наиболее многочисленная - *брокерско-дилерские фирмы* (broker-dealers). Основная их функция - исполнение поручений инвесторов на куплю-продажу ценных бумаг, хотя они совершают сделки и за собственный счет.

Некоторые фирмы выступают только в одном качестве - брокера или дилера.

2. Центральное место до введения системы SETS занимали *маркет-мейкеры* (market makers) - члены биржи, обязующиеся котировать определенные ценные бумаги в течение рабочего дня.

3. *Брокеры дилеров* (inter dealer brokers) выступают посредниками между маркет-мейкерами.

4. *Денежные брокеры фондовой биржи* (stock exchange money brokers) - члены биржи, имеющие право предоставлять займы денежные средства и ценные бумаги другим членам биржи.

Рынок акций LSE делится на два сегмента - **основной** (main, official) и **альтернативный** (Alternative Investment Market - AIM).

В основном сегменте торгуются бумаги эмитентов, отвечающих требованиям листинга. Это национальные и иностранные компании (1371 и 224 соответственно в конце 2004 г.).

Сегмент AIM был создан в 1995 г., его предшественником являлся рынок нелистинговых бумаг - Unlisted Securities Market (USM). С самого начала он предназначался для молодых, инновационных компаний. Во второй половине 1990-х годов в целом ряде европейских стран подобные рынки были созданы на биржах и получили название «новые рынки»

Прочие рынки акций

До середины 1990-х годов единственным рынком акций была Лондонская фондовая биржа. Со второй половины 1990-х здесь начинают появлять-

ся новые торговые системы. Некоторые получили статус биржи (Recognised Investment Exchange), в частности *Tradepoint*.

Tradepoint учреждена в сентябре 1995 г. Это электронная биржа, основанная на вводе приказов. В марте 1999 г. Tradepoint получила разрешение от Комиссии по ценным бумагам и биржам США (SEC) и стала первой иностранной фондовой биржей, функционирующей в этой стране.

В июне 2001 г. Tradepoint слилась со Швейцарской биржей, образовав биржу *Virt-X*. На ней торгуются акции крупнейших европейских эмитентов.

В 2001 г. появилась частная торговая система (созданная брокерско-дилерской фирмой J.P.Jenkins) - *OFEX*. Она предназначена для торговли ценными бумагами молодых компаний.

Для торговли ценными бумагами используются также электронные торговые системы, выполняющие, по сути, функции биржи, - *Jiway* и *Coredeal*.

Jiway действует с ноября 2000 г. и ориентирована на розничных (мелких) европейских брокеров. 60% капитала принадлежит шведской бирже OM (OM Gruppen) и 40% - Morgan Stanley.

Coredeal была разработана и используется с мая 2000 г. Международной ассоциацией фондовых дилеров (International Securities Market Association - ISMA) для торговли в основном международными облигациями (international bonds).

2.2.3. Урегулирование сделок. Депозитарно-клиринговая система

До июля 1994 г. основным способом урегулирования (улаживания) (settlement) сделок по акциям являлось урегулирование в расчетный день (за расчетный период) (account period).

При урегулировании в расчетный день исполнение «привязано» к специальным периодам, носящим название дилинговых (dealing account). Эти периоды составляли две недели и начинались с понедельника. Следующий понедельник носил название «расчетный день» (account day). Сделка, совер-

шенная в течение какого-либо расчетного периода, должна завершиться (быть урегулирована, улажена) в расчетный день следующего расчетного периода. Иными словами, сделка, совершенная на третий день расчетного периода - в среду, будет улажена через 19 календарных или 13 рабочих дней - в расчетный день (понедельник) следующего расчетного периода. И все остальные сделки этого расчетного периода будут также исполнены в этот же день.

С 18 июля 1994 г. LSE перешла на «*каждодневное исполнение*» (rolling settlement) по схеме T+10, с 26 июня 1995 г. был введен новый стандарт - T+5, а с начала 2001 г. действует стандарт T+3.

Центральным элементом системы урегулирования выступает *расчетно-депозитарная организация*. С 1979 г. до середины 1997 г. на Лондонской фондовой бирже процедура урегулирования расчетов осуществлялась с помощью биржевой расчетно-депозитарной системы *Talisman*.

В 1996 г. на бирже стала работать новая система под названием *CREST*, которая к середине 1997 г. заменила *Talisman*.

Система *CREST* находится в управлении неприбыльной компании *CRESTCo Ltd* (*Talisman* была внутрибиржевой системой), акционерами которой являлись в 2002 г. 97 (в момент создания - 70) банков, компаний по ценным бумагам и прочих финансовых учреждений, а также сама LSE. Ни один из акционеров не имел более 5% капитала. Пользователей системы (участников, которые могут посылать приказы) насчитывалось 274 (2003 г.).

Это одна из самых крупных расчётно-депозитарных систем в мире, через которую производилось до 300 тыс. сделок в день на сумму до 300 млрд. ф.ст. *CREST* - одна из немногих расчетно-депозитарных систем, в которых допускаются индивидуальные (лицевые счета) для физических лиц.

Урегулирование включает поставку проданных ценных бумаг и их оплату. Оплата производится через расчётный (платёжный) банк.

CREST не является депозитарием в классическом смысле, т.к. в системе непосредственно ценные бумаги не хранятся. Она предоставляет возможность

надежного хранения и совершения сделок с ценными бумагами в электронной дематериализованной форме. Тем не менее, система сохраняет также механизм, позволяющий работать с бумажными сертификатами. Плата за хранение ценных бумаг в CREST не взимается. За совершенную сделку берется вознаграждение в размере 55 пенсов (для крупных сделок 20 пенсов), для сделок с иностранными ценными бумагами – больше.

В сентябре 2002 г. CRESTCo объединилась с международной депозитарно-клиринговой системой Euroclear с целью образования паневропейской системы урегулирования расчетов по акциям и облигациям. Полностью объединенная единая депозитарно-клиринговая система с одной платформой должна быть создана к 2008 г. Таким образом, речь идет о создании крупнейшей не только в Европе, но, возможно, и в мире расчетно-депозитарной системы. Еще ранее в Euroclear влились депозитарии Парижской, Амстердамской и Брюссельской бирж.

Клиринг на Лондонской фондовой бирже производит независимая организация - LCH.Clearnet, образованная в декабре 2003 г. в результате слияния двух организаций: Лондонской расчетной палаты (London Clearing House - LCH) и Clearnet.

Основанная в 1888 г. крупнейшими английскими банками, Лондонская расчетная палата принадлежала им до 2003 г. и осуществляла клиринг на всех лондонских биржах, в т.ч. деривативных. LCH выступала как контрагент по всем сделкам, совершаемым ее членами – банками, компаниями по ценным бумагам, страховыми компаниями и пр.

В 2001 г. LCH и CRESTCo создали систему централизованного контрагента (a central counterparty - CCP) для электронной книги заявок (системы SETS). Сделки, совершенные в SETS, автоматически поступают в расчетную палату, а затем по результатам клиринга - в CREST.

В результате слияния с клиринговой организацией Clearnet, обслуживающей межнациональную биржу Euronext, образовалась **паневропейская клиринговая организация**, крупнейшая в Европе и уступающая по объему

операций с акциями только американской NSCC (National Securities Trading Association - *Национальная ассоциация торговли ценными бумагами*), а по совокупному объему операций не имеющая себе равных.

Тема 3. Формирующиеся финансовые рынки

Цель: Выявить особенности функционирования формирующихся региональных финансовых рынков.

Задачи:

1. Дать характеристику формирующихся фондовых рынков в разрезе стран.
2. Изучить участников рынка по странам.
3. Выявить роль институциональных инвесторов.
4. Изучить методы организации торговли и фиксации прав на ценные бумаги.

3.1. Фондовые рынки стран Восточной Европы

3.1.1. Финансовая система и профессиональные участники рынка

Польши

Как и в других странах, основу финансовой системы Польши составляют *банки*.

Польские банки выступают *самыми крупными профессиональными участниками фондового рынка*. С точки зрения регулирования они находятся под контролем Национального банка Польши и Комиссии по ценным бумагам и биржам.

Кроме банков с самого начала функционирования фондового рынка в Польше возникли небанковские *компании по ценным бумагам*, находившиеся под контролем регулятора рынка ценных бумаг – Комиссии по ценным бумагам и биржам.

В конце 2004 г. брокерскую лицензию в Польше имела 41 организация, из которых 33 - компании по ценным бумагам и 8 - банки (2 банка имели лицензию лишь на прием и исполнение приказов).

Сделки на публичном рынке без участия профессионального посредника в Польше запрещены. Для торговли на бирже или во внебиржевой торговой системе необходимо открыть брокерский счёт в банке или компании по ценным бумагам.

Среди прочих финансовых институтов, связанных с фондовым рынком, следует выделить *институциональных инвесторов* – пенсионные фонды, страховые компании и инвестиционные фонды.

Как и в других «формирующихся рынках», активы этих учреждений невелики по сравнению с банковскими.

Активы *пенсионных фондов* составляли в 2002 г. примерно 5 млрд. долл. и в 2004 г. 17 млрд. До 40% активов польские пенсионные фонды имеют право вкладывать в акции (реально доля не превышала 33% в 2004).

Самые большие активы среди институциональных инвесторов имеют *инвестиционные фонды*. Общее количество инвестиционных фондов открытого типа составляло в конце 2004 года 130 (открытого и закрытого – 154). Активы открытых фондов – 12 млрд. долл. (первое место среди стран ЦВЕ).

Нормативной базой деятельности инвестиционных фондов является Закон об инвестиционных фондах от 28 августа 1997 г. Согласно ему, инвестиционные фонды могут быть открытыми, специализированными открытыми, закрытыми, смешанными.

Управлять фондом может только компания, организованная как акционерное общество, получившее лицензию Комиссии по ценным бумагам и биржам. Стоимость чистых активов фонда не может быть меньше 2,5 млн. злотых.

Открытый инвестиционный фонд имеет право приобретать только ценные бумаги, торгуемые на организованном биржевом и внебиржевом рынках. Для закрытых объектом инвестиций могут выступать недвижимость, валюта, и они вправе заключать срочные сделки.

Открытые инвестиционные фонды организованы как акционерные общества, выпускающие акции. Закрытые инвестиционные фонды создаются на определенный период и выпускают инвестиционные сертификаты – предъявительские ценные бумаги, которые могут быть допущены к торговле на бирже.

Организаторы торговли. Варшавская фондовая биржа

Первая биржа в Варшаве открылась 12 мая 1817 г. Торговая сессия продолжалась с 12:00 до 13:00. В XIX в. на бирже торговались в основном облигации и другие долговые инструменты. Первые акции на бирже появились во второй половине XIX в. К концу 30-х годов XX в. в Польше насчитывалось, по разным данным, от пяти до семи фондовых бирж, однако более 90% всего оборота приходилось на Варшавскую биржу. В 1938 г. здесь торговалось 130 ценных бумаг – муниципальные, государственные и корпоративные облигации и акции. В связи с изменением социально-политического устройства Польши после войны биржа как институт рыночной экономики была упразднена.

В 1989 г. новое правительство Польши приступило к созданию основ рыночной экономики, в т.ч. рынка капиталов. В марте 1991 г. был принят Закон о торговле ценными бумагами, а в апреле Министерство финансов учредило *Варшавскую фондовую биржу* (Warsaw Stock Exchange - WSE). Одновременно была создана Комиссия по ценным бумагам и биржам с председателем, назначаемым премьер-министром.

Изначально WSE была создана в форме акционерного общества, все акции которого находились в руках государства (Министерства финансов). Позже 1,19% акций было продано членам биржи – банкам и брокерским фирмам. Всего в конце 2004 г. у биржи было 39 акционеров, включая компании по ценным бумагам, банки, листинговую компанию и главного собственника - Министерство финансов (Казначейство). В апреле 2004 г. польское правительство приняло решение приватизировать Варшавскую фондовую биржу, и первые шаги в этом направлении были сделаны в конце 2004 г.

Торговая система биржи и ее техническое обеспечение создавались при содействии французских специалистов Парижской биржи и депозитария SICOVAM. Поэтому с самого начала торговля была полностью автоматизирована. Технология торговли полностью «безбумажная». Как и во Франции, сертификаты акций отсутствуют. Все выпущенные акции депонируются в центральном депозитарии в форме глобального сертификата. Сделка, совершенная инвестором, отражается на счете обслуживающего его брокера (банка или компании по ценным бумагам). В депозитарии же находятся только счета брокерских компаний и банков.

Первоначально биржа располагалась в помещении, где в прошлом находился главный офис Польской объединенной рабочей партии. В 2000 г. она переехала в новый специально для нее построенный центр.

В апреле 1991 г. на бирже была проведена первая торговая сессия. Объектом торгов являлись акции пяти эмитентов. В конце 2004 г. здесь имели котировку акции 230 компаний и государственные облигации. Все листинговые компании отвечают требованиям, предъявляемым соответствующей директивой ЕС.

В 1991 г. торговая сессия проводилась один раз в неделю, затем каждый год их число возрастало на одну, пока в 1995 г. не составило пять.

Признанием высоких стандартов регулирования и надежности торговой системы биржи является тот факт, что она первой (октябрь 1994 г.) среди стран Центральной и Восточной Европы была принята в члены Международной федерации фондовых бирж (сейчас Мировая федерация бирж).

Акции торгуются на одном из трех рынков:

- основной - для крупных компаний;
- параллельный - для средних компаний;
- свободный - для мелких компаний с потенциалом роста.

Большая часть сделок с акциями на бирже совершается индивидуальными инвесторами. А их доля в обороте возросла с 39% в 1998 г. до 50% в 2000 г. В 2001 г. она сократилась до 37% и затем падала вплоть до 2003 г.

(29%) в связи с наступлением «бычьей» фазы на рынке. Лишь в 2004 г. доля индивидуальных инвесторов снова начала расти, достигнув 35%.

Доля внутренних инвесторов – юридических лиц в 2004 г. составила 32%, иностранных инвесторов - 33%.

До ноября 2000 г. все акции торговались в режиме онкольного (залпового) аукциона с фиксингом цены один раз в день, и лишь самые ликвидные - в режиме непрерывного двойного аукциона. Причем одни и те же акции могли торговаться и в том и в другом режиме. Сделки также могли совершаться и вне торговой сессии.

В ноябре 2000 г. на бирже была введена новая торговая система WAR-SET (также созданная с помощью французов и представляющая собой вариант NSC). Время торговли увеличилось и составляет промежуток 10:00-16:10. В зависимости от ликвидности та или иная акция может торговаться либо в режиме непрерывного двойного аукциона, либо онкольного с фиксингом два раза в день. Акции одной компании не могут торговаться одновременно в двух системах.

Крупные партии ценных бумаг могут торговаться вне торговой сессии (торговля блоками). Подобная сделка имеет место в том случае, если член биржи передает приказы на покупку и продажу на одно и то же количество ценных бумаг по единой цене. Крупной партией считается приказ на сумму более 300 000 злотых, или 1% от ценных бумаг, допущенных к торговле на бирже. Для ценных бумаг, допущенных к торговле, но не имеющих листинга, блок составляет по меньшей мере 5% ценных бумаг, допущенных к торговле.

Система урегулирования на WSE основана на принципе «поставка против платежа» при схеме T+3 по акциям (с 1993 г.) и T+2 по облигациям. Для покупки ценных бумаг инвестор должен открыть счет у члена биржи (компании по ценным бумагам или банка) брокерский счет. В свою очередь, каждый брокер обязан держать ценные бумаги в национальном депозитарии, а денежные средства в клиринговом банке. Процесс учета, регистрации и урегулирования полностью автоматизирован.

Урегулирование между инвестором и брокером производится независимо от урегулирования между брокерами. Это означает, что инвестор может воспользоваться своими ценными бумагами и деньгами, как только он выполнит обязательства перед брокером в установленный последний срок. Депозитарный и клиринговый банки производят урегулирование на третий день после сделки (по облигациям - на второй). Урегулирование при торговле блоками производится в срок, согласованный сторонами.

В создании национального депозитария помощь WSE оказали специалисты Централизованного депозитария Франции SICOVAM.

Сначала депозитарий структурно являлся подразделением биржи. С ноября 1994 г. он стал независимой организацией.

С января 1998 г. на WSE открылся новый сегмент рынка - рынок срочных сделок. Первым контрактом стал фьючерс на индекс WIG20. Впоследствии число инструментов росло, и к 2005 г. здесь торговали фьючерсами на индексы MIDWIG, на акции 10 компаний, двумя валютами - доллар и евро; опционами европейского стиля на индекс WIG20; варрантами европейского и американского стиля на акции, индексами и фьючерсными контрактами; индексными паями (MiniWIG20).

Количество заключаемых сделок и обороты невелики, за исключением фьючерсов на индекс WIG20 (количество сделок в 2004 г. перешагнуло за 1 млн.).

Кроме WSE акции (как и облигации) могут торговаться также на регулируемом внебиржевом рынке CeTO (MTS–CeTO). Оператором этой торговой системы выступает компания CTO SA. более 50% акций которой принадлежит WSE. Членами этой торговой системы выступают также банки и компании по ценным бумагам.

Акции торгуются здесь на «центральном» рынке и «универсальном» рынке. На центральный рынок допускаются акции при наличии маркет-мейкера и рыночной стоимости акций эмитента не менее 250 тыс. евро. В отличие от WSE внебиржевой рынок основан на вводе котировок. Заявки на

универсальном рынке представляют собой просто объявления о покупке-продаже. Система работает с понедельника по пятницу с 9 до 16 часов.

3.1.2. Профессиональные участники рынка Чехии

Банки и компании по ценным бумагам

Деятельность на рынке ценных бумаг в Чехии подлежит лицензированию, которое осуществляет *Комиссия по ценным бумагам*. С конца 1990-х годов в Чехии происходит процесс консолидации отрасли. В конце 2003 г. здесь действовал 71 профессиональный участник с лицензией на осуществление брокерской деятельности, из которых 50 являлись небанковскими организациями и 21 – *банками*. На долю банков приходится большая часть операций. Более 3000 человек имели лицензию профессионального посредника, более 1700 - брокера. Общее количество клиентов брокерских фирм (включая банки) составляло 217 000, из которых более 50 000 – активные клиенты, совершающие операции по меньшей мере раз в квартал. Общий объем клиентских активов составлял 675 млрд. крон (26 млрд. долл.), из которых более 100 млрд. - застрахованные активы.

По Закону о деятельности на рынке капиталов 2004 г. компания по ценным бумагам может быть организована только как акционерное общество с зарегистрированным офисом в Чехии и обладающее лицензией Комиссии по ценным бумагам. В лицензии указывается, какие основные и не основные виды профессиональной деятельности (исходя из перечня, данного в законе) компания может осуществлять. Этот перечень соответствует видам деятельности, зафиксированным в Директиве об инвестиционных услугах ЕС. Компания должна иметь в штате лицензированных брокеров, сдавших специальный экзамен. Аналогичные требования предъявляются к банкам, получающим брокерскую лицензию.

Деятельность *брокерских компаний* регулируется Законом о деятельности на рынке капиталов (Законом о ценных бумагах), Законом о комиссии по ценным бумагам и ее постановлениями.

Минимальный капитал небанковской брокерской компании составляет 5 млн. крон (около 200 тыс. долл.). В зависимости от объема и вида оказываемых услуг минимальный размер капитала может возрастать.

Требования, предъявляемые к брокерским компаниям в Чехии, соответствуют правилам, которые в настоящее время установлены для профессиональных участников в странах ЕС.

Еще одной категорией профессиональных участников в Чехии являются зарегистрированные *инвестиционные посредники*. Они имеют право передавать поручения банку, инвестиционной компании или брокерской компании и ни при каких обстоятельствах не могут принимать деньги или ценные бумаги от клиентов. Это физические лица, которые также подлежат лицензированию Комиссией.

С начала 2001 г. в Чехии функционирует специальный *гарантийный фонд*, созданный на средства брокерских компаний и банков.

Возмещение выплачивается в случае банкротства брокерской компании (на сумму до 90% активов клиента, но не более 20 тыс. евро). Система создана для физических лиц. Институциональные инвесторы исключены из системы страхования.

Надзор за деятельностью брокерских компаний и брокеров осуществляется Комиссией по ценным бумагам. Полномочия Комиссии позволяют ей налагать штраф до 20 млн. крон, отзываться или приостанавливать лицензию и в особых случаях объявлять брокерскую компанию банкротом.

В феврале 1998 г. введены в действие поправки к Закону о банках. В частности, были установлены границы участия банков в нефинансовых предприятиях, узаконены «китайские стены» в банках между подразделениями, выполняющими функции коммерческих и инвестиционных банков, и ужесточены требования к операциям с ценными бумагами, совершаемым как за собственный счет, так и по поручению клиентов.

Институты коллективного инвестирования

Основным методом приватизации в Чехии стала бесплатная (ваучерная) приватизация. В ней приняли участие 6,5 млн. граждан республики. Из них 70% приобрели паи или акции закрытых инвестиционных компаний или фондов (большая часть созданных в то время институтов коллективного инвестирования - паевые фонды). Институты коллективного инвестирования учреждались промышленными компаниями, физическими лицами, а также банками и страховыми компаниями (которые оставались на тот момент в государственной собственности или под контролем государства). В 1995 г. насчитывалось 546 инвестиционных фондов разного типа.

На первом этапе приватизации большая их часть представляла собой фонды закрытого типа, на втором значительная часть уже была открытыми паевыми фондами. Позже, в рамках реформы сектора, к 2002 г., закрытые фонды трансформировались в открытые.

На начальной стадии приватизации у фондов оказалось 72% ваучеров, 28%, соответственно, использовалось гражданами непосредственно для приобретения акций. На втором этапе пропорция составила 64 и 36%. При этом большая часть ваучеров «осела» в небольшом числе фондов, основанных банками.

Первоначально фонды имели право держать не более 20% акций компании, однако они быстро нашли пути обхода данного ограничения. Позже планка была снижена до 11%. Вскоре после завершения второй волны приватизации начался активный процесс торговли акциями и реформирования портфелей инвестиционных фондов, получивший название «третьей волны» приватизации. Многие фонды избавились от лишних пакетов, сосредоточившись на определенных компаниях. Большинство индивидуальных акционеров предпочли наличные акциям и также продали свои пакеты, что способствовало падению цен на рынке. По оценкам, вскоре после приватизации до трети физических лиц, приобретших акции в ходе этого процесса, продали их.

Инвестиционные компании в Чехии оказались более жизнеспособными учреждениями, чем чековые инвестиционные фонды в России, сосредоточив в своих руках 72% акций приватизированных предприятий. Под управлением четырех из них в 1995 г. находилась львиная доля активов. Из этой четверки три компании являлись аффилированными учреждениями крупнейших чешских банков. Тем не менее, и здесь имелись случаи мошенничества, расхищения имущества фондов, что в итоге заметно снизило доверие граждан к учреждениям коллективного инвестирования.

В Чехии небольшое число инвестиционных фондов, основанных банками, превратились фактически в холдинговые компании, которым во многих случаях принадлежали (и принадлежат) контрольные пакеты акций приватизированных предприятий. Банки как собственники этих холдинговых компаний, в конечном счете, попадали в ситуацию классического конфликта интересов, контролируя предприятия как собственники и одновременно предоставляя им кредиты. Тесная связь между инвестиционными фондами и банками, а также их превращение фактически в холдинговые компании породили возможности для сговора, инсайдерских сделок, причем в такой степени, что инвесторы стали настороженно относиться к этим финансовым посредникам.

В ходе приватизации появилось немало мелких инвестиционных компаний под управлением некомпетентных или даже недобросовестных лиц, представляющих угрозу для инвесторов.

В 1998 г. в Закон об инвестиционных компаниях и инвестиционных фондах были внесены поправки, направленные на устранение указанных недостатков. В частности, ограничивалась возможность приобретения крупных пакетов акций, вводился запрет на приобретение активов от аффилированных лиц фонда, усиливались контрольные функции депозитариев фондов. Поправки предусматривали также трансформацию инвестиционных фондов (закрытых) в паевые фонды (открытые).

Отрасль коллективных инвестиций относится к числу наиболее динамично развивающихся в Чехии. С конца 1990-х годов на чешский рынок стали приходить иностранные инвестиционные компании.

Коллективные инвесторы в Чехии в настоящее время представлены *инвестиционными компаниями и инвестиционными фондами*. И те и другие - акционерные общества. Разница заключается в том, что первые учреждают паевые фонды, которые не являются юридическими лицами, и управляют ими. По российской терминологии это управляющие компании паевых инвестиционных фондов. Паевые фонды выпускают паевые сертификаты (паи). Инвестиционный фонд является юридическим лицом и непосредственно выпускает сертификаты. Минимальный капитал инвестиционной компании составляет 20 млн. крон. Все активы паевых фондов хранятся в депозитарии, в качестве которого может выступать только банк, имеющий лицензию на право осуществлять депозитарные услуги.

Инвестиционная компания может выпускать неограниченное количество паевых сертификатов (открытый паевой фонд), которые она обязана выкупать у инвесторов не позднее одного месяца с момента подачи соответствующей заявки. Инвестиционная компания может также выпускать строго определенное количество сертификатов без обязательства их выкупа (закрытые паевые фонды). Максимальный срок таких фондов не должен превышать 10 лет. В 1998 г. начался активный процесс создания закрытых паевых фондов, однако к концу 2002 г. все они были трансформированы в открытые.

Инвестиционные фонды аналогичны паевым фондам, однако в отличие от последних они являются юридическими лицами - акционерными обществами, выпускающими акции.

Развитие инвестиционных фондов в Чехии говорит о том, что эти учреждения появились на ранней стадии развития рынка капиталов, это затруднило их превращение в жизнеспособных финансовых посредников. Неликвидные рынки не позволили им создать денежные потоки, необходимые для нормальной деятельности, а привлечение ресурсов от инвесторов оказалось

невозможным из-за глубокого недоверия к ним в связи с их во многих случаях нечестной деятельностью и информационной закрытостью.

Законодательство Чехии разрешает создание следующих видов фондов: денежного рынка (активы - только краткосрочные инструменты), облигаций, акций и смешанных.

Закон о коллективных инвестициях 2004 г. выделяет **стандартные и специальные фонды**.

Стандартный фонд может иметь форму только открытого паевого фонда. Это фонд, соответствующий Директиве ЕС об учреждениях коллективного инвестирования (UCITS). Ограничения на структуру активов фонда и методы ограничения рисков, связанных с инвестициями, изложены в указанном законе.

Специальный фонд не соответствует Директиве ЕС и может иметь любую форму (инвестиционного фонда, открытого и закрытого паевого фонда). Специальные фонды классифицируются исходя из активов, в которые они вкладывают деньги: ценные бумаги, рисковый капитал, недвижимость, деривативы, прочие фонды и др.

В Чехии стандартные фонды из стран ЕС (UCITS) также могут продавать свои бумаги. Для этого им нужно лишь проинформировать Комиссию о намерении размещать свои инструменты, предоставив копию лицензии, полученной в своей стране, учредительные документы, последний годовой отчет и т.п. Иностранному фонду UCITS имеет право также заключить соглашение с банком на территории республики, который от его имени будет продавать, выкупать его ценные бумаги и перечислять накопленные доходы.

По состоянию на конец 2003 г. в Чехии реально действовало четыре инвестиционных фонда и 15 инвестиционных компаний, которые управляли 66 паевыми фондами с активами 107 млрд. крон. Кроме того, 49 иностранных управляющих компаний управляли 723 паевыми фондами с активами (чешских инвесторов) 50 млрд. крон.

Пенсионные фонды. В дополнение к государственному пенсионному обеспечению в Чехии существует дополнительное частное. Почти все частные пенсионные фонды созданы ведущими иностранными и чешскими страховыми компаниями и банками. С середины 1990-х в отрасли происходила заметная консолидация, сопровождавшаяся значительным снижением числа пенсионных фондов. Основная нормативная база деятельности пенсионных фондов - Закон о дополнительном пенсионном обеспечении.

Пенсионный фонд должен быть организован как акционерное общество с зарегистрированным офисом в Чехии. Лицензия предоставляется Министерством финансов по согласованию с Министерством труда и социального развития и Комиссией по ценным бумагам. Минимальный размер уставного капитала - 50 млн. крон, который должен быть оплачен только деньгами. Закон регламентирует состав активов фондов. Надзор за деятельностью пенсионных фондов осуществляют Министерство финансов и Комиссия по ценным бумагам.

В конце 2003 г. на чешском рынке действовало 12 пенсионных фондов с активами 77 млрд. крон (3 млрд. долл.). Количество активных участников дополнительного пенсионного обеспечения составило 2661 тыс. человек.

Фондовая биржа

Первая биржа была основана в Праге в 1871 г. Биржа была универсальной. В первую очередь здесь торговали рядом сельскохозяйственных товаров, в частности зерном. Велась торговля и ценными бумагами. Пражская биржа оказалась весьма успешной в организации торговли сахаром. Она стала основным центром торговли этим товаром во всей Австро-Венгерской империи. После Первой мировой войны торговля товарами потеряла значение и на бирже торговали практически только ценными бумагами. После Второй мировой войны в связи со сменой в стране социально-экономического строя биржа прекратила существование.

В 1991 г. начались работы по возрождению фондовой биржи. В мае 1991 г. был образован специальный комитет по созданию Пражской фондовой биржи. В 1992 г. появилась ассоциация «*Пражская фондовая биржа*». После принятия в 1992 г. Закона о фондовой бирже Ассоциация была преобразована в акционерное общество (24 ноября 1992 г. оно было зарегистрировано в реестре компаний). А 6 апреля 1993 г. была проведена первая торговая сессия.

Пражская фондовая биржа (Burza cenných papírů Praha, a. s.) – и единственная биржа страны - организована в форме акционерного общества, принадлежащего его членам (банкам и компаниям по ценным бумагам). Нормативная база деятельности - Закон о фондовой бирже 1992 г. На первой торговой сессии, состоявшейся 6 апреля 1993 г., торги проводились по семи ценным бумагам. К концу 1995 г. сделки могли заключаться с 2000 акций.

Биржа создавалась с помощью специалистов Парижской биржи. Сначала система торговли была основана на онкольном (залповом) аукционном механизме. В 1998 г. был введен в эксплуатацию новый модуль, в основе которого лежал механизм продвижения котировок под названием SPAD. Через этот модуль проходит более 90% всех сделок на бирже. Начиная с 2003 г. на бирже введена система, позволяющая торговать через Интернет. В 2001 г. биржа была принята в члены Европейской федерации фондовых бирж (Federation of European Securities Exchanges - FESE).

ПФБ абсолютно доминирует как организатор торговли, в 2003 г. на ней заключалось около 100% всех сделок (по стоимости) с облигациями и около 98% - с акциями. В первой половине 90-х здесь совершалось лишь 3% сделок, и ПФБ значительно уступала системе RM (внебиржевой рынок).

Членом биржи может быть только юридическое лицо, имеющее лицензию на совершение брокерско-дилерских операций Комиссии по ценным бумагам с уставным капиталом не менее 10 млн. крон, или соответствующий профессиональный участник из стран ЕС. Это банки и компании по ценным бумагам (инвестиционные фирмы). Условием торговли на бирже является

открытие брокером счета депо в Фондовом центре и доступ к Клиринговому (расчетному) центру (напрямую или через клирингового члена) Чешского национального банка. В начале 2005 г. членами ПФБ являлись 24 организации, из которых 13 - банки.

ПФБ является электронной биржей, на которой сделки совершаются с помощью автоматизированной торговой системы. Почти весь оборот составляют бездокументарные ценные бумаги, но на бирже допускается и торговля ценными бумагами, имеющими сертификаты.

На бирже применяются три способа торговли:

- 1) торговля с использованием маркет-мейкеров (SPAD);
- 2) автоматическое исполнение заявок;
- 3) торговля блоками.

Система SPAD предполагает участие **маркет-мейкеров** - членов биржи, которые обязуются постоянно котировать определенные ценные бумаги.

Автоматическое исполнение заявок - классический вариант двойного аукциона. Сделки совершаются анонимно. Используется как онкольный, так и непрерывный двойной аукцион. Первый - при открытии, второй - в последующем. Урегулирование сделок в системе SPAD и при автоматических сделках гарантировано биржей (ее гарантийным фондом).

Блочные сделки - сделки с крупными пакетами, в которых хотя бы одна сторона является членом биржи. Они совершаются по ценам, отличающимся от складывающихся на бирже, но регистрируются в ее торговой системе. На них не распространяются гарантии биржи.

Рынок ПФБ состоит из трех сегментов: основной рынок, второй рынок и свободный рынок. В 1999 г. ПФБ разработала правила допуска молодых компаний на новый сегмент - «новый рынок», однако реально никаких компаний на нем не появилось. На основном рынке торгуются ценные бумаги крупнейших эмитентов (табл. 1.22).

Обобщающие показатели Пражской фондовой биржи

	1995г.	1997г.	2000г.	2001г.	2002г.	2003г.	2004г.	2005г.
Оборот, млрд. крон	195	680	1223	1987	1793	1368	1172	1574
Акции, млрд. крон	125	246	264	129	197	257	480	1041
Облигации, млрд. крон	70	433	959	1858	1596	1110	692	533
Количество бумаг на конец года								
Акции	-	320	151	102	79	65	55	39
Облигации	-	92	94	84	74	81	79	96
Капитализация акций, млрд. крон	479	496	443	340	478	644	976	1331
Капитализация акций, млрд. долл.	18,0	14,3	11,7	9,4	15,9	25,1	43,7	54,1
Индекс PX 50	425,9	495,3	478,5	394,6	460,7	659,1	1032,0	1473,0

Второй рынок предназначен для более мелких компаний, однако для них установлены и более жесткие требования по раскрытию информации, чем для компаний основного рынка. Комитет по листингу биржи решает, на какой рынок допустить того или иного эмитента. По правилам биржи эмитенты обязаны публиковать ежеквартальные отчеты, годовой отчет, информацию об общих собраниях и всех фактах, которые могут повлиять на цену их бумаг.

Большинство бумаг торгуется на свободном рынке. Для торговли на этом сегменте достаточно простой регистрации. Большую часть оборота на бирже составляют облигации, тем не менее, начиная с 2002 г. обозначилась тенденция роста доли акций.

Урегулирование биржевых сделок

Урегулирование по ценным бумагам осуществляет компания Univus, принадлежащая ПФБ. На основе информации Univus денежное урегулирова-

ние проводит Клиринговый (расчетный) центр Чешского национального банка.

Регистрация права собственности на бумаги зависит от того, в какой форме они выпущены. Документарные бумаги хранятся в депозитарии Unívus. Переход права собственности происходит путем записей по счетам депозитарного учета.

Собственники бездокументарных бумаг регистрируются в Фондовом центре. Закон гласит, что собственником бумаги является лицо, занесенное в реестр Фондового центра. Поэтому Unívus при проведении урегулирования должен при необходимости внести соответствующую запись в реестр.

Урегулирование всех сделок на фондовой бирже осуществляется на основе принципа «поставка против платежа».

Различают два типа членов биржи: клиринговые члены (банковские учреждения) и прочие. Только клиринговые члены имеют счет в Клиринговом центре. Если сделки совершены посредством банков, урегулирование производится непосредственно через их счет. Для урегулирования сделок неклиринговых членов последние должны иметь соглашения с клиринговыми членами.

Unívus также обеспечивает урегулирование внебиржевых сделок, выполняет услуги по хранению и администрированию ценных бумаг, а также администрирование Гарантийного фонда.

Урегулирование сделок SPAD и аукционных сделок осуществляется по схеме T+3, блочных - от 1 до 15 дней.

Внебиржевой рынок Чехии представлен в первую очередь так называемой системой RM (RM-System). Это акционерное общество, функционирующее с 1993 г. в качестве организатора торговли. Любое физическое лицо, включая иностранцев, имеет возможность напрямую торговать акциями чешских предприятий в этой системе без использования услуг брокеров. Для этого необходимо лишь зарегистрироваться и открыть счет в самой системе, а также счет депо в Фондовом центре. За сделки купли-продажи общество

взимает комиссионные. В RM торгуют только бездокументарными ценными бумагами.

Система RM представляет собой электронный аукционный рынок (непрерывный двойной аукцион). Сделки, совершаемые здесь, улаживаются в течение секунд. Допустимый спрэд (т. е. минимальная и максимальная цены) устанавливается для каждой бумаги ежедневно. Урегулирование осуществляется на основе принципа «поставка против платежа». В системе регистрируются также так называемые прямые сделки, т.е. сделки между контрагентами, которые заранее договорились об условиях транзакции. Это, однако, сделки, совершенные вне системы, т.е. вне публичного рынка. Здесь нет каких-либо ограничений на величину спрэда.

Урегулирование гарантировано системой, которая на этапе подачи приказов проверяет возможность их исполнения. В Фондовом центре проверяется наличие ценных бумаг, по счетам в системе RM - наличие денег (чешских крон). Урегулирование проводится по схеме T+0.

Заявка может подаваться в форме бумажного документа, на машинных носителях или непосредственно через терминал компьютера.

Третий способ торговли в Чехии - внебиржевой с непосредственным обращением в Фондовый центр. Таким способом обычно приобретаются крупные пакеты акций.

По оценкам, еще в середине 1990-х годов на биржевую торговлю приходилось всего 3% оборота по акциям, 7% - на систему RM, а остальные 90% - на внебиржевой оборот. Однако к концу десятилетия, как отмечалось выше, ситуация кардинально изменилась.

Сделки, осуществленные минуя ПФБ или систему RM, считаются совершенными вне публичного рынка. Подобные сделки улаживаются либо в Univus (большая часть), либо в Фондовом центре (не более 1%).

3.1.3. Финансовая система Венгрии и профессиональные посредники на рынке ценных бумаг

Финансовая система Венгрии представлена следующими видами учреждений (2004 г.):

- Центральный банк - Национальный банк Венгрии;
- 31 банк;
- 8 специализированных кредитно-финансовых учреждений (Венгерский экспортно-импортный банк, Национальный депозитарий KELER и др.);
- 111 финансовых компаний (лизинговые, факторинговые, потребительского кредита и пр.);
- 183 (2002 г.) сберегательных кооператива;
- 189 (2002 г.) кредитных кооперативов;
- 166 пенсионных фондов (частные пенсионные фонды, фонды добровольного пенсионного обеспечения, фонды страхования здоровья);
- 30 страховых компаний (7 страхования жизни, 10 - имущественного страхования, 13 - смешанные);
- 21 компания по ценным бумагам (инвестиционные фирмы);
- 28 инвестиционных управляющих (портфельных управляющих).

Структура активов финансового сектора типична для континентальных европейских стран и стран с переходной экономикой и характеризуется абсолютным доминированием банков (табл. 1.23).

Таблица 1.23

Распределение активов финансовых институтов Венгрии (начало 2004 г.)

Финансовые институты	Активы, млрд. форинтов	Активы, %
Центральный банк	3711	16,1
Кредитные институты	14969	64,9
Страховые компании и пенсионные фонды	2197	9,5

Прочие	2180	9,45
Всего	23057	100

Инвестиционные услуги могут оказывать как специализированные фирмы (компании по ценным бумагам), так и банки (с 1999 г.).

Компании по ценным бумагам

Инвестиционные фирмы (компании по ценным бумагам) существуют трех видов: инвестиционные компании, брокеры и комиссионные агенты. Для первых минимальный капитал установлен в 1 млрд. форинтов, для вторых - 200 млн., третьих - 50 млн.

Инвестиционные компании могут выполнять все виды операций на рынке, только они имеют право заниматься андеррайтингом и предоставлять инвестиционный кредит.

Брокеры могут торговать по поручению клиентов и за собственный счет, но не вправе заниматься андеррайтингом и предоставлением инвестиционного кредита.

Комиссионным агентам разрешено только выполнение поручений инвесторов.

Индивидуальный трейдер имеет право совершать за собственный счет сделки с фьючерсами и опционами. Лицензия для трейдера – физического лица не нужна (впрочем, на бирже таковых просто нет).

Вплоть до конца 1998 г. брокерские и дилерские операции с ценными бумагами могли совершать только компании, организованные в форме общества с ограниченной ответственностью или акционерного общества. Подобная деятельность должна была являться исключительной. В начале 1994 г. лицензию брокера/дилера имели примерно 70 компаний, большая часть из них находилась под контролем иностранных финансовых учреждений, в основном из стран ЕС. Банки не могли непосредственно заниматься торговлей ценными бумагами, однако они имели право учреждать дочерние компании

по ценным бумагам. Они также имели право заниматься андеррайтингом ценных бумаг. В результате внесенных в 1998 г. поправок в Закон о ценных бумагах **банкам** было разрешено совершать **операции с ценными бумагами**.

После того как банкам было предоставлено право самостоятельно оказывать инвестиционные услуги, количество компаний по ценным бумагам заметно сократилось, поскольку банки включили дочерние брокерские фирмы в свою структуру. Доля банков на рынке инвестиционных услуг постоянно растет. В марте 2004 г. в Венгрии оставалось лишь три компании по ценным бумагам, принадлежащие банкам.

Инвестиционные фонды. В начале 1992 г. в Венгрии был принят Закон об инвестиционных фондах. Они могут управляться только юридическими лицами в форме обществ с ограниченной ответственностью или акционерными обществами.

В конце 2004 г. активы 148 инвестиционных фондов находились под управлением 23 управляющих компаний. Из них более 100 были зарегистрированы как публичные фонды, вкладывающие средства в ценные бумаги, остальные - как публичные фонды недвижимости и частные фонды (привлекающие средства ограниченного круга лиц). Большая часть фондов (по количеству и активам) находится во владении банков и страховых компаний.

Большая часть фондов приходится на фонды облигаций национальных эмитентов (51% в марте 2004 г.), на втором месте - фонды денежного рынка (25%), остальное принадлежит примерно поровну фондам акций, фондам недвижимости и фондам иностранных ценных бумаг.

Если рассмотреть общую структуру активов всех венгерских фондов, то в 2004 г. более $\frac{3}{4}$ пришлось на государственные и частные облигации, на акции - менее 10%.

В конце 2004 г. размер активов венгерских инвестиционных фондов составил 1067 млрд. форинтов (5,9 млрд. долл.).

Закон о рынке капиталов (Трт.) выделяет публичные и частные, открытые и закрытые инвестиционные фонды. Существовавшее прежде требование

– инвестировать часть активов в государственные ценные бумаги – было отменено, однако для поддержания постоянной кредитоспособности открытых фондов для них установлены определенные правила, обеспечивающие высокий уровень ликвидности. Предусмотрено создание индексных фондов и фондов, инвестирующих средства в инструменты срочного рынка. Для них действуют особые правила, отличные от традиционных фондов.

Фонды, отвечающие требованиям соответствующих директив ЕС об институтах коллективного инвестирования (UCITS), имеют статус европейского инвестиционного фонда. Инструменты этих фондов могут свободно продаваться в любой стране ЕС.

Пенсионные фонды. По величине активов пенсионные фонды Венгрии превышают инвестиционные фонды (1316 млрд. ф., или 7,3 млрд. долл., в 2004 г.), при этом в первой половине нынешнего десятилетия по темпам роста они опережали последние, увеличившись за 2002-2004 гг. втрое.

Пенсионные фонды делятся на две категории: частные фонды с обязательными отчислениями и частные фонды с добровольными отчислениями. Первыми в 2004 г. было охвачено 2,4 млн. человек, вторыми - 1,25 млн. Структура активов обеих категорий весьма близка: $\frac{3}{4}$ составляют облигации.

Будапештская фондовая биржа

В 1864 г. в Пеште (в настоящее время одна из частей Будапешта) указом Императора Австрии Франца Иосифа I была учреждена Товарно-фондовая биржа. К концу столетия Будапештская биржа превратилась в заметного участника европейского финансового рынка. В период мирового экономического кризиса 1929-1933 гг. биржа была вынуждена закрыться (с лета 1931 г. по осень 1932 г.). Несколько десятилетий в период директивной экономики биржи, естественно, не существовало.

Среди стран Восточной Европы Венгрия первой приступила к рыночным преобразованиям, что отразилось и на темпах создания фондового рынка. В декабре 1987 г. 22 венгерских банка заключили соглашение о торговле

ценными бумагами. В марте 1990 г. вступил в силу Закон о ценных бумагах, заложивший юридическую базу для создания фондовой биржи. В июне 1990 г. 42 банками и брокерскими фирмами основана *Будапештская фондовая биржа*. Первой листинговой бумагой стала акция компании IBUSZ. В декабре 1991 г. был произведен листинг первой государственной облигации, в декабре 1992 г. - компенсационных нот.

Членами биржи являются специализированные компании и банки (табл. 1.24). В конце 2003 г. в секции акций насчитывалось 27 членов, в секции процентных бумаг - 18 и в секции производных – 21. В 2002 г. доля банков и компаний по ценным бумагам в торговле акциями и облигациями на бирже была примерно равной при тенденции повышения доли банков. Большая часть институтов - иностранные компании и банки (в частности, австрийские Erste Bank, Raffeisen Bank, голландский ING, немецкие HVB, Deutsche Bank, французский BNP-Paribas, американский Citibank). Центральный банк как член биржи проводит через нее операции на открытом рынке.

Закон о рынке капитала (Trpt.) определяет биржу как акционерное общество. Законом установлен минимальный капитал для товарной биржи 150 млн. ф., фондовой - 500 млн. ф.

В марте 1998 г. произошла демьючиализация биржи - ее членами получили право становиться несобственниками, т. е. понятия «собственник» и «участник торговли» были разъединены.

В июле 2002 г. БФБ была преобразована в акционерное общество.

С июня 1999 г. БФБ является ассоциированным членом Европейской федерации фондовых бирж (FESE), а с октября 2001 г. - полным членом Мировой федерации бирж (в прошлом - Международной федерации фондовых бирж).

Вплоть до 1993 г. на БФБ большая часть оборота приходилась на государственные ценные бумаги. В дальнейшем происходил опережающий рост оборота торговли акциями, и в 2003 г. доля акций в обороте кассового рынка составила 83%.

Члены БФБ и виды котируемых ценных бумаг (конец года)

	1995г.	2000 г.	2003 г.	2005 г.
Количество членов	55	42	33	31
из них компании по ценным бумагам	55	36	17	14
Банки	1	6	16	-
Акции	42	60	53	47
Корпоративные облигации	3	7	13	13
Ипотечные облигации	-	-	27	47
Государственные облигации	34	29	24	24
Казначейские векселя	50	10	10	10
Инвестиционные фонды	36	3	5	-
Компенсационные ноты	1	1	1	1

Торговля на бирже ведется двумя типами ценных бумаг: листинговыми и торгуемыми (фактически основной и второй список). Листинг на БФБ может быть получен после одобрения со стороны регулятора.

Для акций предусмотрен листинг двух уровней: А и Б. Уровень А предусматривает рыночную стоимость не менее 2,5 млрд. форинтов, 25% акций в публичном владении, не менее 100 акционеров. Акции этого уровня листинга должны быть только именными.

С самого открытия торговые сессии на бирже проводятся каждый рабочий день, на протяжении ряда лет, с 10:30 до 13:00. До сентября 1991 г. торги проходили в режиме простого аукциона «с голоса». Затем часть сделок совершалась в традиционном режиме «с голоса», а часть проходила через электронную книгу заказов. С марта 1995 г. по большинству ценных бумаг торговля уже велась в автоматизированном режиме, при котором компьютер самостоятельно исполнял сделки на основании заложенного в него алгоритма.

В ноябре 1998 г. БФБ запустила новую торговую систему кассового рынка (MMTS). Система голосовых аукционов в зале прекратилась полностью, уступив место электронной торговле.

Торговая система БФБ (MMTS I-II) позволяет совершать сделки как через централизованную книгу заявок, в которой информация доступна для всех инвесторов, так и непосредственно между двумя конкретными участниками (адресные сделки). Аукционный механизм дополняется дилерским рынком, на котором по некоторым бумагам (государственные облигации и некоторые корпоративные) назначаются маркет-мэйкеры, обязанные постоянно выставлять двусторонние котировки.

Отдельный модуль представляет система для торговли крупными пакетами (блоками) ценных бумаг. Обычно она используется для торговли государственными и ипотечными облигациями.

В октябре 2001 г. было введено программное обеспечение, позволяющее торговать на бирже с помощью Интернета.

Функции *расчетно-клиринговой палаты* выполняет Центральная клиринговая палата и депозитарий (KELER). Это учреждение образовано совместно фондовой биржей (25% капитала), Национальным банком и Товарной биржей в октябре 1993 г. Все ценные бумаги находятся только в открытом хранении (т.е. не могут различаться по индивидуальным признакам - по номеру).

В августе 2003 г. БФБ обеспечила доступ к автоматизированной торговой системе Немецкой биржи Xetra.

Урегулирование расчетов с ноября 2002 г. производится по схеме T+3 (ранее T+5) для акций и T+2 - для облигаций после многостороннего клиринга. Урегулирование по ценным бумагам производится всегда по счетам KELER, по денежным расчетам - по счетам KELER для компаний по ценным бумагам и центрального банка (Национального банка Венгрии) - для банков.

В марте 1995 г. на бирже началась торговля фьючерсными контрактами (базовые активы: индекс BUX, трехмесячные казначейские векселя, доллар США и немецкая марка). В феврале 2000 г. срочная секция пополнилась опционными контрактами. В сентябре 1999 г. фьючерсный рынок полностью перешел на электронную торговлю.

После слияния в 2005 г. с Будапештской товарной биржей на БФБ торгуют срочными контрактами (табл. 1.25), базовыми активами которых выступают также товары.

Таблица 1.25

Количество торгуемых срочных контрактов на БФБ в 2004 г.

Контракты	Кол-во
Фьючерсы	64
на валюту	28
на процентные ставки	6
на акции и фондовые индексы	30
Опционы	6
на валюту	2
на акции и фондовые индексы	4

Помимо Будапештской фондовой биржи, в стране ведется активная внебиржевая торговля как листинговыми акциями, так и ценными бумагами, не удовлетворяющими требованиям листинга. По данным венгерского регулятора, в целом внебиржевой кассовый рынок Венгрии в начале десятилетия значительно превышал биржевой. В 2002 г. на внебиржевом рынке было совершено 87% всех кассовых сделок с акциями и облигациями.

3.2. Особенности фондовых рынков стран Балтии

3.2.1 Специфика фондового рынка Латвии

Латвийский рынок акций является самым маленьким по величине в странах Балтии - его капитализация не превышает 1 млрд. долларов. 18 мая 1993 г. был принят Закон об акционерных обществах, определивший формирование и развитие корпоративного сектора экономики страны. Спустя два года 23 августа 1995г. был принят основной законодательный акт, регулирующий фондовый рынок и операции с ценными бумагами - Закон о ценных бумагах. В декабре 1993г крупнейшими банками и брокерскими компаниями страны была основана Рижская фондовая биржа (Riga Stock Exchange). Первая торговая сессия состоялась 25 июля 1995г. С образованием в Централь-

ного латвийского депозитария завершилось формирование основных элементов инфраструктуры рынка акций страны. В соответствии с Законом Латвии "О ценных бумагах" учредителями депозитария являются Рижская фондовая биржа (27,3%), Приватизационное агентство (18,92%), коммерческие банки (54,05%). Центральный депозитарий открывает счета депо эмитентам ЦБ и депозитариям второго уровня.

С этого времени наблюдается и быстрый рост числа специалистов на рынке ценных бумаг.

Ведущую роль среди посредников на рынке акций Латвии играют банки. Это предположение находит подтверждение в статистике Рижской фондовой биржи - на банки пришлось более 90% всего объема торгов.

Формирование рынка акций Латвии во многом определялось темпами проведения приватизации государственной собственности. Согласно данным Латвийского приватизационного агентства, к середине 1998 года 95% ранее государственных предприятий было приватизировано. После этого происходит последовательное сокращение, как объемов эмиссии акций, так и доли акций приватизированных предприятий. Таким образом, 1998г стал годом не только с максимальным объемом выпуска акций, но и с максимальным числом зарегистрированных эмиссий акций. В 2000 году доля акций, зарегистрированных в соответствии с правилами приватизации государственных предприятий была уже менее 50% общего объема эмиссий акций за год.

Влияние приватизационного процесса на фондовый рынок не ограничилось появлением большого объема ценных бумаг в результате проведенной *корпоратизации*. В результате массовой приватизации с использованием приватизационных ценных бумаг более 100 тыс. человек (4.5% населения страны) стали владельцами акций. Рижская фондовая биржа также оказала значительное содействие программе массовой приватизации – она была выбрана в качестве организатора проведения аукционов по публичному размещению. Почти все листинговые компании Рижской фондовой биржи – приватизированные предприятия.

При этом стоит отметить появление иностранных компаний в листинге Рижской фондовой биржи. Первым в апреле 1998г в листинг биржи был включен эстонский Hansapank. И хотя объем торгов по его акциям был очень незначительным и через два года компания покинула биржу, сам факт появления иностранной компании является примечательным.

В настоящее время биржей владеет шведско-финская компания OMX, которая также владеет и управляет фондовой биржей Хельсинки и Стокгольмской фондовой биржей.

Происходит также процесс концентрации капитализации и объема торгов на акциях Официального листа биржи.

Если рассмотреть капитализацию биржевого рынка по отраслям экономики, то около 61% приходится на транспорт (в частности транспортировка нефти - Ventspils nafta и газа - Latvijas gaze), 28% - банковская деятельность и страхование, 8% - промышленность.

Российский кризис 1998 года затормозил развитие латвийского рынка капитала (падение Dow Jones Riga Stock Exchange Index составило 72%), но капитализация выросла на 50 млн. долларов. Свою роль в сохранении капитализации рынка акций оказали выше упомянутые программы приватизации.

Тем не менее на биржу приходится лишь около 1/3 всей торговли акциями, остальные сделки совершаются на внебиржевом рынке. При этом около 70% операций с акциями совершается по требованию клиентов компаний, т.е. являются брокерскими услугами и только 30% - дилерскими.

Если рассмотреть структуру владения акциями латвийских предприятий, то обращает на себя внимание *значительная доля нерезидентов*. Таким образом наблюдается ситуация, идентичная изменению доли частных инвесторов в Эстонии - резкое снижение их доли на рынке в последнее время, что можно объяснить как проведенными процессами приватизации крупных пакетов акций, так и естественным процессом консолидации крупных пакетов в руках стратегических инвесторов.

В соответствии с принятым 14.08.2000 Законом о Комиссии по финансовому рынку и рынку капитала (Financial and Capital Markets Commission Law), с 1 июля 2001г в один орган были объединены Отдел надзора за кредитными организациями Банка Латвии, Комиссия по рынку ценных бумаг и Инспекторат по надзору за страховой деятельностью. В результате такого слияния образовался единый регулятор на финансовом рынке - Комиссия по финансовому рынку и рынку капитала. Стоит отметить, что это первый *единый регулятор финансового рынка на постсоветском пространстве*.

3.2.2 Специфика фондового рынка Эстонии

Рынок акций начал формироваться в Эстонии с началом рыночных преобразований и обретением независимости. Образование акционерных обществ обеспечило значительные объемы эмиссий акций, которые создали в стране нерегулируемый первичный рынок. Причем торговля ценными бумагами осуществлялась лишь небольшой группой компаний.

В 1993 Правительство приняло первый законодательный акт, регулирующий деятельность на рынке ценных бумаг - Закон о рынке ценных бумаг (Security Market Act), который обрисовал общие принципы организации и регулирования рынка, а также правила торговли на нем. Кроме того, были определены правила раскрытия информации и принципы защиты прав инвесторов.

В качестве регулятора рынка капитала определяется Инспекторат по рынку ценных бумаг (Securities Inspectorate), подчиняющийся Министерству финансов. Инспекторат имеет право проводить инспектирование биржи, депозитария, банков и других организаций - участников рынка ценных бумаг для проверки соответствия их деятельности действующему законодательству. Также функциями Инспектората являются регистрация выпусков ценных бумаг и сертифицирование специалистов на рынке ценных бумаг.

Другим важным шагом в становлении развитого рынка акций стало создание семью коммерческими банками, Центральным Банком Эстонии,

Министерством финансов и Государственным компенсационным фондом в 1994 году Центрального Депозитария (Estonian Central Depository for Securities (ECDS)), что позволило осуществлять клиринг и перерегистрацию акций с помощью электронного документооборота, а также образование в 1995 году Таллиннской фондовой биржи (Tallinn Stock Exchange (TSE)), которая создала прозрачный и регулируемый вторичный биржевой рынок акций. Более того, внутренние правила саморегулируемых организаций - Таллиннской фондовой биржи и Центрального Депозитария - заполнили значительные пробелы в Законе о рынке ценных бумаг.

Таким образом, к 1996 году в целом сложилась та структура рынка акций, которая существует и сейчас. Она включает Таллиннскую фондовую биржу, представляющая собой национальный биржевой рынок, Центральный Депозитарий, осуществляющий ведение реестра и перерегистрацию прав на акции. Клиринг транзакций осуществляется через клиринговый отдел Центрального Банка Эстонии. Профессиональными участниками рынка акций являются около 15 инвестиционных компаний и банков, причем последние играют решающую роль. Регулирующим органом является Инспекторат по рынку ценных бумаг.

Таллиннская фондовая биржа открылась для торгов 31 мая 1996г. изначально в ее листинг входило 5 акций. В течение 1996 и 1997 годов происходит увеличение числа компаний, чьи акции торговались на бирже. Согласно Правилам Таллиннской фондовой биржи, все ценные бумаги, включенные в ее листинг должны быть свободно обращающимися, иметь бездокументарную форму, а их выпуски должны быть зарегистрированы в Инспекторате по рынку ценных бумаг и Центральном депозитарии. Акции входящие в листинг биржи делятся на Main List и Secondary List. Помимо двухуровневого листинга на Таллиннской фондовой бирже существует так называемый "Свободный рынок" (Free Market). Он является пре-листингом биржи и куда включаются акции, чьи показатели не соответствуют листинговым требованиям или если выпустившие их компании не приняли решения о листинге на

бирже. Акции могут находиться в данном списке не более одного года, после чего они или покидают сектор биржевой торговли или переходят в официальный листинг. Существуют также Funds list, включающий в себя ценные бумаги инвестиционных фондов.

Параллельно с числом листинговых компаний происходит увеличение капитализации рынка и рост объема торгов.

Финансовые кризисы в Азии и последующий кризис в России, вызвали существенное сжатие эстонского фондового рынка. В какой-то степени сжатие было вызвано и перегревом самого эстонского рынка капитала.

Для рынка акций Эстонии характерна **высокая концентрация как капитализации, так и объема торгов**. На акции, входящие Main List биржи приходится примерно 95% биржевой капитализации и 92% оборота торгов. Если рассмотреть структуру капитализации биржевого рынка по отраслям экономики, то ее большая часть концентрируется **в финансовом секторе, а конкретнее - в банковском**.

Операции купли-продажи акций на бирже осуществляются ее членами. Большую часть оборота с акциями сосредотачивают коммерческие банки (Hansapank, Eesti Uhispank и другие).

На фондовом рынке Эстонии продолжается **процесс монополизации операций с акциями ведущими операторами**. Столь высокая степень монополизации создает препятствие для появления новых участников на рынке акций.

Одновременно с развитием эстонского рынка акций происходило увеличение доли иностранных инвесторов на нем. При этом вложение средств иностранными компаниями осуществлялось, в основном, в акции, представленные в листинге бирже, как в наиболее ценные активы страны. Крупнейшим импортером капитала является Швеция, на долю которой приходится около 40% всех инвестиций на эстонском рынке акций. Более 5% приходится на США и Финляндию, далее следуют Великобритания, Нидерланды, Лихтенштейн и Италия, на каждую из которых приходится более 1% вложений.

Стоит отметить и такую тенденцию, как *сокращение доли капитала, поступающего в Эстонию из оффшорных центров*, что говорит о смене спекулятивного вложений стратегическими, а также увеличении прозрачности рынка.

Другим важным процессом на эстонском рынке капитала являлось *увеличение доли физических лиц во владении акциями предприятий*, что явилось прямым следствием проводимой в Эстонии приватизации государственной собственности.

Подавляющая часть получаемого от эмиссий капитала приходится на компании, входящие в листинг Таллиннской фондовой биржи. При открытой подписке акций этих компаний, номинальная цена акции и цена размещения могут различаться в 13 раз.

3.2.3 Специфика литовского фондового рынка

Инфраструктура фондового рынка Литвы – крупнейшего в Балтии - начала формироваться с 1992 года, практически сразу после обретения страной независимости. В целом ее основные элементы аналогичны элементам рынков акций как Эстонии, так и Латвии. Национальная фондовая биржа Литвы являлась с 1993 года единственной фондовой биржей страны. С 19 августа 2004 года - *Вильнюсская фондовая биржа*.

Биржа принадлежит группе OMX, которая также управляет биржами в Хельсинки и Стокгольме. Вильнюсская фондовая биржа, совместно с Рижской фондовой биржей и Таллинской биржей, является частью объединённого Балтийского рынка, созданного с целью минимизации барьеров эстонского, латвийского и литовского биржевых рынков.

Капитализация рынка акций на VSE составляет 6,6 млрд. евро и 1 млрд. евро составляют выпуски облигаций (по состоянию на 9 ноября 2006 года).

Центральный депозитарий Литвы создан по классической европейской модели при участии французского депозитария SICOVAM в 1993г. Он является старейшим депозитарием в странах Балтии.

Функции клиринга возложены на Центр расчетов Банка Литвы. Бурный рост числа профессиональных посредников на рынке акций в начале 1990-х сменился сокращением их численности, что объясняется не только конкуренцией или трудными условиями в период кризиса, но и установлением все более жестких требований к собственному капиталу брокерских фирм.

Снижение численности прослеживается и в численности членов Национальной фондовой биржи Литвы.

Одновременно с уменьшением числа профессиональных участников рынка происходит возрастание степени монополизации торговли ценными бумагами. Из общей численности работающих на фондовом рынке специалистов 48% работают в брокерских фирмах и лишь 19% - в банках. Таким образом, в Литве *роль банков на рынке несколько ниже, чем в Эстонии и Латвии.*

Что касается вторичного рынка акций, то на биржевую торговлю приходится около 60% всего объема торгов с акциями литовских компаний, что превышает аналогичные показатели для Рижской фондовой биржи в Латвии или Таллиннской биржи в Эстонии.

Акции, допущенные к торговле на Вильнюсской бирже ценных бумаг подразделяются на три группы: Официальный список, Текущий список (вместе два списка образуют листинг биржи) и Нелистинговые акции. Нелистинговые акции концентрируют почти половину всей капитализации национального рынка акций.

Большая часть биржевого оборота (53%) приходится на акции коммерческих банков, что соответствует доле кредитных учреждений в других странах Балтии. О развивающихся процессах глобализации в финансовой сфере и о включении рынка акций Литвы в мировой рынок капитала свидетельствует значительная доля нерезидентов во владении акциями литовских предприятий. Свыше 40% общей стоимости акций национальных предприятий принадлежит иностранным инвесторам. Крупнейшим иностранным инвестором является Швеция.

Соотношение объема брокерских и дилерских сделок, совершаемых посредниками на рынке ценных бумаг Литвы, составляет примерно 50:50. Значительна доля сделок с акциями, совершаемых физическими лицами. О широком участии населения в операциях с акциями может служить тот факт, что на середину 2000 года 67,5 тысяч жителей Литвы являлись клиентами профессиональных участников рынка ценных бумаг, т.е. почти 2% населения страны являлись не просто акционерами, а активными участниками рынка капитала.