

Мировой фондовый рынок: история развития и современное состояние

В.А.Ипполитов

*(Московский государственный институт международных отношений
(Университет) МИД РФ)*

История и предпосылки возникновения фондового рынка

В современной рыночной экономике фондовый рынок играет важнейшую роль. Это подтверждается объективным фактом: в ценных бумагах воплощена большая часть финансовых активов общества. Совокупная величина задолженности по ценным бумагам и капитализации акций более чем в два раза превышает размер мирового ВВП и в три раза величину денежного агрегата М2 (наличные деньги, средства на текущих и срочных счетах банков). Рынок ценных бумаг служит эффективным инвестиционным механизмом, благодаря которому государства и компании привлекают средства для своего развития и реализации социально важных программ.

Объективной предпосылкой возникновения фондового рынка стал регулярный выпуск долговых обязательств государствами. Регулярность эмиссии является обязательным условием существования рынка ценных бумаг. Другим неперенным условием развития этого рынка стал масштаб выпуска ценных бумаг, благодаря которому они получили распространение среди большого круга инвесторов как частных лиц, так и организаций. Сами ценные бумаги (первой

ценной бумагой был вексель) и первые фондовые рынки в виде вексельных ярмарок появились ещё в средние века в городах-государствах Италии. Вместе с тем, фондовый рынок, соответствующий современным представлениям о рынке ценных бумаг, сформировался лишь тогда, когда государства стали осуществлять масштабные регулярные заимствования, и появились первые акционерные общества.

Акционерные общества, в которых отношения компания – акционер имели много общего с современными организациями, образовались на базе средневековых товариществ и корпораций, объединив воедино принцип корпоративности (непрерывное правопреемство) и идею товарищества (невозобновляемое объединение капитала). Первыми акционерными обществами традиционно считаются созданные в Англии в XVI – XVII веках Московская, Левантская, Балтийская, Ост-Индская компании, а также голландская Объединенная Ост-Индская компания. До появления акционерных обществ ранние формы корпорации не выпускали акции. Первоначально участники общества вносили паи, которые им возвращались после завершения торговых экспедиций. Соответственно, для продолжения деятельности

компания было необходимо постоянно возобновлять капитал. Позже на смену паям пришли ценные бумаги, удостоверяющие право собственности владельца, которому регулярно выплачивались дивиденды (в некоторых случаях товарами). Выплата дивидендов заменила собой раздел валовой прибыли. Позже принцип постоянного возобновления капитала был отменён (по аналогии со средневековым товариществом), а владелец акций получил возможность продавать их другим лицам.

Первыми биржами стали Антверпенская и Лионская биржи, появившиеся в XVI веке, однако в том же столетии они прекратили существование. Первой классической биржей, функционирующей и в настоящее время, стала Амстердамская биржа, начавшая свою работу в 1611 г. Поэтому голландский рынок является исторически первым фондовым рынком. Амстердамская биржа вплоть до 1913 г. была универсальной торговой площадкой, в её помещении шла торговля не только ценными бумагами, но и различными товарами. Именно на этой бирже впервые получили распространение все современные инструменты и формы торговли ценными бумагами: срочные сделки, в том числе опционы, операции репо¹, маржинальные сделки². Первоначально допуск на биржу был свободный, и любой желающий мог прийти и заключить сделку с кем угодно.

Долгое время на Амстердамской бирже торговали в основном облигациями правительства Голландии, администрации Амстердама и некоторых других голландских городов. Регулярные торги акциями на протяжении длительного времени обеспечивались бумагами первой акционерной компании Голландии – Объединенной Ост-Индской компании (основана в 1602 г.). Второй компанией, чьи акции начали торговаться на Амстердамской бирже, стала основанная в 1621 г. Вест-Индская компания. В течение восемнадцатого столетия в числе эмитентов появились английские Ост-Индская компания, Компания Южных морей, Банк Англии, правительства европейских государств. В 1747 г. на Амстердамской бирже торговалось более 40 видов ценных бумаг.

Серьёзным местом в торговом обороте европейских бирж акции заняли только во второй половине XIX века, до этого торговля в основном велась правительственными и муниципальными облигациями. Это связано с тем, что акционерное общество как организационная форма предприятия стала доминирующей лишь в конце XIX века.

Параллельно с голландским фондовым рынком, получил развитие рынок ценных бумаг Англии, где появилось первое в мире акционерное общество – Московская компания, получившая в 1553 г. монополию на торговлю с Россией от Ивана Грозного. Первыми свободно обращающимися акциями на английском рынке стали бумаги английской Ост-Индской компании (образована в 1600 г.) и голландской Объединенной Ост-Индской компании. Компания Гудзонова залива (образована в 1668 г.), чьи акции также торговались на английском рынке, существует и в настоящее время.

Английский фондовый рынок также знаменит тем, что в Англии появилась первая специализированная фондовая биржа, которая была образована в 1773 г. Лондонские брокеры, торговавшие различными финансовыми инструментами в кофейне в деловом районе Сити, арендовали для своих встреч специальное помещение. Это здание получило название Лондонской фондовой биржи, причем сочетание *фондовая биржа* (stock exchange) было использовано в названии впервые. Первоначально членство на Лондонской фондовой бирже было свободно. Любой желающий мог участвовать в торгах, заплатив определённую сумму денег.

К сожалению, информации о работе и правилах торговли на Лондонской бирже в первые годы её существования сохранилось немного. В 1802 г. биржа переехала в новое специально построенное здание недалеко от Банка Англии, где находится и в настоящее время. Одновременно были приняты новые правила, в соответствии с которыми на бирже могли торговать только её члены. Их первоначально насчитывалось 550 человек. По большей части утверждённые тогда правила оставались без изменений до 1986 г.

Лондон довольно быстро занял лидирующее место на фондовом рынке. Ещё

в конце XVIII века мировым финансовым центром считался Амстердам, а уже в начале XIX века им стала именно столица Англии.

До середины XIX в. на Лондонской фондовой бирже в основном шла торговля государственными облигациями. Во многом такая ситуация сложилась благодаря законодательному ограничению на создание акционерных обществ, действовавшего с 1720 г. до середины XIX в. Это ограничение было введено из-за массового создания акционерных обществ в начале XVIII в., за которыми подчас скрывались финансовые пирамиды, выпускавшие ничем необеспеченные акции. Лихорадочное увлечение созданием акционерных обществ было обусловлено преимуществами акционерной формы собственности, продемонстрированные Ост-Индскими компаниями, а нечистоплотные предприниматели воспользовались ситуацией.

В 1720 г. в Англии был принят закон «О пузырях» (Bubble Act), согласно которому неразрывный с акционерной формой собственности статус «ограниченной ответственности» можно было получить только на основании специального акта парламента. С 1708 г. по 1826 г. действовал запрет на акционерную форму собственности для банков, за исключением Банка Англии. Банковские учреждения могли действовать в форме индивидуальных предприятий или товариществ. Окончательно все запреты на организацию акционерных обществ были отменены в начале второй половины XIX века.

Первая биржа Франции появилась в 1540 г. в Лионе, однако она просуществовала недолго. В 1724 г. в Париже было построено специальное здание для совершения посреднических операций, которое получило название биржи (Bourse) и стало прообразом современной Парижской биржи. Работа биржи мало отвечала современным принципам ведения биржевой деятельности в первую очередь потому, что отсутствовало гласное объявление цены. Только в 1777 г. на ней была выделена специальная площадка для торговли ценными бумагами, и введено правило открытого объявления цены. Через несколько лет после французской революции, в 1793 г., биржа закрылась и возобно-

вила свою работу в 1801 г., когда у власти находился Наполеон. В этом же году французский император издал указ о строительстве здания Парижской фондовой биржи, которое было завершено в 1826 г. Первоначально на бирже в основном шла торговля векселями. И лишь к середине XIX в. на Парижской бирже получили распространение долговые и долевыми бумаги. На рынке вели торговлю профессионалы – агенты по обмену, которые так стали именоваться с 1639 г. (до этого они назывались менялами).

Первая фондовая биржа Америки открылась в 1791 г. в городе Филадельфия. Годом позже начала работу самая знаменитая биржа Соединенных Штатов Америки – Нью-Йоркская фондовая биржа. В мае 1792 г. местные брокеры, заключавшие сделки в кофейнях в южной части Манхэттена, собрались на Уолл-Стрит и подписали соглашение о торговле (Buttonwood Agreement), положения которого предусматривали совершение сделок только между членами биржи (на тот момент между подписавшими соглашение) и фиксированный размер комиссионных. Положение о фиксированных комиссионных было отменено только в 1975 г. Как и в других странах, первые десятилетия на Нью-Йоркской фондовой бирже торговля в основном велась облигациями государства. Лишь после гражданской войны Севера и Юга основным объектом сделок стали акции.

Фондовая биржа Нью-Йорка сыграла важнейшую роль в становлении корпоративной Америки. Именно на этой площадке сделали состояния такие известные люди из мира капитала, как Вандербильт, Рокфеллер, Морган, чьи финансово-промышленные империи составляли костяк американской экономики. При этом биржа была эффективным инвестиционным механизмом, посредством которого компании, выпускающие акции, получали необходимые для развития средства.

Первая биржа Германии была организована во Франкфурте. В 1585 г. местные купцы договорились об использовании фиксированных курсов обмена различными денежными единицами. Именно этот год считается годом открытия биржи, хотя первое здание биржи появилось лишь в 1694

г. До конца XVIII в. на Франкфуртской бирже торговали монетами и векселями. Торговля государственными облигациями на регулярной основе началась в самом конце XVIII в. Первые торги акциями зафиксированы в 1820 г., но в целом в течение XIX в. на бирже шла торговля облигациями. В конце XIX в. после объединения страны в 1871 г. лидирующая роль на фондовом рынке Германии перешла к Берлинской бирже, а в самом конце XIX в. на рынке Германии работало уже 29 торговых площадок благодаря тому, что в течение этого периода появились сотни акционерных обществ.

В 1771 г. открылась Венская биржа, которая в конце XIX в. стала одной из ведущих европейских площадок. Первая биржа Японии – Токийская фондовая биржа – начала работать в 1878 г., через 10 лет после революции “мэйдзи”. Первая фондовая биржа Австралии – Сиднейская фондовая биржа – была основана в 1871 г.

В годы первой мировой войны практически все европейские и американские биржи остановили свою работу в августе 1914 г., однако ещё до конца войны возобновили работу. Только Берлинская биржа оставалась закрытой до окончания боевых действий. Во время второй мировой войны с вторжением войск фашистской Германии произошло закрытие ведущих европейских бирж: Амстердамской – в мае 1940 г., Брюссельской и Парижской – в июне 1940 г. Американские биржи не прекращали своей работы.

Современное состояние мировых фондовых рынков

Современное состояние фондового рынка мира в целом и экономических систем отдельных государств характеризуется количественной оценкой его объёма, динамикой и структурой по различным видам ценных бумаг.

Одним из подходов к количественной характеристике мирового фондового рынка является метод суммирования задолженности по долговым ценным бумагам, за исключением векселей, и рыночной стоимости акций. При этом в расчётах участвуют ценные бумаги, обращающиеся на органи-

зованных рынках ценных бумаг, производные финансовые инструменты и краткосрочные ценные бумаги (векселя, чеки) не учитываются. Определённый в соответствии с этой методологией объём мирового фондового рынка в конце 2001 г. составил 68 трлн долл. США.

В совокупном объёме мирового фондового рынка в настоящее время порядка 90% процентов приходится на развитые страны. На США в начале 1970-х гг. приходилось около 70%, в 80-е гг. их доля снизилась за счёт роста фондового рынка Японии, а с конца 80-х и до середины 90-х гг. – за счёт формирующихся рынков. В настоящее время доля Америки составляет около 50%. При этом отставание развивающихся стран от развитых по степени развития рынка ценных бумаг ещё более существенное, чем по производственным показателям. В частности, доля семи ведущих стран мира на мировом фондовом рынке почти в два раза превышает их долю в мировом ВВП.

Соотношение между объёмами рынка акций и облигаций в конце 90-х гг. составляло 40-45% к 55-60% в пользу облигаций, что в целом отражает ситуацию на рынках развитых стран благодаря их абсолютному доминированию на мировом фондовом рынке в целом. По отдельным государствам эти пропорции могут значительно отличаться. Например, в странах Восточной Азии заметная часть рынка приходится на акции, а в государствах Латинской Америки – на долговые бумаги.

За многолетнюю историю фондовых рынков столь незначительный перевес в пользу рынка долговых инструментов не был свойственен. Как правило, облигации доминировали. Однако в течение 1990-х гг. на рынках акций развитых стран произошёл резкий подъём, благодаря чему их доля в совокупном объёме мирового фондового рынка стала превышать средние значения этого показателя за длительный исторический период. За последние 20 лет прошлого века капитализация мировых рынков акций выросла более чем в 10 раз, в то время как мировой ВВП увеличился приблизительно в 2,5 раза. В результате отношение величины капитализации к ВВП превысило 100%.

Структура мирового фондового рынка на конец года (в трлн долл. США)

Страна	Задолженность по ценным бумагам			Стоимость акций			Всего			%		
	1999	2000	2001	1999	2000	2001	1999	2000	2001	1999	2000	2001
Мир	36,3	35,7	38,1	35,8	32,0	27,7	72,1	67,7	65,7	100,0	100,0	100,0
США	16,7	16,1	17,3	16,8	15,1	14,0	33,5	31,2	31,3	46,0	46,0	48,0
Япония	6,7	6,4	6,4	4,5	3,2	2,3	11,1	9,6	8,7	15,0	14,0	13,0
Германия	2,5	2,1	2,2	1,4	1,3	1,1	3,9	3,4	3,3	6,0	5,0	5,0
Великобритания	1,4	1,6	1,7	3,0	2,6	2,2	4,4	4,1	3,8	6,0	6,0	6,0
Франция	1,4	1,3	1,5	1,5	1,4	1,2	2,9	2,8	2,7	4,0	4,0	4,0
Прочие развитые	5,4	5,8	6,1	5,8	5,8	4,5	11,2	11,7	10,6	16,0	17,0	16,0
Все развитые страны	34,1	33,4	35,3	32,9	29,4	25,2	67,0	62,8	60,4	93,0	93,0	92,0
Бразилия	0,32	0,36	0,33	0,23	0,23	0,19	0,55	0,58	0,51	0,8	0,9	0,8
Индия	0,13	0,14	0,13	0,19	0,15	0,11	0,32	0,29	0,24	0,4	0,4	0,4
Китай	0,21	0,28	0,34	0,32	0,59	0,53	0,53	0,87	0,87	0,6	1,3	1,3
Корея	0,32	0,35	0,33	0,31	0,15	0,26	0,62	0,50	0,58	0,9	0,7	0,9
Мексика	0,12	0,13	0,14	0,15	0,13	0,13	0,27	0,25	0,26	0,4	0,4	0,4
Россия	0,03	0,07	0,06	0,05	0,04	0,07	0,06	0,07	0,14	0,1	0,1	0,2
Прочие формирующиеся	1,10	0,98	1,08	1,62	1,35	1,41	2,69	2,38	2,48	3,8	3,5	3,8
Все формирующиеся страны	2,23	2,30	2,40	2,86	2,63	2,50	5,08	4,93	4,90	7,0	7,0	7,0

Источник: Б.Б. Рубцов. Мировые рынки ценных бумаг, с. 19

Рост капитализации происходил благодаря росту числа компаний-эмитентов и увеличению курсовой стоимости обращающихся бумаг. Первый фактор имеет существенное значение только для развивающихся рынков. В развитых странах число эмитентов является достаточно стабильным, увеличиваясь очень умеренными темпами. Соответственно, рост капитализации за рассматриваемый 20-ти летний период связан в основном с ростом курсовой стоимости бумаг.

В то же время амплитуда колебаний фондовых индексов значительно превышает размер изменений макроэкономических показателей. Темпы роста (падения) рынка акций, как правило, в два-три раза выше темпов роста (падения) ВВП. Из-за более быстрых темпов роста фондового рынка на рынке образуются так называемые «пузыри» (неоправданно высокие котировки), которые имеют свойство «лопаться», и в этом случае темпы падения фондового рынка значительно превышают динамику промышленного спада.

Это связано с тем, что фиктивный капитал обладает собственными, присущими только ему закономерностями развития. Дело в том, что не существует универсальной формулы, в которую можно было бы подставить величины макроэкономических индикаторов и показателей работы отдельных компаний и получить равновесный уровень капитализации рынка. Действия инвесторов на фондовом рынке, которые в конечном итоге и определяют его динамику, далеко не всегда рациональны. Рост цен подогревается взаимными ожиданиями дальнейшего повышения котировок, действия инвесторов усиливают друг друга, в результате чего рынок оказывается «перегрет». Даже отдавая отчёт, что рост котировок не оправдан фундаментальными показателями, инвесторы продолжают приобретать бумаги, слепо следуя стадному инстинкту толпы и пребывая в уверенности, что они смогут вовремя выйти из игры. В этой ситуации велика вероятность, что при первой же негативной информации об экономической ситуации в стране цены начнут стремительно падать.

Специалисты, анализирующие фондовые рынки, не раз предпринимали попытку найти равновесный уровень рынка. Как правило, в рамках этих исследований анализируются исторические данные о соотношении каких-либо показателей за длительные промежутки времени, и определяется средний уровень или диапазон, в котором эти расчетные коэффициенты находились в течение наибольшего интервала времени. Например, часто рассматривается динамика показателя отношения капитализации к ВВП. Также используются такие расчётные показатели, как капитализация/бухгалтерская стоимость акций, цена/прибыль (отношение цены акции к чистой прибыли в расчёте на одну акцию), показатель дивидендной доходности (отношение дивидендов на акцию к её цене) и другие. В частности, для США показатель капитализация/бухгалтерская стоимость акций за длительный промежуток времени с 1920-х по 80-е гг. составлял 2, а в 1990-е гг. достигал 9. Соотношение капитализация/ВВП для Америки длительный промежуток времени находилось в диапазоне 50-70%, а к 1999 г. этот индикатор превысил 180%.

В связи с бумом на мировых фондовых рынках в 90-е гг. могло создаться ошибочное впечатление о том, что все рынки оставили все исторические максимумы далеко позади (мировой индекс акций в номинальном выражении за 1929-1999 гг. увеличился в 68 раз). Однако если учесть инфляцию, за рассматриваемый период рынок Америки вырос примерно в 3 раза, Германии – в 6 раз, японский рынок остался на уровне 1929 г., а рынки Франции и Италии сократились в несколько раз. В целом в странах, не испытывавших серьёзные политические потрясения и вмешательство государства в экономику, капитализация рынков за вычетом инфляции в среднем изменялась теми же темпами, что и вся экономика (США, Канада, Швейцария, Англия, Австралия). Чего нельзя сказать про государства, переживавшие тяжёлые политические катаклизмы и сильное вмешательство государства в экономические процессы (Япония, Германия, Италия, Франция, Испания).

Несмотря на значительный рост фондовых рынков в течение 1990-х годов, суммарная задолженность по долговым инструментам в мировом масштабе превышает капитализацию фондовых рынков, что отражает сложившиеся пропорции на фондовых рынках развитых стран. Приблизительно та же картина складывается, если рассматривать эти сегменты с точки зрения торговых оборотов.

В отличие от рынка акций рынок облигаций является достаточно стабильным (по крайней мере, в развитых странах). Изменения стоимости фиктивного капитала, представленного облигациями, зависят от текущих изменений процентных ставок которые, как правило, изменяются предсказуемо на незначительные величины. Колебания цен облигаций на развитых рынках в 4-10 раз меньше, чем на рынках акций.

Большая часть задолженности по долговым ценным бумагам приходится на эмитентов из развитых стран – порядка 80% мировой задолженности по облигациям приходится на пять стран: США (порядка 45%), Японию, Германию, Францию и Великобританию.

В структуре задолженности по долговым бумагам подавляющая её часть приходится на внутренние источники (порядка 90%). У развивающихся рынков ориентация на внешние источники больше, чем у развитых стран. Это связано с тем, что они располагают гораздо меньшими возможностями использовать внутренние источники накоплений.

Соотношение между частными и государственными облигациями и в той и в другой группе стран примерно одинаковое: 40%/60% в пользу государственных обязательств. Хотя по отдельным странам наблюдаются серьезные отличия. В частности, в Германии, Великобритании, Южной Корее, Малайзии в структуре задолженности преобладает частный сектор.

В 1990-х гг. рост задолженности по долговым бумагам опережал темпы увеличения ВВП, что имело место за счёт эмиссионной активности как государства, так и частного сектора. В целом мировая задолженность по ценным бумагам за этот период увеличилась с 80% до 120% ВВП. При этом у развитых стран размер задолженности по долговым бумагам превышает размер ВВП, а у развивающихся находится на более низком уровне. Это связано, во-первых, с различными возможностями этих групп стран по использованию внутренних накоплений, а во-вторых, с тем, что среди развивающихся государств преобладает ориентация на традиционные банковские кредиты, а не рынок ценных бумаг.

При анализе долговых ценных бумаг во внимание принимаются государственные и корпоративные облигации – долгосрочные ценные бумаги. Векселя и коммерческие ценные бумаги (краткосрочные бумаги) не учитываются. Значение классического переводного векселя на рынках развитых стран в целом мало, а объёмы вексельных рынков невелики и в большинстве случаев сокращаются. В ряде стран (США, Канада, Великобритания) достаточно широко используется банковский акцепт (разновидность векселя)³, в основном во внешней торговле. Объём рынка банковских акцептов в США с 1980-х гг. ежегодно сокращается.

Рынок коммерческих ценных бумаг – инструментов аналогичных простому векселю – наоборот имеет тенденцию к росту. Название «коммерческая ценная бумага» используется в американской деловой практике. Оно абсолютно равноценно краткосрочному простому векселю на предъявителя. Самый крупный рынок – американский. До XIX в. коммерческие бумаги в США выпускались нефинансовыми организациями для получения средств на финансирование своих операций. В 1950-х гг. этот вид кредитных инструментов активно использовался финансовыми компаниями для финансирования покупок в кредит товаров длительного пользования. Особенно интенсивный рост этого рынка наблюдался в 1980-е гг., когда имело место быстрое развитие взаимных фондов денежного рынка. Выпуск коммерческих ценных бумаг является альтернативой краткосрочному банковскому кредиту. С 1980-х гг. начал формироваться рынок евро-коммерческих бумаг.

Наиболее динамичным в настоящее время является рынок производных финансовых инструментов. Деривативы известны ещё с XVII в., а в настоящее время являются основными инструментами торговли на всех современных товарных биржах. Наиболее интенсивный рост рынка производных финансовых инструментов наблюдался с 1970-х гг. с появлением специализированных бирж финансовых деривативов в США. Объём внебиржевого рынка производных финансовых инструментов (по номинальной стоимости базисных активов) в 3-4 раза превышает аналогичный показатель биржевого рынка. Приблизительно третья часть совокупного биржевого и внебиржевого оборота приходится на контракты своп, из них более 90% – на процентные свопы. Более половины как оборота, так и стоимости базисных активов приходится на США.

На биржевые фондовые рынки приходится подавляющая часть торговли ценными бумагами в развитых странах. При этом в этих государствах биржевой рынок является высококонцентрированным, то есть практически все операции проводятся на ограниченном числе торговых площадок, а если быть

точным, то, как правило, на одной-двух. Это связано с процессами укрупнения национальных биржевых рынков, которые имели место в конце XX в. в ведущих странах. В настоящее время происходит интернационализация биржевых рынков этих государств на международном уровне, о чём будет говориться ниже. Даже если на национальном рынке работает большое число бирж, что свойственно для федеративных государств, например США и Германии, то всё равно подавляющая часть биржевого оборота приходится на одну-две ведущие биржи.

В Великобритании произошло объединение всех бирж в 1987 г., во Франции – в 1991 г., Италии, Швейцарии – в середине 1990-х гг. В США число торговых площадок с учетом НАСДАК сократилось до восьми. Процесс концентрации фондового рынка в развитых странах проходил естественным эволюционным путем без вмешательства государства. Снижение количества торговых площадок повышает ликвидность и соответственно эффективность рынка. В странах с переходной экономикой государство изначально ориентировалось на создание единого фондового рынка. В России процесс становления рынка ценных бумаг имел стихийный характер, что вкупе с фактором большого размера территории страны стал причиной раздробленности национального фондового рынка.

Подавляющее большинство бирж (до 80%), входящих в Мировую федерацию бирж, проводят торги как акциями, так и облигациями. На остальных торговых площадках торгуют только акциями. Треть бирж имеет фьючерсный рынок. Примерно 50% – опционный. Старейшие и крупнейшие деривативные рынки, тем не менее, являются самостоятельными, например, Лондонская биржа финансовых фьючерсов и опционов. Эти данные говорят о том, что акции и облигации по-прежнему остаются классическими инструментами фондовых бирж.

Крупнейшие фондовые биржи находятся в развитых странах. Для сравнения бирж между собой по величине, как правило, используется показатель капитализации национальных компаний, чьи бумаги имеют листинг на бирже. Первое место по этому показателю безоговорочно принадлежит

Нью-Йоркской фондовой бирже (НФБ). В тройку также входят Токийская и Лондонская биржи. Следует отметить, что величине капитализации свойственны значительные колебания, из-за чего позиции бирж год от года меняются. Отрыв НФБ от остальных площадок столь значителен, что она стабильно занимает первое место в мире. Лишь в конце 1980-х гг. НФБ переместилась на второе место, уступив лидирующую позицию Токийской фондовой бирже.

Ещё одним показателем, свидетельствующим о размере биржи, является количество листинговых компаний. Лидирующее место по этому показателю занимает система НАСДАК. Следует отметить, что не всегда количество листинговых компаний равняется числу торгуемых компаний. На биржах стран континентальной Европы различаются понятия «листинг» и «допуск к торговле». В первом случае к эмитентам предъявляются более жесткие требования. В России существуют аналогичные правила. Например, в РТС торгуются бумаги первого уровня, второго уровня и имеющие допуск в торговую систему. В конце 1990-х гг. европейские биржи разработали специальные правила листинга для начавших бурно развиваться компаний сферы информационных технологий. В США понятие «допуск к торговле» не существует. Либо акция имеет листинг, либо не торгуется на бирже. В государствах, где работают более одной фондовой биржи, акция одного и того же эмитента может котироваться на нескольких биржах. В США одна и та же бумага может торговаться на региональных биржах и, например, НФБ. Хотя на трех основных торговых площадках: НФБ, НАСДАК и Американской фондовой бирже торгуются акции различных эмитентов. Помимо котировки на национальных биржах ценная бумага может торговаться и на зарубежных биржах.

Важной характеристикой биржи является её торговый оборот. Для ведущих торговых площадок, таких как НФБ, НАСДАК, Лондонская фондовая биржа, суточный оборот составляет десятки миллиардов долларов. В структуре оборота американских фондовых бирж доля облигаций составляет незначительную величину, причём торговля государственными облигациями практи-

чески не ведётся. Это не свидетельствует о низком потенциале облигационного рынка Америки. Дело в том, что в целом доля фондовых бирж США в торговле облигациями низка. Аналогичная ситуация свойственна и Японии. В европейских странах, напротив, большая часть как государственных, так и частных облигаций имеет листинг на фондовых биржах. В отличие от рынка долевых ценных бумаг, где ведущую роль играют американские биржи, основными центрами торговли облигациями являются Парижская, Миланская, Лондонская фондовые биржи.

Крупнейшими биржами по торговле производными финансовыми инструментами являются американские биржи: Чикагская торговая палата и Чикагская товарная биржа. С началом торгов финансовыми фьючерсами на Чикагской товарной бирже в начале 1970-х гг., на рынке деривативов произошли революционные изменения: доля финансовых фьючерсов в совокупном обороте деривативов быстро обогнала товарные фьючерсы, и в настоящее время оборот по финансовым фьючерсам в десятки раз превышает оборот по товарным фьючерсам. По сути дела, в течение 1970-х гг. американские биржи являлись монополистами на биржевом рынке деривативов. Лишь в 1979 г. была образована первая неамериканская биржа опционов – Европейская опционная биржа в Амстердаме, которая позже слилась с Амстердамской биржей. В 1982 г. начинает работу Лондонская международная биржа финансовых фьючерсов. В 1992 г. она объединяется с рынком опционов Лондонской фондовой биржи. В 1980-х гг. появляются деривативные биржи или организуется торговля производными финансовыми инструментами в рамках действующих бирж в других странах, что несколько поколебало монопольное положение американских торговых площадок. Однако на американские биржи и сейчас приходится примерно половина биржевого рынка деривативов.

Крупнейшей неамериканской биржей деривативов является немецкая «ЕУРЕКС» (EUREX). Лидирующую роль на мировом рынке производных финансовых инструментов она заняла благодаря объединению со швейцарской «СОФФЕКС» (SOFFEX). До этого ведущей неамериканской биржей дерива-

тивов была Лондонская международная биржа финансовых фьючерсов и опционов. В Европе можно также отметить парижские биржи опционов «МОНЕП» (MONEP) и «МАТИФ» (MATIF). В странах с формирующимися рынками биржи производных финансовых инструментов появились недавно, в 1990-х гг.

Уровень развития и роль фондового рынка сильно различается по странам. Даже в группе высокоразвитых государств имеются серьезные отличия. Эти особенности во многом обусловлены различиями в структуре собственности на акционерный капитал и системе контроля над компаниями. Фондовый рынок больше развит в тех странах, где имеет место так называемая «аутсайдерская» система (от английского *outsider*) контроля над капиталом. Это США, Великобритания и другие англосаксонские страны. Для этих государств свойственна ситуация, при которой капитал акционерных компаний принадлежит широкой группе индивидуальных и институциональных собственников. Особенностью этой системы являются эффективные механизмы защиты прав инвесторов и система раскрытия информации. В частности, стоимость кредитования привязывается к стоимости акций компаний, работа менеджеров также оценивается по этому показателю. Если менеджмент ущемляет права инвесторов или работает неэффективно, собственники реализуют свои бумаги, и в результате большой распыленности капитала компания может стать объектом недружественного поглощения. Особенностью взаимоотношений при этой модели контроля над капиталом является определенная обособленность менеджмента компании от акционеров за счёт того, что акционерная собственность распылена между большим числом собственников, которым сложно координировать свои действия.

Для стран континентальной Европы, Японии, а также развивающихся государств характерна инсайдерская модель (от английского *insider*) контроля над капиталом. В этой группе стран собственность на акции сконцентрирована в крупных пакетах, широко распространено перекрестное владение бумагами. Фондовый рынок менее развит по сравнению с аутсайдерской моделью: его

объём относительно меньше как за счёт более низкой капитализации компаний, так и меньшего количества бумаг, обращающихся на рынке. Крупные акционеры имеют возможность эффективно взаимодействовать друг с другом для контроля над менеджментом. Интересы мелких акционеров защищены хуже, чем в аутсайдерской системе. Роль крупных собственников могут играть банки (Германия, Япония) или государство (Южная Корея, Индонезия). В условиях инсайдерской модели осуществить враждебное поглощение практически невозможно.

Однозначного мнения о том, какая система контроля над акционерным капиталом более эффективна, не существует. Вместе с тем, во многом благодаря экономическим успехам США аутсайдерская система считается более современной и гибкой, лучше реагирующей на изменения рыночной среды. Сторонники инсайдерской системы аргументируют свою позицию тем, что крупные собственники могут более эффективно проводить долгосрочную политику и имеют больший контроль над менеджментом.

Основная функция фондового рынка заключается в перераспределении денежных накоплений от субъектов экономики, у которых возникают свободные денежные средства, к субъектам, испытывающим потребность в них. В странах с инсайдерской моделью роль фондового рынка в перераспределении свободных денежных средств сравнительно меньше, чем в аутсайдерской, так как в этих странах экономические субъекты больше полагаются на банковское кредитование.

С понятием долевого ценная бумага, или акция в основном связывают долгосрочное финансирование организаций, имеющих акционерную форму собственности. Исключением является дополнительная эмиссия при поглощении одной компанией другой с использованием механизма обмена акциями, а также выпуск бумаг при приватизации государственных предприятий.

Роль эмиссии акций в валовых инвестициях в экономику можно определить, рассчитав их удельный вес в этом показателе.

В англосаксонских странах он составляет от 10-25% до 50%. В континентальных европейских странах, как правило, не превышает 5%, в Японии – менее 2%. Если сравнивать объём эмиссии акций с частными инвестициями, то их доля по всем развитым государствам составит 10-20%. Главным источником финансирования инвестиций в развитых странах являются внутренние инвестиции: амортизация и нераспределённая прибыль (70-90%). Доля эмиссии в совокупных инвестициях непостоянна: она имеет тенденцию к увеличению в периоды экономического роста и подъёма на фондовом рынке.

Оценить аналогичным способом роль облигационных займов в валовых инвестициях представляется затруднительным. Значительная часть облигационных займов приходится на государство и используется по большей части на покрытие бюджетных расходов. Даже выпуск облигаций частным сектором в отдельных странах может быть связан с финансированием государства. Например, в Германии банки эмитируют специальные облигации для кредитования правительств земель и местных органов власти. Выпуск облигаций может происходить для финансирования сделок по слияниям и поглощениям. В целом выпуск облигаций играет намного более значительную роль в процессе инвестирования в развитие бизнеса, чем эмиссия акций. В некоторых развитых странах на облигации приходится порядка 50% всех инвестиций частного сектора.

Если сравнивать эмиссию ценных бумаг с банковским кредитованием, то можно отметить тенденцию к росту доли ценных бумаг в финансировании инвестиций в экономику. В частности, в ряде европейских стран, в которых традиционно превалировало банковское кредитование (Франция), ценные бумаги по удельному весу в валовых инвестициях уже превышают банковские кредиты. В других (Германия) сохраняются тесные связи банков и компаний нефинансового сектора, однако значительная часть банковских кредитов обеспечивается выпуском облигаций кредитными учреждениями. В Великобритании по традиции ценные бумаги имеют больший вес в структуре источников инвестиций.

Велика роль фондового рынка в финансировании государства, так как в современной рыночной экономике ценные бумаги выступают главным источником покрытия бюджетного дефицита. В США и Великобритании на ценные бумаги приходится практически 100% задолженности федерального правительства. В других развитых странах ситуация похожа, за исключением Германии, где на долю банковских займов (финансируемых за счёт выпуска специальных банковских облигаций) приходится порядка одной трети обязательств правительства.

В развивающихся странах ситуация иная: большая часть государственной задолженности приходится на кредиты международных финансовых организаций и банков. Хотя в странах Латинской Америки и Восточной Европы эмиссия долговых ценных бумаг играет значительную роль в финансировании государства, она имеет меньшую долю в структуре задолженности.

Производные финансовые инструменты обеспечивают управление различными рисками. В частности, фондовый рынок позволяет нивелировать негативные последствия изменения курсов валют (валютный своп), изменения плавающей ставки процента (процентный своп), невыполнения обязательств контрагентом (кредитные деривативы). Рынок кредитных деривативов является относительно новым. Эти инструменты за определённую плату переносят кредитный риск с одного участника сделки на другого. Операции своп являются основными на фондовом рынке касательно переноса риска. Эту же функцию также успешно выполняют фьючерсы, форварды и опционы. В связи с введением евро, которое значительно снизило валютный компонент риска, инструменты, связанные с управлением риском обеспечения валют стран зоны евро, утратили свою роль.

Глобализация мировых фондовых рынков

До начала 1960-х гг. национальные фондовые рынки оставались относительно закрытыми для иностранных инвесторов. Последующее открытие рынков, сопровож-

дающееся дерегулированием в 1980-е гг., вызвало рост иностранных инвестиций и усиление конкуренции между торговыми центрами. Технологическая революция 1990-х гг., быстрый рост автоматизированных торговых систем и интеграционные процессы в мире в ещё большей степени способствовали этим процессам и заложили основы будущего объединения рынков. Процесс глобализации мировой экономики, который представляет собой постепенную отмену ограничений и барьеров на пути международного движения товаров, услуг, капитала и рабочей силы всё больше затрагивает развитие национальных фондовых рынков. Глобализация мировых финансов проявляется в сфере выпуска и оборота ценных бумаг по нескольким направлениям.

Компании всё чаще прибегают к размещению акций и облигаций на зарубежных рынках. В особенности это касается эмитентов из стран континентальной Европы и стран с формирующимися рынками. В результате одними и теми же инструментами, включая деривативы, торгуют на различных рынках. Оборот торговли акциями эмитентов из таких стран, как Бельгия, Швеция, Нидерланды на Лондонской фондовой бирже больше, чем на национальных фондовых рынках этих государств. В обороте Лондонской фондовой биржи (ЛФБ) по акциям в целом доля иностранных эмитентов составляет около 40%. Правда, ЛФБ – это исключение из правил: на других крупнейших биржах оборот акций иностранных эмитентов пока незначителен.

Глобализация фондовых рынков проявляется также в том, что происходит увеличение доли нерезидентов в обороте фондовых рынков ведущих стран. В настоящее время для того, чтобы вести торговлю на зарубежном рынке, достаточно иметь счёт в местной брокерской фирме. При этом современные средства коммуникаций избавляют от необходимости физического присутствия на рынке и обеспечивают высокую скорость расчётов. Растёт доля нерезидентов на рынках государственного долга как развитых, так и развивающихся стран. Так, в ведущих государствах до 20-40% задолженности государства, оформленной в виде облигаций, приходится на иностранных

инвесторов. В развивающихся странах этот показатель ещё выше. С учётом того, что практически вся государственная задолженность развитых государств оформляется через облигации, благодаря участию нерезидентов на этом рынке размывается грань между внутренним и внешним долгом. Государства с развивающимися рынками прибегают к практике размещения своих долговых обязательств на зарубежных рынках в виде еврооблигаций.

В 1990-х гг. получило распространение сотрудничество между биржами из различных стран, благодаря которому инвесторы получили новые возможности для совершения сделок с ценными бумагами. Например, участники торгов могут открыть контракт на одной бирже, связанной соглашением о партнерстве, а закрыть его на другой. Бумага, прошедшая процедуру листинга на одной из бирж, автоматически допускается к торгам и на других торговых площадках. Торговые площадки, связанные соглашением, могут использовать единую торговую систему. Вместе с тем, входящие в подобную группу биржи сохраняют независимость и собственную систему регулирования. Примером сотрудничества, может служить объединение в 2000 г. Парижской, Амстердамской и Брюссельской бирж. В 1998 г. ряд фьючерсных бирж Европы образовали объединение под названием «Еуро-ГЛОБЕКС» (Euro-GLOBEX), в которое вошли две французские, испанская и позже итальянская срочная биржа. Уже упоминалось об объединении немецкой «ДТБ» (DTB) и швейцарской «СОФФЕКС» в единую торговую площадку под названием «ЕУРЕКС» (EUREX). В настоящее время вся срочная торговля в Европе осуществляется в рамках четырех групп.

В мае 1999 г. восемь ведущих европейских фондовых бирж (Амстердамская, Брюссельская, Итальянская, Лондонская, Мадридская, Парижская, Швейцарская и Немецкая) подписали меморандум о создании единого регионального рынка ценных бумаг. В меморандуме выражается готовность работать совместно по гармонизации рынков и создания единого европейского рынка для ведущих эмитентов, а также ставится долгосрочная цель – создание

единой торговой платформы с унифицированными правилами торговли и регулирования. До настоящего времени эта цель не была реализована, однако успехи в создании региональных рынков очевидны.

Свидетельством глобализации международных фондовых рынков, помимо вышеуказанных тенденций, является развитие рынка еврооблигаций, под которыми понимаются ценные бумаги, номинированные в валюте, являющейся, как правило, иностранной для эмитента и зарубежных инвесторов, приобретающих эти бумаги. Существует и такое понятие как «международные облигации», которые представляют собой долговые ценные бумаги, размещённые на рынке в зарубежном государстве в валюте данного государства. И в случае еврооблигаций, и при размещении международных облигаций посредником между эмитентом и покупателями бумаг выступает синдикат андеррайтеров. Отличия заключается в том, что международные бумаги выкупает синдикат из страны, где происходит выпуск.

Появление еврооблигаций связано с глобализацией всего мирового хозяйства в целом и потребностью крупнейших транснациональных компаний в новых источниках финансирования своих операций. Толчком к развитию этого рынка стали ограничения на размещение иностранных облигаций на национальном рынке, введенные администрацией США в 1963 г. В конце 1940 – начале 1960 гг. иностранные заемщики активно размещали долговые бумаги на рынке Америки, даже несмотря на организационные сложности с регистрацией выпусков в Комиссии по ценным бумагам и биржам США. Такая популярность американского рынка была вызвана сравнительно низкими ставками по сравнению с европейскими. Для того, чтобы ограничить отток капиталов за рубеж, в США был введен специальный уравнивающий налог на проценты, который увеличивал стоимость заемных средств на один процентный пункт (позже был увеличен до 1,5 пунктов) и просуществовал до 1974 г. Вызванный этими решениями дефицит кредитных ресурсов был покрыт именно за счёт рынка еврооблигаций. При этом источником финансирования займов стали значительные суммы евро-

долларов, находящиеся на счетах европейских банков.

Вторым фактором, способствовавшим развитию рынка еврооблигаций, стала война во Вьетнаме и вызванные ею ограничения на вывоз капиталов из страны. В 1965 г. была объявлена программа добровольных ограничений на вывоз капитала, а дочерние компании американских транснациональных гигантов поощрялись к мобилизации средств на зарубежных рынках. А в 1968 г. были введены прямые административные ограничения на инвестирование средств за пределами США, что стало причиной быстрого развития этого рынка. При этом основными заёмщиками стали частные компании, тогда как до этого основными эмитентами еврооблигаций были государства. Введение евро также способствовало развитию рынка, так как снизило валютный компонент риска для инвесторов. С введением единой валюты исчезла валютная сегментация, которая являлась основной причиной различий в процессе котировки, клиринга и торговли в государствах, являющихся сейчас участниками еврозоны.

Развитие рынка еврооблигаций потребовало создания адекватной инфраструктуры расчётов и обработки документов, так как с ростом оборотов возникали многомесячные задержки платежей. Все расчёты производились через Нью-Йорк, что требовало физического перемещения сертификатов, которые зачастую терялись во время транспортировки. Для решения этих проблем в 1968 г. американским банком «Морган Гэранти» (Morgan Guaranty) был создан депозитарно-клиринговый центр для торговли еврооблигациями, который получил название «Евроклир» (Euroclear). В 1970 г. начал работу аналогичный центр «Седел» со штаб-квартирой в Люксембурге, который стал его основным конкурентом. Позже он был переименован в «Клеарстрим» (Clearstream). Эти системы стали обеспечивать расчёты за счёт записей на счетах и установили связи с местными кастодиариями, благодаря чему эффективность урегулирования сделок значительно возросла. В ближайшем будущем они перейдут к урегулированию обязательств в режиме реального времени.

В настоящее время эти клирингово-депозитарные центры контролируются большим количеством организаций (банками и

компаниями по ценным бумагам), а их ежегодный оборот составляет десятки триллионов долларов. В 2000-2002 гг. «Евроклир» объединился с рядом европейских депозитариев, а в 1999 г. произошло слияние «Седел» и депозитарно-клиринговой системой Немецкой биржи. В 1971 г. обе организации создали общий механизм расчётов между собой. Они также используют единую систему подтверждения и сверки. Через эти системы можно брать кредит в виде ценных бумаг.

Возможность создания крупных международных клирингово-депозитарных центров на рынке еврооблигаций обусловлена международным характером этого рынка, который мало привязан к национальным фондовым рынкам отдельных стран. Рынок еврооблигаций, по сути, является единым рынком для инвесторов из различных государств. Вполне логично, что были созданы и единые международные клирингово-депозитарные системы. Более того, в рамках европейского валютного союза уже произошло слияние крупнейших платежных национальных систем в систему «ТАРГЕТ» (TARGET), что обеспечило увеличение скорости и уменьшение стоимости расчетов.

Рынки акций напротив являются сегментированными в страновом разрезе. Как уже говорилось, на подавляющем большинстве бирж (в развитых странах торговля долевыми ценными бумагами сосредоточена на биржевом рынке) в структуре оборота преобладают национальные эмитенты, а среди участников торговли местные инвесторы. В связи с этим и успехи в деле создания международной расчетно-клиринговой системы по акциям столь малы. Движение акций между различными государствами обеспечивается отдельными депозитариями и кастодиариями, предоставляющих иностранным инвесторам услуги по хранению и учёту операций на местном рынке ценных бумаг.

Следует отметить, что одной из основных тенденций развития инфраструктуры фондовых рынков европейских стран является вертикальная интеграция отдельных звеньев торгово-расчетной системы. На практике это означает объединение в единый холдинг торговых, депозитарно-клиринговых и расчетных институтов. В то же время

горизонтальная интеграция, подразумевающая объединение рынков и институтов, предоставляющих аналогичные услуги в различных странах, является делом будущего. В настоящее время можно говорить лишь о горизонтальной интеграции отдельного сегмента рынка – рынка евробумаг.

В 1969 г. крупнейшие трейдеры на рынке еврооблигаций образуют собственную саморегулируемую организацию – Ассоциацию международных облигационных дилеров, которая в 1990 г. получила новое название – Ассоциация участников международных рынков (International Securities Markets Association – ISMA). Создание этой организации было вызвано необходимостью выработки единых правил работы на рынке еврооблигаций. Изначально этот рынок был нерегулируемым. Торговля и сейчас в основном сосредоточена на внебиржевом рынке. С момента своего основания Ассоциация разработала детальную систему регулирования, включая правила совершения и урегулирования сделок, процедуры разрешения конфликтов и споров. В 2000 г. она совместно с рядом ведущих банков и компаний по ценным бумагам создала собственную торговую систему для совершения операций с облига-

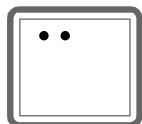
циями, которая по своей работе во многом схожа с биржей. Ассоциация предоставляет всем заинтересованным лицам информацию как по рынку еврооблигаций, так и других евробумаг, проводит обучение с выдачей специальных сертификатов для работы на фондовом рынке. Основная деятельность организации сосредоточена в Лондоне – основном центре торговли еврооблигациями. Согласно местному законодательству Ассоциация имеет статус специальной биржи и признается международной саморегулируемой организацией, занимающейся вопросами регулирования рынка евробумаг.

Примечания:

¹ Сделка по продаже (покупке) ценных бумаг с обязательством последующего выкупа (продажи) через определенный срок по заранее оговоренной цене.

² Сделка по продаже / покупке ценных бумаг, при которой продаваемые ценные бумаги берутся в долг (либо в долг берутся денежные средства для покупки ценных бумаг).

³ Переводной вексель, выписанный на банк. После того как он акцептован банком, он может быть продан на рынке.



Валютное регулирование и валютный контроль. Учебник / /

Под редакцией доктора экономических наук, профессора В.М. Крашенинникова
– М.: Экономистъ, 2005. – 400 с.

В числе авторов данного учебника и постоянные авторы нашего журнала, работающие в ВАВТ и во ВНИИВС Минэкономразвития РФ. Учебник во многом перекликается и дополняет книгу В.П. Шалашова и Н.В. Шалашовой «Валютные расчеты в Российской Федерации при экспортно-импортных операциях» (2005 г.).

В книге под редакцией В.М. Крашенинникова четыре раздела:

- I. Основы государственного регулирования ВЭД.
- II. Валютные отношения, валютная политика.
- III. Международная валютная система.
- IV. Система валютного регулирования и валютного контроля в России.

В книге сделана попытка дать общий обзор экономических отношений стран, где говорят на 2796 языках и имеют хождение национальные деньги более 300 наименований.

Книга предназначена для студентов и аспирантов вузов, обучающихся по специальности «Финансы и кредит», «Таможенное дело».