



Основные тенденции в развитии биржевой системы Японии

С.В. Ноздрев

Кандидат экономических наук

(Всероссийская академия внешней торговли)

Фондовый рынок Японии начал формироваться во второй половине XIX в. после буржуазной революции Мэйдзи, когда Япония заимствовала с Запада систему обществ с ограниченной ответственностью. В 1878 г. было принято законодательство, разрешающее создание фондовых бирж, в форме акционерных обществ. После этого были образованы Токийская и Осакая фондовые биржи, на которых осуществлялась торговля государственными облигациями и акциями транспортных и других компаний. Правила торговли, введенные на этих биржах, основывались на правилах торговли рисовой биржи, возникшей двумя годами ранее. В дальнейшем юридическая база операций с ценными бумагами торговых, промышленных компаний и банков была закреплена в Коммерческом кодексе 1893 г. Сделки с ценными бумагами получили существенное развитие в двадцатые годы прошлого столетия, когда их объемы существенно превзошли облигационные займы и оборот драгоценных металлов.

В 30-е - начале 40-х годов прошлого столетия были предприняты шаги по созданию саморегулирующихся организаций в области торговли ценными бумагами по ведущим префектурам Японии. Принятое в 1943 году специальное законодательство объединило все действовавшие биржи в Японскую фондовую биржу, получившую статус полуправительственной организации. Непосредственно перед окончанием Второй мировой войны деятельность японского фондового рынка была приостановлена.

Американские оккупационные власти предприняли комплекс мер по обновлению законодательной базы Японии в области экономики. Наряду с ликвидацией системы довоенных

дзайбацу был принят ряд законов по фондовому рынку, главным из которых стал Закон о ценных бумагах и биржах 1948 г., основанный преимущественно на соответствующем американском законодательстве. В 1949 г. были вновь открыты фондовые биржи в Токио и семи других городах страны.

Период 1945-1951 гг. получил название «первой революции» в истории японского фондового рынка, когда были созданы условия и заложены основные механизмы функционирования бирж как его организующего элемента, обеспечивающего эффективное снабжение инвестиционным капиталом японской экономики путем создания ликвидности и стабильности курсов ценных бумаг. Важным ее элементом стало образование с 1950 г. системы финансирования операций с ценными бумагами специализированными фирмами.

Для характеристики долгосрочных тенденций движения рынка с 1957 г. начал использоваться индекс Никкэй-225, который с 70-х годов рассчитывается как средневзвешенный показатель по курсам ежегодно устанавливаемого списка 225 наиболее крупных компаний страны. В дальнейшем в практику биржевых операций в группу Никкэй были включены новые фондовые индексы с различными охватами рынка (Никкэй -500, Никкэй -300) и отраслевой специализацией.

Формирование организованного биржевого рынка ценных бумаг в 50-е - 60-е годы прошло относительно невысокими темпами. Основным источником финансирования деятельности японских компаний выступали банковские займы и их собственные средства. Акции компаний, входивших в основные финансовые группы, находились преимущественно в пере-



крестном владении членов этих групп и в своей значительной массе не обращались на биржах.

В 60-е - 80-е годы происходит многократное повышение курсовой стоимости акций японских компаний: Никкей-225 за этот период увеличился в 44,5 раза до 38915,9 иен (1989 г.). Это существенно повысило интерес компаний к прямому финансированию, и за указанный период число эмиссий выросло с 379 до 716, а по сумме с 366,8 млрд иен до 8848,6 млрд иен. Рост курсов акций японских компаний продолжался до 1989 г., вследствие чего в 1960-1989 гг. капитализация японских компаний выросла в 111 раз до 630,1 трлн иен. Коэффициент P/E только за период 1987-1989 гг. увеличился с 58,3 до 70,6 по акциям первой секции ТФБ.

Вторая половина 80-х годов получила название периода «экономики мыльного пузыря», когда в Японии отмечался беспрецедентный рост цен всех финансовых активов и недвижимости, в которые вкладывались свободные средства, преимущественно в спекулятивных целях (сбережения населения, кредиты банков и т.д.)

Ситуация на фондовом рынке резко изменилась с начала 90-х годов. После резкого падения цен на недвижимость и завершения кредитного бума экономика Японии вошла в полосу затяжной рецессии, последствия которой ощущаются и в настоящее время. В этот период наблюдалось массовое банкротство компаний, выросших на финансовых махинациях, ризлторов и банков. Падение рынка акций привело к закрытию в 1998г. одного из ведущих брокерских домов Японии «Ямаити секэн». В результате сжатия рынка выйти на предкризисный уровень оборота акций на бирже удалось лишь в начале 2005 г. По объемам эмиссии акций этот уровень был не только не преодолен, но по-прежнему не превышает 30% от соответствующего показателя 1989 г.

В Японии большое число акций реализуется на биржевом рынке что, в частности, связано с действовавшими до 1999 г. ограничениями на торговлю листинговыми акциями на внебиржевом рынке. Рынок облигаций, наоборот, является преимущественно внебиржевым. В настоящее время основная часть торговли ценными бумагами в Японии сосредоточена на ТФБ. На ее долю приходится 87,9% оборота имеющих листинг акций (2006 г.), в то время

как для Осака данный показатель составляет - 3,7%, JASDAQ - 3,0%, остальных региональных бирж - всего 1,1%. Доля внебиржевой торговли акциями в указанный период составила 5,2%.

В настоящее время биржевой сегмент фондового рынка Японии включает пять фондовых бирж - Токийскую фондовую биржу (ТФБ), Осацкую фондовую биржу (ОФБ), а также фондовые биржи Нагоя, Саппоро и Фукуока. В начале текущего десятилетия в биржевой системе Японии произошли серьезные институциональные изменения - биржи в Хиросиме, Фукуоке и Ниигате были интегрированы в состав Токийской, а Киотская присоединилась к Осацкой бирже. Кроме того, с 1963 г. биржевой статус получила также система JASDAQ, первоначально образованная как внебиржевая площадка для мелких и средних фирм.

В соответствии с Постановлением кабинета министров Японии ТФБ обеспечивает торговую площадку для операций японских и иностранных компаний с ценными бумагами, осуществляя мониторинг торговли, листинг ценных бумаг, соответствие требованиям открытости корпоративной отчетности.

В период высоких темпов роста японской экономики произошло резкое увеличение оборота биржи и в начале 90-х годов на нее приходилось более 60% всей мировой рыночной капитализации. В дальнейшем, однако, в связи с общим ухудшением ситуации в японской экономике, возникновением проблемы плохих долгов, динамика этого показателя существенно замедлилась, однако и в настоящее время она прочно удерживает второе место в мировом рейтинге крупнейших фондовых рынков мира.

ТФБ и другие японские биржи оказались подвержены изменениям, которые характерны для всех ведущих бирж мира. На ведущей торговой площадке страны происходят сильнейшие изменения. Основанная в 1878 г., ТФБ в течение длительного времени имела статус некоммерческой членской организацией, являющейся юридическим лицом с правами самоуправления. В 2001 году биржа сменила свой статус товарищества (компании с членством) на акционерное общество, а с 1 августа 2007 г. была инкорпорирована в холдинговую группу ТФБ, включающую также компании депозитарии и расчетные центры.



Высшим управляющим органом Токийской биржи является общее собрание членов, которое решает только наиболее важные вопросы, связанные с изменением устава. Высшее управленческое звено включает 11 членов Совета, девять управляющих директоров во главе с действующим президентом и 4 внутренних аудиторов. В организационную структуру биржи входят также четыре блока департаментов и управлений, в т.ч. корпоративного управления (секретариат, внутренний аудит, административные и финансовые службы), саморегулирования (листинг и листинговая экспертиза, наблюдение за рынком); рыночных операций (рынки акций, облигаций, деривативов, продвижения сетевых продуктов), системный (планирование и управление электронными средствами).

В целях предупреждения манипулирования на рынке действует система мониторинга поведения брокеров и движения курсов, включающая три специальных автономных отдела. Имеется также ревизионная комиссия, располагающая независимым штатом инспекторов, которые следят за соблюдением устава и правил действия на бирже. В сложных ситуациях биржевой отдел акций имеет возможность приостановить торговлю, потребовав от компании публичных разъяснений.

На конец 2006 г. рыночная стоимость ценных бумаг на ТФБ составила 549,8 трлн иен и оборот 673,8 трлн иен, что позволило ей сохранить ведущие позиции в мире по размерам оборота и ликвидности. Сделки по купле-продаже акций на Токийской фондовой бирже регламентируются специально определенными правилами. Главным является принцип обязательного совершения сделок на бирже, предписывающий всем членам биржи, совершающими операции с ценными бумагами, включенными в листинг, делать это только на ТФБ.

Другим основополагающим принципом является принцип конкурентных торгов, определяющий приоритетность цены и время подачи заявки. Сделка заключается в момент совпадения условий приоритетной заявки на продажу и заявки на покупку, а ценой сделки становится показатель цены в данных заявках.

В настоящее время существует три основных метода совершения сделок по купле-продаже акций на ТФБ: 1) «стандартные» схемы,

расчет по которым производится на 3-й рабочий день со дня совершения сделки (T+3); 2) «кассовая сделка», расчеты по которым осуществляются в день ее заключения или на следующий рабочий день; 3) сделки «по мере эмиссии», т.е сразу же после выпуска новых акций. На практике, однако, основная часть операций приходится на первую схему. Взаимозачеты по итогам торгов осуществляет Японская корпорация по клирингу ценных бумаг. С 70-х годов эта процедура происходит на «бесбумажной» основе, без выписки сертификатов на право владения бумагами, а путем регистрации такого права в специальной электронной «книге учета». Для регистрации и депонирования акций и корпоративных облигаций создан Японский депозитарный центр ценных бумаг, в котором размещены расчетные счета основных институциональных участников рынка.

Основными операторами на ТФБ являются институциональные владельцы ценных бумаг, однако внутри этой группы в последние годы происходят серьезные изменения. За 2003-2006 гг. удельный вес японских компаний, непосредственно участвующих в торговле ценными бумагами за свой счет, снизилась с 32,0% до 26,6%, банков - с 9,4% до 5,7%, в то время как доля иностранных компаний выросла с 33,2% до 39,3%. Несколько повысилась доля индивидуальных владельцев акций - с 18,2% до 24,1%.

Вместе с тем необходимо учитывать, что торговля на ТФБ ведется только через членов биржи - компании по операциям с ценными бумагами («Номура», «Дайва», «Никко Кордеал»), а другие компании и индивидуальные лица могут осуществлять такую торговлю только через посредников. Таким образом, компании по ценным бумагам выступают в роли брокеров и дилеров, при этом дилерская торговля оказывает большое воздействие на динамику рынка. Одновременно на эти компании возлагается обязанность рассмотрения получаемых заявок с целью недопущения инсайдерских операций и иных видов манипулирования на рынке.

С середины 80-х годов на ТФБ отмечается существенный рост рынка производных инструментов, число и объемы торговли которыми расширилось в соответствии с общими тенденциями мирового фондового рынка. Основные операции осуществляются по двум видам



фьючерсных контрактов, т.е. стандартных обязательств на поставку биржевого актива в указанный в контракте срок по цене, определенной сторонами при совершении сделки. Основные фьючерсные контракты по стоимостному объему приходится на фьючерсы на базе индекса TOPIX, в том числе по отдельным отраслям экономики, а также 5-10 летних государственных облигаций. Основными участниками на данном рынке выступают японские компании по операциям с ценными бумагами и иностранные финансовые компании. Устойчиво увеличиваются объемы операций на ТФБ с опционами, т.е. финансовых контрактов, которые дают право покупателю купить или продать ценную бумагу по оговоренной цене в определенное время (дата истечения опциона). Практикуются опционы на базе индекса TOPIX, отдельных акций компаний и облигаций японского правительства.

Акции компаний, имеющих листинг на Токийской фондовой бирже, делятся на три основные группы: «первая секция» (наиболее крупные компании), вторая секция и акции секции Mothers для быстрорастущих компаний с венчурным капиталом. Компании, впервые проходящие процедуру листинга, попадают, за редкими исключениями, во вторую секцию и по итогам делового года могут быть переведены в первую. И, наоборот, компании, не соответствующие по итогам финансового года требованиям первой секции, переводятся во вторую секцию биржи.

Членами Токийской биржи являются:

регулярные члены (компании по ценным бумагам, которые могут вести операции, как за свой счет, так и в интересах клиента);

сайтори (компании по ценным бумагам, являющиеся посредниками между регулярными членами биржи);

специальные члены (компании, связывающие биржевые рынки, выполняющие на Токийской фондовой бирже те приказы, которые не могут быть выполнены на региональных биржах) и другие члены;

небанковские компании по ценным бумагам (находящиеся в ассоциированной связи с банками).

Большая часть компаний, имеющих листинг на первой секции ТФБ, включены также в котировочные листы фондовых бирж Осаки и Нагоя.

Ведущим показателем движения биржевых курсов акций на ТФБ является индекс TOPIX (Tokyo stock price index), впервые опубликованный 1 июля 1969 года с базовым значением 100 пунктов. Он рассчитывается как средневзвешенное значение курсов ценных бумаг компаний, котирующихся на первой секции ТФБ. Индекс первоначально использовался в торговой системе биржи, где учитывалось общее число выпущенных акций, и затем перенесен в систему с учетом только тех акций, которые находятся в свободном обращении. Несмотря на технический характер изменений, они оказали заметное влияние на индексные показатели, поскольку у многих японских компаний большое количество акций находилось в перекрестном владении и не выводилось на рынок.

Список компаний, включаемых в индекс, пересматривается два раза в год - в январе компании могут быть добавлены или удалены из списка, в июле — только добавлены. Индекс вычисляется каждые 15 секунд в рабочие дни биржи. Наряду с композитным индексом одновременно рассчитываются субиндексы для акций компаний 33 ведущих отраслей, а также отдельно для акций крупных, средних и мелких компаний, имеющих листинг на ТФБ.

С 1982 г. для акций второй секции и частично первой секции была внедрена система CORES (Computer assisted order routing and execution system) - компьютеризованная система маршрутизации и исполнения через терминальные устройства. В нее были также включены CORES F - торговая система по фьючерсам и CORES - O - торговая система по опционам на фондовые индексы. С 1990 г. на ТФБ стала действовать система FORES (the Floor Order Routing and Execution System) - система маршрутизации и исполнения заявок в операционном зале биржи.

Тем не менее, до весны 1999 г. основным методом торговли продолжал оставаться открытый двойной аукцион: торговля с голоса «в толпе» на бирже, когда курс открытия устанавливался залповым методом. Заявки поступали на биржу из контор фирм-членов по телефону или на терминалы компьютеров и затем передавались сотрудникам фирм, работающим в торговом зале. В дальнейшем, однако, биржа перешла на полностью компьютеризованную обработку заказов.



В настоящее время на Токийской фондовой бирже действует система непрерывного аукциона, предполагающая наличие постоянной конкуренции между продавцами и покупателями ценных бумаг. Все заказы (лимитные или рыночные) группируются брокерами или дилерами и располагаются на табло в соответствии с ценовыми или временными приоритетами. В соответствии с ценовыми приоритетами определяющую роль играет цена продавца на ее низшем (цена покупателя на высшем уровне). В соответствии с временным приоритетом преимущество имеет более ранний заказ.

На ТФБ используется два основных вида транзакций – «итоесэ» и «дзараба». При открытии и закрытии торгов используется метод «итоесэ». Он предусматривает исполнение заявок без использования временных приоритетов в определенном порядке. Если заказ покупателя/предложение продавца производится соответственно с более высокой или низкой ценой чем цена открытия, то сделка будет заключена по данной цене. Для продолжающейся торговли, когда цена открытия уже определена, применяется метод «дзараба», то есть выполнение отдельных индивидуальных сделок. Все заказы соотносятся с помощью мощной вычислительно-информационной системы, которая ведет учет предложений и сообщает об их поступлении. Сделки вне биржи допускаются только в случае, если на этом настаивает заказчик, с учетом ценовых рекомендаций Японской ассоциации дилеров ценных бумаг.

В дополнение ТФБ имеет возможность применить ряд мер для предотвращения краткосрочных колебаний цен на бирже. В случае нарушения дисбаланса на рынке устанавливаются специальные котировки предложения или покупки, которые сообщаются по информационной сети биржи и аннулируются по поступлении такого же заказа от покупателей. ТФБ устанавливает также пределы колебания цены в иенах по отдельным сделкам для ограниченных колебаний цен на акции в течение дня, а также предусматривает временную приостановку заключения сделок при превышении установленного показателя.

После внесения изменений в Коммерческий Кодекс в 2001 г. обязательное минимальное количество акций в стандартном лоте было отменено и теперь их число определяется в соответствии с внутренним регулированием компании – эмитента.

Расширение деятельности Токийской фондовой биржи оказало значительное влияние на разработку ее корпоративной философии, т.е. набора установленных правил, которым ТФБ и аффилированная с ней группа компаний следуют в процессе реализации своего бизнеса. Наряду с конкретизацией плановых наметок по развитию управленческой системы биржей и процедуры принятия решений, корпоративная философия включает и корпоративную этику для развития дружественных отношений с компаниями и индивидуальными инвесторами, формирования положительного имиджа биржи в обществе, особенно с точки зрения понимания социальной ответственности деятельности биржи. Предоставляемая ТФБ информация позволяет инвесторам делать оценку текущего положения на рынке и определять насколько высоки или низки биржевые курсы, принимать более точные инвестиционные решения.

Заказ на продажу по самой низкой цене и заказ на покупку по самой высокой цене определяются как лучшая цена предложения и спроса соответственно. ТФБ предоставляет информации по этим ценам, а также информацию по 4 лучшим ценам с общим количеством реализуемых акций. В случае значительного дисбаланса заказов ТФБ сообщает информацию о специальных котировках. Учитывая интерес инвесторов к движению курсов акций, ТФБ до открытия аукциона обеспечивает помещение информации, где указываются равновесные цены покупки и предложения и следующие 4 котировки по лучшей цене. Данная котировка меняется вплоть до открытия сессии по мере поступления заказов и предложений. ТФБ предоставляет эти данные компаниям по торговле ценными бумагами и информационным посредникам, в то время как индивидуальные инвесторы могут получить доступ к данной информации, заключив соглашение с одной из этих компаний.

Развитие электронных систем обработки и передачи информации на Токийской фондовой бирже в значительной степени было связано с необходимостью преодоления имеющихся инфраструктурных ограничений по торгам в условиях быстрого расширения японского рынка ценных бумаг. На первом этапе, с начала 90-ых годов были компьютеризованы некоторые виды биржевых операций, такие как, например, размещение и подбор соответствующих друг другу приказов. Далее стала использоваться



система размещения заказов через Интернет для пакетов акций, в случае, когда объем сделки был меньше минимально установленного для операций на торговой площадке. В апреле 1999 года перестала существовать система напольной торговли и все транзакции стали проводиться в электронном режиме. Это привело к заметному сокращению числа трейдеров и биржевых клерков, работающих на бирже.

В настоящее время компьютеризованная система биржевой торговли на ТФБ включает следующее:

1) размещение заказов инвесторов через специальную автоматизированную торговую сеть участников биржи;

2) регистрацию и обработку торговой системой заказов в зависимости от торгового участника, названия/кода выпуска, размеров заказа (объем по стоимости), его типа (продажа/покупка) и времени выдачи;

3) исполнение заказов в соответствии с действующими торговыми правилами, отчеты об исполнении автоматически направляются участникам торгов в электронном виде;

4) в дополнение к обработке и исполнению большого количества сделок ТФБ в режиме реального времени распространяет информацию о состоянии рынка, в т.ч. о текущем курсе по группам ценных бумаг, наличие их на рынке.

Наряду с торговлей через аукционы в ноябре 1997 г. на ТФБ была введена внеаукционная система для проведения торгов крупными партиями акций и конвертируемых облигаций. на основе переговоров и набора определенных групп ценных бумаг (не менее 15 эмиссии с общей стоимостью 100 млн иен), в основном между крупными инвестиционными компаниями. В целях ее расширения была сначала введена система TOSnet, а затем система TOSnet - 2 для индивидуальных инвесторов, которая позволяет покупать акции по ценам закрытия предыдущего торгового дня и по средневзвешенным ценам текущей сессии.

Вместе с тем, несмотря на широкое внедрение средств электронной автоматизации на Токийской фондовой бирже, вопросы создания достаточно устойчивой технологической базы для организационного управления биржевыми операциями по-прежнему остаются одной из

основных проблем деятельности ТФБ. В значительной мере это связано с общетехнологическими вопросами организации обработки информации (формирование оптимального режима диалога, определение коллективных форм переработки информации, выработка процедур общения с базами данных и др.), а также выбором эффективных технических средств, необходимых для проведения подобной работы. Серьезные проблемы ставит постоянное увеличение объемов биржевой информации, которую необходимо хранить, анализировать, обрабатывать, передавать на большие расстояния и т.п.

В середине текущего десятилетия в системе электронной торговли Токийской фондовой биржи произошел ряд крупных технических сбоев, повлекших в дальнейшем серьезные организационные подвижки. В ноябре 2005 года после установки нового компьютерного оборудования на бирже произошли самые серьезные в ее истории системные неполадки, когда вследствие зависшей операционной системы компании Фудзицу торги были приостановлены более чем на четыре часа. В конце того же года крупные убытки (около 350 млн долл.) получила как вследствие ошибки персонала биржи, так и отсутствия достаточных технических процедур для ликвидации этих ошибок рекрутинговая компания J-Com, вышедшая с первоначальным размещением своих акций. Прежнее руководство ТФБ было вынуждено уйти в отставку, а новое - принять целый пакет обязательств по перестройке работы биржи.

Заметное воздействие на трансформацию японского фондового рынка оказывает процесс его интернационализация, которая осуществляется по трем основным направлениям. Во-первых, размещение иностранных ценных бумаг в Японии. Во-вторых, приобретение иностранными инвесторами ценных бумаг на японском рынке и покупка японскими инвесторами ценных бумаг за рубежом. В-третьих, продвижение в Японию иностранных компаний по торговле ценными бумагами и выход японских компаний для операций на зарубежных рынках.

Японский рынок ценных бумаг стал привлекать иностранных инвесторов еще в 70-е годы, когда произошло общее заметное усиление позиций японской экономики в мире. В этот период на японском рынке стали котироваться не-



которые иностранные акции, открываться представительства западных инвестиционных компаний, а также стало возможным приобретение ряда иностранных бумаг. В дальнейшем был облегчен доступ иностранных, прежде всего американских, инвестиционных компаний к японским активам, расширилась практика размещения зарубежных ценных бумаг, и в целом иностранный капитал стал занимать более крепкие позиции в японской финансовой системе.

Данный процесс непосредственно связан с дерегулированием финансового рынка, осуществляемого путем ликвидации многочисленных ограничений при осуществлении сделок, расширения групп торгуемых бумаг, «либерализацией» процентных ставок и др. На фоне либерализации валютного законодательства были существенно снижены действующие барьеры между банковским бизнесом и компаниями по операциям с ценными бумагами, смягчены ограничения на брокерские операции и покупку иностранных облигаций, снижены комиссии, упрощено налоговое законодательство в данной сфере и т.д.

На ТФБ процесс интернационализации операций с ценными бумагами также заметно усилился с начала 70-х годов. Существенное развитие получает практика выпуска облигаций в евроиенах как иностранными, так и национальными эмитентами. В 1973 г. была открыта иностранная секция ТФБ. По мере расширения масштабов деятельности ТФБ к ее деятельности стали проявлять все больший интерес иностранные компании. Со второй половины 80-х годов число зарегистрированных на ТФБ зарубежных фирм постоянно увеличивалось и достигло к началу 90-х годов 127 против 20 в 1985 году.

В дальнейшем, однако, в связи с вступлением Японии в длительный период экономического застоя и краха «мыльного пузыря» количество акций иностранных компаний, котирующихся на ТФБ резко сократилось и на конец 2006 г. составило 25 компаний. Наряду с общей экономической конъюнктурой действия иностранных компаний вызвано жесткой процедурой листинга по сравнению с фондовыми биржами других стран, большими расходами, в частности по подготовке документов в связи с необходимостью обязательного перевода на японский язык, снижением интереса японс-

ких инвесторов к иностранным ценным бумагам.

Вместе с тем, в связи с сохраняющейся привлекательностью японского рынка как источника привлечения капитала и расширением деятельности японских ТНК за границей, иностранные компании сохраняют свое присутствие на бирже и расширяют свою долю на отдельных сегментах рынка. С 1986 г. в немалой степени в результате давления американской стороны участниками Токийской фондовой биржи могут быть и иностранные инвестиционные институты, соблюдающие ряд требований финансового регулятора в части установленного минимального размера капитала, ежегодной величины чистого дохода и др.

В 1987 г. из 115 членов токийской биржи 22 приходилось на иностранные компании. В настоящее время их число также сократилось - до 12 в 2007 г. К числу ведущих иностранных участников относятся крупнейшие американские инвестиционные компании «Мерилл Линч», «Голдман Сакс», «Морган Стэнли», немецкий «Дрезднер Кленворт», французский «БиЭнПи Париба» и др.

Значительное развитие в 90-годы - начале текущего десятилетия получила торговля на биржевой площадке JASDAQ для венчурных компаний и малого, и среднего бизнеса. С декабря 2004 г. она преобразована в самостоятельную биржевую компанию («JASDAQ Securities Exchange») с капиталом 103,0 млн иен. После первой реорганизации JASDAQ в 1983 г. и на конец 2006 г. число котировок акций на ней выросло со 111 до 971, а оборот соответственно с 38,9 млрд иен до 13,4 трлн иен. Отмечается повышение ликвидности ее операций на рынке - в 2006 г. число реализованных акций составило 21,3 млрд акций с оборотом 23,3 трлн иен против соответственно 37,2 млрд акций и 19,5 трлн иен в предшествующем году¹.

В отличие от ТФБ JASDAQ в соответствии с характером осуществляемых операций с ценными бумагами использует два основных торговых метода: метод аукциона и метод маркетмейкера. Метод маркетмейкера используется как механизм обеспечения ликвидности для небольших венчурных компаний, когда несколько компаний по операциям с ценными бумагами (не менее четырех по одному выпуску), являющихся членами биржи, на постоян-



ной основе должны указывать индикативные цены. Далее торговля осуществляется на базе этих цен, т.е. даже при низкой ликвидности участники рынка могут всегда найти партнера для покупки и продажи ценной бумаги.

Высокая прибыль и риск по ценным бумагам, размещаемым на данной бирже, способствовали диверсификации выпусков JASDAQ по отраслям. В дополнение к сфере услуг, торговле, высокотехнологичным отраслям определенное место стали занимать акции компаний по операциям с торговыми фьючерсами, производству оборудования для защиты окружающей среды, образовательные, медицинские учреждения, сфера развлечений и т.д. Все большее место занимают компании новых отраслей, развивающиеся в результате происходящих структурных изменений, либерализации законодательства. В связи с тем, что выпуски ценных бумаг приходится на компании всех районов страны, которые демонстрируют хорошие финансовые показатели и высокий потенциал роста, с точки зрения собственников, значительная часть акций покупается индивидуальными инвесторами (79% в 2006 г.). Далее следуют иностранные инвесторы, включая фирмы и индивидуальных инвесторов (12,6%), компании по операциям с ценными бумагами и прочие финансовые институты (по 3-4%).

Финансовые скандалы с ценными бумагами венчурных компаний в Японии в последние два года, связанные с серьезными нарушениями правил биржевой торговли и, прежде всего, распространением ложной информации для искусственного повышения цены своих акций, ослабило интерес многих японцев к инвестированию в данную отрасль. В текущем финансовом году ожидается снижение результатов деятельности биржевых площадок, где обращаются ценные бумаги компаний данной группы, в том числе и JASDAQ. В этой связи разрабатываются планы продажи контрольного пакета биржи, принадлежащего Ассоциации японских дилеров по ценным бумагам (70%), Токийской или Осацкой фондовой бирже и последующего слияния JASDAQ с аналогичными секциями указанных бирж.

Обострение конкуренции на мировом фондовом рынке, а также технологические проблемы менеджмента фондовых операций поставили ТФБ перед необходимостью развивать сотрудничество с другими торговыми площад-

ками, прежде всего Северной Америки и Азии. В конце января 2007 г. между Токийской фондовой биржей и Нью-Йоркской фондовой биржей было подписано письмо о намерениях создания стратегического альянса между двумя мировыми биржевыми центрами, в первую очередь в области совместной разработки и использования новых направлений развития торговых систем и технологий, оказания услуг по инвестированию и эмиссии ценных бумаг, разработке инвестиционных продуктов.

В качестве первого шага в августе 2007 г. было заключено соглашение о техническом сотрудничестве, предусматривающее консультирование американской стороной ТФБ по управлению и эксплуатации компьютерных сетей, а также эффективному использованию действующих мощностей для обеспечения стабильности и высокого качества биржевых операций.

Япония является одним из наиболее развитых рынков облигаций, который по размерам уступает только рынку США. По данным Минфина Японии, за 1980-2006 гг. общая сумма выпущенных облигаций выросла с 198 млрд иен до 199921 млрд иен, или более чем в 1000 раз. Рынок облигаций Японии в основном представлен государственными облигациями и облигациями местных органов власти (90% общего объема выпущенных облигаций), банковскими облигациями (4%), корпоративными облигациями и облигациями государственных корпораций (по 3%). Принятый в Японии в 1947 г. Закон о государственных финансах был направлен на поддержание финансовой стабильности, для чего вводились жесткие ограничения по выпуску государственных займов. Государственные облигации впервые стали выпускаться лишь в 1965 г. Для того чтобы облегчить их распространение для держателей государственных долговых обязательств, были введены налоговые льготы.

К середине 70-х годов в результате глубокого экономического кризиса в Японии существенно сократились налоговые поступления, что усилило напряжение в государственных финансах. В этих условиях был принят закон, предусматривающий выпуск специальных облигаций для финансирования бюджетного дефицита. В результате их эмиссии соотношение между размещаемыми государственными долговыми обязательствами и бюджетными расходами в 1976 г. увеличилось до 29,4% против 5,3% в



1965 г. В дальнейшем этот показатель сохранялся на постоянно высоком уровне. К середине 80-х годов в Японии сложилось наиболее неблагоприятное по сравнению с другими экономически развитыми странами положение с внутренним долгом и расходами на его обслуживание, на которые приходилось направлять одну пятую всех бюджетных ассигнований.

Возобновление практики выпуска в крупных объемах государственных долговых обязательств привело к существенному увеличению непогашенного внутреннего долга. Величина средств, направляемых на его обслужи-

вание, неуклонно возрастала и достигла в 1986 г. 20,9% по отношению к общей сумме бюджетных расходов, в то время как в 1965 г. данное соотношение составляло всего 0,6%.

В 90-е годы в Японии происходит дальнейшее резкое увеличение задолженности государства по облигационным займам. С конца 90-х годов японский рынок государственных облигаций стал крупнейшим в мире, а задолженность по займам центрального и местного правительств составила 773 трлн иен или 178% ВВП страны против 121% для Италии и 62% для США.

Таблица

Эмиссия облигационных займов в Японии (в млрд иен)

Годы	Государственные облигации	Местные органы власти	Гарантированные государством	Корпоративные	Банковские	Всего
1970	330,0	86,7	280,9	557,5	2 967,7	4 222,8
1990	36 277,5	996,3	1 774,1	1 834,0	45 523,9	86 405,8
1995	65 677,7	1 967,0	2 952,8	5 046,2	42 594,6	118 238,3
2000	105 996,1	2 200,0	4 854,7	7 975,1	20 979,8	142 005,7
2004	175 268,1	5 251,5	8 243,9	5 766,5	8 167,7	202 697,7
2005	186 155,7	6 152,7	7 821,1	6 851,5	8 454,9	215 435,9
2006	175 683,9	6 031,1	4 434,2	6 544,5	7 227,6	199 921,3

Источник: Статистика Минфина Японии за 1970-2006 гг.

Японские финансовые институты в своей политике по размещению средств значительно увеличили в активах долю государственных облигаций, исходя из того, что они выпускаются наиболее надежным эмитентом – государством и наиболее ликвидны среди облигаций, выпускаемых внутри страны. В результате сложилась ситуация, когда облигации стали составлять сначала ядро, а затем и занимать основное место в облигационном портфеле институциональных инвесторов.

Государственный долг выступает в качестве низкорискового инструмента для инвесторов и используется для целей хеджирования. Кривые доходности используются для определения цен на долговые бумаги. Так как один и

тот же эмитент выпускает облигации с различными сроками погашения, возникает понятие «структуры ставок» (кривая доходности). Каждый выпуск в качестве отдельной совокупности формирует рынок значительных размеров.

Таким образом, рынок государственных облигаций в Японии выступает в качестве ориентира для внутренних процентных ставок и выполняет функцию обеспечения нормальной работы не только рынка облигаций, но и финансового рынка в целом. Государственный долг играет также важную роль в осуществлении денежно-кредитной политики. В частности, операции Банка Японии с казначейскими векселями являются инструментом регулирования рынка краткосрочных капиталов.



В зависимости от цели использования государственных облигаций в соответствии с японским законодательством разделены на три основные группы:

1) облигации на будущие доходы, включающие строительные облигации (для финансирования объектов социальной инфраструктуры), облигации для покрытия бюджетного дефицита и облигации для рефинансирования долга;

2) облигации для рефинансирования долга;

3) облигации для программ финансовых займов бюджета.

В связи с проводимыми государством мерами по сокращению темпов роста облигационной задолженности наибольшее место в общей сумме облигационных займов стали занимать облигации по рефинансированию долга (66% в 2007 фин.г.), далее следуют облигации на будущие доходы – 17% (соответственно 4% и 13% общего объема) и финансовые займы – также 17%.

К первой группе относятся купонные облигации – среднесрочные (выпускаемые на 2 и 5 лет), долгосрочные (обращающиеся в течение 10 лет) и сверхдолгосрочные (эмитируемые на 15, 20 и 30 лет), а также краткосрочные дисконтные облигации. К второй и третьим группам относятся казначейские векселя, выпускаемые на срок 6 месяцев и 1 год и векселя различных фондов. Выпускаются также бумаги на 5 и 10 лет для индивидуальных инвесторов и индексируемые облигации на 10 лет. Часть государственных облигаций размещается Банком Японии на неорганизованном рынке.

Поскольку одним из основных факторов успешного размещения выпускаемых облигаций является правильная оценка спроса и состояния рыночной конъюнктуры, проведению эмиссии государственных ценных бумаг в обязательном порядке предшествует составление плана выпуска основного вида государственных долговых инструментов – долгосрочных облигаций. В этих целях Министерством финансов страны проводятся совещания с представителями компаний, входящих в синдикаты по их размещению, а также представителями ведущих объединений финансового бизнеса. После официального утверждения суммы фи-

нансового андеррайтинга по годам общий план выпуска облигаций утверждается парламентом страны.

Основная часть государственных долговых обязательств размещается центральным правительством посредством публичного предложения. В настоящее время имеются две основные схемы эмиссии облигаций. Во-первых, размещение на открытом аукционе. После проведения совещаний в Минфине участники аукциона подают заявку, в которой предлагают условия выпуска и сумму приобретения. Круг лиц, которые могут быть допущены к торгам, помимо членов синдиката, включает финансовые институты, имеющие разрешения на проведение операций с гособлигациями. Условия и объем выпуска определяются на основе поданных заявок. Эта схема применяется при выпуске купонных 30- и 20-летних, 2-летних и краткосрочных дисконтных облигаций.

Во-вторых, размещение синдикатом андеррайтеров. По этой схеме размещение облигаций разбивается на 2 части – часть, выставленная на аукцион (60% от общей суммы выпуска), и оставшаяся часть, размещаемая по фиксированной доле компаний-участников. Государство заключает с синдикатом, состоящим из инвестиционных компаний и других финансовых институтов, соглашения о проведении подписки среди инвесторов из числа широкой публики (Соглашение о проведении подписки) или соглашение о выпуске нераспроданной части выпуска (Соглашение о выкупе остатка) в случае, если объем подписки не достигнет объема выкупа. Синдикат выполняет функцию гаранта в отношении всей намеченной суммы выпуска государственных бумаг. Эта схема применяется при выпуске 10-летних и 5-летних дисконтных облигаций. По этой схеме цена выпуска гособлигаций определяется по средневзвешенной цене удовлетворенных заявок конкурентного аукциона. Таким образом, условия выпуска 10-летних облигаций отражают реальное состояние рынка. Часть нового выпуска государственных облигаций (около 10-12%) размещается через систему государственных и полугосударственных организаций, а синдицированное размещение играет вспомогательную роль. Важное место в этом процессе занимает Счет бюро доверительных фондов, образуемый из средств почтовосбе-



регательных касс, пенсионного страхования лиц наемного труда и т.д.

Вторичный рынок облигаций является в основном внебиржевым (95% оборота), хотя долгосрочные и супердолгосрочные облигации имеют котировку на ТФБ и могут продаваться и покупаться в ходе торговых сессий в торговом зале пакетами.

Государственные облигации являются очень распространенным финансовым инструментом среди частных инвесторов, которые могут приобрести их в коммерческих и траст-банках, компаниях по операциям с ценными бумагами и почтовых отделениях. Номинал таких облигаций составляет 50 тыс. иен, при этом отсутствуют какие-либо ограничения по их покупке. Расчеты по государственным облигациям разрешены только в самой Японии в уполномоченном банке. При выплате купонного дохода удерживается 20-процентный налог, который в ряде случаев не взимается с японских участников рынка с капиталом более 100 млн иен. В Японии действует также несколько схем освобождения от налогов индивидуальных владельцев облигаций, предусматривающих, в частности, льготы в отношении некоторых групп населения, имеющих финансовые активы на сумму не более 3,5 млн иен.

В соответствии с японским законодательством в Японии существует три способа погашения государственных облигаций: погашение по истечении срока, погашение до истечения срока (досрочное погашение), погашение путем скупки облигаций. На практике, однако, из-за опасений нанести ущерб инвестору, например, из-за колебаний рыночного курса, японское правительство осуществляет закрытие долга путем выплаты в установленный день погашения.

Значительная часть работы с государственными облигациями, начиная от выпуска и кончая погашением, осуществляется центральным банком страны - Банком Японии, которому, в частности, поручаются следующие функции:

- организация и проведение аукционов - принимает предложения от участников, извещает о результатах, заведует средствами, полученными в качестве оплаты, передает ценные бумаги;

- учет владельцев гособлигаций - ведет по реестру учет владельцев облигаций, принимает различные поручения по регистрации;

- выплаты номинала и процентов по облигациям через главный офис и отделения Банка Японии, а также через частные банки, уполномоченные в качестве агента банка Японии.

Экономика Японии продолжает развиваться в условиях бюджетного дефицита, и быстрое наращивание нетто-задолженности выдвигает вопрос управления долгом в один из ключевых вопросов для финансовой политики страны. Среди основных направлений - совершенствование инфраструктуры для выпуска и размещения японских государственных облигаций путем ликвидации фрагментации рынка, дальнейшее развитие системы целевых показателей по кривой доходности и рынка репо. Это, в свою очередь, позволяет создать условия для более приемлемого роста долговых обязательств, для их размещения среди отечественных и иностранных инвесторов, снижения тем самым издержек по управлению долгом.

Примечание:

¹ «Jasdaq Securities Exchange, Inc., Characteristics of JASDAQ market, 2006, p.1

ТОВАРНАЯ РЕКЛАМА

Товарная реклама – вид рекламы наряду с фирменной, или корпоративной, или престижной рекламой. Основная задача товарной рекламы – формирование и стимулирование спроса на товар. Товарная реклама информирует потенциального потребителя о свойствах и конкурентных преимуществах товара, превращая его в активного покупателя. Используется, как правило, на начальных стадиях жизненного цикла товара (выход и рост).

Соб. инф.