

ИНСТИТУТ МИРОВОЙ ЭКОНОМИКИ И МЕЖДУНАРОДНЫХ ОТНОШЕНИЙ
РОССИЙСКОЙ АКАДЕМИИ НАУК

С.В. Ноздрев

**СОВРЕМЕННОЕ СОСТОЯНИЕ И ТЕНДЕНЦИИ
РАЗВИТИЯ МЕЖДУНАРОДНОГО
РЫНКА ЦЕННЫХ БУМАГ**

Москва
ИМЭМО РАН
2012

УДК 339.727
336.763
ББК 65.262.2
Нозд 781

Серия «Библиотека Института мировой экономики и международных отношений»
основана в 2009 году

Нозд 781

Ноздрев С.В. Современное состояние и тенденции развития международного рынка ценных бумаг. – М.: ИМЭМО РАН, 2012. – 110 с.

ISBN 978-5-9535-0359-4

Работа посвящена исследованию проблем современного этапа развития международного рынка ценных бумаг. Существенное место отводится позиционированию международного рынка ценных бумаг в глобальной финансовой архитектуре, той роли, которую играют трансграничные потоки капиталов в формировании его ключевых тенденций. Анализируются процессы трансформации институциональной структуры фондового рынка, биржевого и внебиржевого секторов, роль международных финансовых центров, эволюция использования основных финансовых инструментов на международном рынке капиталов. Дается оценка влияния глобальных тенденций на процессы интеграции российского фондового рынка в мировое финансовое пространство.

Работа предназначена для научных работников, специалистов, работающих на рынке ценных бумаг, преподавателей, студентов и аспирантов вузов финансово-экономического профиля.

S. Nozdrev. Current state and development trends of the international securities market

This paper deals with the recent trends in the international securities market. Essential part of the research is devoted to positioning international securities market into the global financial architecture and the role played by cross-border flows of capital resources in the formation of its key trends. Comprehensive analysis is presented on the transformation changes in the institutional structure of the stock market, stock exchanges and OTC sector, international financial centers, the evolution of the main financial instruments in the global capital markets. The impact of global shifts on the integration of the Russian securities market is being evaluated.

The paper is addressed to researchers, experts, professionals in the securities market, teaching staff, students and post-graduate students of financial and economic sciences.

Публикации ИМЭМО РАН размещаются на сайте <http://www.imemo.ru>

ISBN 978-5-9535-0359-4

© ИМЭМО РАН, 2012
© Ноздрев С.В., 2012

СОДЕРЖАНИЕ

ВВЕДЕНИЕ	4
ГЛАВА 1. МЕЖДУНАРОДНЫЙ РЫНОК ЦЕННЫХ БУМАГ В ГЛОБАЛЬНОЙ АРХИТЕКТУРЕ ФИНАНСОВЫХ РЫНКОВ	6
1.1. Место международного рынка ценных бумаг в мировой структуре финансового рынка	6
1.2. Трансграничные потоки капитала в формировании современных тенденций развития международного рынка ценных бумаг	15
ГЛАВА 2. СОВРЕМЕННЫЙ ЭТАП РАЗВИТИЯ МЕЖДУНАРОДНОГО РЫНКА ЦЕННЫХ БУМАГ	26
2.1. Общая характеристика современного этапа развития международного рынка ценных бумаг	26
2.2. Международный рынок ценных бумаг и международные финансовые центры	29
ГЛАВА 3. ТРАНСФОРМАЦИЯ БИРЖЕВОЙ И ВНЕБИРЖЕВОЙ ИНФРАСТРУКТУРЫ МЕЖДУНАРОДНОГО РЫНКА ЦЕННЫХ БУМАГ КАК ЭЛЕМЕНТ ГЛОБАЛИЗАЦИИ МИРОВОЙ ЭКОНОМИКИ	42
3.1. Современные тенденции развития финансового посредничества на мировом фондовом рынке	42
3.2 Усиление роли институциональных инвесторов как участников международного рынка ценных бумаг	60
ГЛАВА 4. ОСНОВНЫЕ ИНСТРУМЕНТЫ МЕЖДУНАРОДНОГО РЫНКА ЦЕННЫХ БУМАГ – ТЕНДЕНЦИИ И ПРОБЛЕМЫ ПРИМЕНЕНИЯ	71
4.1. Активизация рынка международных облигаций как одного из ключевых сегментов рынка долговых ценных бумаг	71
4.2. Эволюция депозитарных расписок в системе финансовых инструментов международного рынка ценных бумаг	82
ЗАКЛЮЧЕНИЕ	92
СТАТИСТИЧЕСКИЕ ПРИЛОЖЕНИЯ	100

ВВЕДЕНИЕ

Глубокие изменения, обусловившие быстрый рост количественных показателей, формирование новых качественных сторон развития мирового фондового рынка стали одной из наиболее примечательных тенденций глобализации. Опережающий рост рынка ценных бумаг в мировой экономике и связанных с ним сегментов финансового рынка сохраняется до последнего времени вследствие как постоянного расширения спроса на финансовые ресурсы, так и активизации профессиональных участников рынка, расширения его традиционных и новых сегментов. Эволюция глобальных потоков капитала, сопровождаемая в краткосрочном плане циклическими колебаниями, определяет и долговременные тенденции в институциональной структуре рынка.

В работе даётся анализ современного этапа развития и оценка перспектив роста международного рынка ценных бумаг, его специфики в региональном и страновом разрезе в контексте функционирования механизма финансового рынка, основных элементов и факторов, определяющих базисные характеристики в период после мирового финансово-экономического кризиса 2008–2009 гг.

При этом автор исходит из общепринятого в теории мировых финансов определения международного рынка ценных бумаг как совокупности операций с иностранными ценными бумагами на национальных рынках и покупок и продаж собственно международных ценных бумаг, а также их производных, структурированных на данных финансовых инструментах. Международный фондовый рынок теснейшим образом связан с транснациональными потоками капиталов, инвестируемых в ценные бумаги в иностранной для эмитентов валюте.

Начало современного этапа развития международного фондового рынка относится к послевоенному периоду, когда возобновился интенсивный процесс формирования мирового хозяйства, восстанавливались тесные экономические связи между промышленно-развитыми странами. Деятельность транснациональных компаний и банков способствовала расширению финансовых рынков; облигации и акции, выпущенные в отдельных регионах и странах, начинают привлекать не только местных, но и международных инвесторов, что ведёт к формированию рынка свободных капиталов и расширению географии международных операций. Уже в 60-е годы, появляется надстроечный сегмент национальных рынков ценных бумаг, особенно после снижения степени государственного вмешательства в валютные операции. Постепенно в результате интернационализации, либерализации законодательства стран в отношении движения капиталов мировые финансы приобретают качественно новое содержание – растут масштабы и потоки циркуляции капиталов, краткосрочные вложения трансформируются в средне- и долгосрочные инструменты, расширяется эмиссия международных ценных бумаг.

Перечисленные моменты позволяют рассматривать международный фондовый рынок как один из элементов глобального фондового рынка, включающего также в качестве важнейшей составной части рынки ценных бумаг отдельных стран. Несмотря на сложную систему взаимосвязей, он обладает определённой автономией, а в ряде случаев, например при асимметричной ликвидности, может явиться «спусковым

крючком» регионального, а в дальнейшем и общего финансового кризиса. Многосторонность и динамизм происходящих процессов обуславливает рассмотрение деятельности международного рынка ценных бумаг одновременно на двух основных уровнях, где в последние десятилетия происходят наиболее ощутимые изменения: во-первых, на уровне биржевой и внебиржевой структуры рынка и механизмов их взаимодействия; во-вторых, с точки зрения развития основных инструментов, их модификации и влияния в целом на международные финансовые рынки.

Усиление воздействия международного фондового рынка на экономические процессы в мире требует обратить внимание и на количественную сторону происходящих явлений. В настоящее время вырабатывается единый подход к изучению различных сторон функционирования данного сегмента рынка, однако существующие базы данных являются далеко несовершенными и часто не сопоставимыми по наполнению. По-видимому, в дальнейшем, главным образом, по линии международных финансовых институтов, будет строиться развёрнутая система показателей, характеризующая развитие рынка по основным его направлениям. В то же время требуется её критическое осмысление, внесение собственных корректив для увязки с развитием внутреннего, в том числе и российского, финансового рынка, что даёт возможность расширить понимание происходящих процессов, их влияния на развитие региональных и национальных финансовых систем.

Наряду с оценкой взаимодействия национальных и мирового рынков капиталов существенное место в работе отводится позиционированию международного рынка ценных бумаг в глобальной архитектуре и оценке той роли, которую трансграничные потоки финансовых ресурсов играют в формировании его ключевых тенденций. При этом основное внимание уделяется развитию операционного механизма в сфере международных финансов на основе движения капитальных потоков между государственными и квазигосударственными институтами, корпорациями-эмитентами и международными инвесторами.

Представляется актуальным изучение и других групп проблем, связанных с деятельностью международного рынка ценных бумаг. Это, во-первых, перспективы дальнейшей интеграции фондовых рынков в инструментальном и региональном разрезах при практическом отсутствии достаточно эффективных механизмов межгосударственного регулирования кризисных ситуаций в данной сфере деятельности и излишней зависимости реального сектора мировой экономики от транснационального движения финансовых ресурсов. До сих пор существуют весьма противоречивые мнения по данному вопросу, в особенности в отношении возможности выработки общей стратегии принятия решений по координации регулятивной деятельности в рамках интеграционных механизмов, не противоречащей интересам развития финансового сектора отдельных стран.

Во-вторых, трансформация институциональной среды, происходящая в рамках глобализации, её основные характеристики и особенности. В этой связи представляется важным определить, в какой форме будет развиваться тенденция к перераспределению капитальных ресурсов и влияния между прямыми участниками финансовых операций, в какой степени сохранится проявляющаяся в современный период ориентация банковских институтов на расширение своей деятельности в сфере мировых финансов.

Основные направления финансовой глобализации во многом определяют и процессы интеграции российского рынка ценных бумаг в общемировую систему. Российский фондовый рынок становится достаточно устойчивым и привлекательным сегментом глобального фондового рынка, занимая в нем более заметное место, отечественные государственные и частные структуры становятся активными участниками фондовых операций на международном рынке капиталов. Исходя из этого, встраивание в систему мирового хозяйства требует более тщательного изучения глобализации фондового рынка и особенно одной из основных его составляющих – международного фондового рынка. В долгосрочной перспективе данные тенденции и определяющие их ключевые факторы будут оказывать возрастающее влияние на деятельность российских регулятивных органов и финансовых институтов. Эти вопросы становятся особенно актуальными в преддверии нового этапа глобальной конкуренции за инвестиционные ресурсы, предполагающей в качестве одной из своих сторон максимально эффективное использование возможностей международного сектора рынка капиталов.

ГЛАВА 1. МЕЖДУНАРОДНЫЙ РЫНОК ЦЕННЫХ БУМАГ В ГЛОБАЛЬНОЙ АРХИТЕКТУРЕ ФИНАНСОВЫХ РЫНКОВ

1.1. Место международного рынка ценных бумаг в мировой структуре финансового рынка

Глобальные кризисные потрясения последних лет наглядно обозначили тесную связь развития международного рынка ценных бумаг с функционированием основных сегментов международного финансового рынка (МФР) и базисными тенденциями в сфере движения капиталов, продолжение процесса конвергенции различных финансовых операций.

Расширение мирохозяйственных связей выдвинуло необходимость формирования международного финансового рынка, обеспечивающего аккумуляцию и перераспределение финансовых ресурсов в соответствии с объёмом и динамикой спроса и предложения на них на мировом рынке капиталов и движением нормы прибыли. Складывающаяся структура МФР в значительной мере отвечает потребностям финансовых рынков развитых стран, обеспечивающих первоначально движение капитала и денежных ресурсов в национальных границах, и в значительной степени соответствует структуре этих рынков (рынок капиталов, валютный рынок, денежный рынок и др.).

Развитие международного финансового рынка проходит, с одной стороны, в качестве составной части международных экономических отношений, а с другой, является следствием формирования современной архитектуры национальных финансовых рынков, расширения их сегментов и функций. С точки зрения рыночного механизма он призван обеспечивать необходимые условия для торговли финансовыми активами (включая и обслуживающие товарные сделки), основываясь на наиболее низких транзакционных издержках, и формировать оптимальный баланс спроса и предложения. Исходя из этого, к функциям МФР относятся: аккумуляция капиталов более узких сегментов (региональных и страновых), создание валютной ликвидности,

обслуживание расчетов в международной торговле товарами и услугами, перераспределение рисков, и, наконец, обеспечение условий для глобальных транзакций через интеграцию финансовых рынков.

Интернационализация хозяйственной деятельности и развитие международного предпринимательства во второй половине XX в. способствовали дальнейшему расширению МФР, обеспечивающего привлечение государствами и корпорациями в растущих объемах аккумулированных на международном рынке капиталов для финансирования своей экономической деятельности.

В то же время ряд ранее выдвигавшихся признаков мирового финансового рынка (использование только ключевых валют, доступ на рынок преимущественно крупных заемщиков и инвесторов) стали постепенно терять свое значение вследствие расширения валютной конвертируемости, диверсификации операций, технологических нововведений, обеспечивающих в большей степени интересы всех групп участников.

Сильнейшее воздействие на размеры и глубину МФР оказали процессы финансовой интеграции, ведущей к устранению барьеров между национальными и международным финансовыми рынками, росту объемов трансграничных перемещений капитала, формированию новой структуры участников. Развертывающаяся глобализация мировой экономики глубоко затронула международные операции и в конце концов способствовала формированию мирового (глобального) финансового рынка в его современном виде. Складывается качественно новый уровень глобальной финансовой системы, основанный на расширяющейся сети организаций и компаний для оказания различного рода транснациональных финансовых услуг на базе использовании информационных технологий. Развитие инфраструктуры глобализации финансового рынка обеспечило необходимые условия для более тесного взаимодействия ключевых направлений развития сферы мировых финансов.

Усиливается взаимосвязь и взаимопроникновение основных сегментов международного финансового рынка и в целом ряде случаев, особенно при количественных сопоставлениях, отделить их друг от друга представляется достаточно сложным и не всегда осуществимым.

Одной из основных функций международного финансового рынка является обслуживание быстро развивающейся системы рынков инвестиций в реальный сектор, включающей многообразные формы приложения капитала и различные инвестиционные продукты. Существенно расширяется число участников международной инвестиционной деятельности, оказывающих непосредственное влияние на деятельности МФР. Особое место среди объектов инвестирования в этой группе занимает рынок инновационных инвестиций. Он включает, во-первых, инвестиции, осуществляемые с целью подготовки и внедрения инноваций в производство (новые технологии, инновационные проекты), во-вторых, рынок интеллектуальных инвестиций (финансовые и другие контракты, патенты, лицензии, ведущие к возникновению инвестиционных прав), и в целом выполняет функции обеспечения капиталами процессов обновления техники и технологий, создания новых видов конкурентоспособной продукции.

В настоящее время функционирование мирового финансового рынка базируется на развитой институциональной структуре, обеспечивающей перераспределение

капитальных и денежных ресурсов организаций и компаний как внутри, так и за пределами национального рынка. Состав участников рынка является чрезвычайно широким и включает кредитно-финансовые институты, инвестиционные компании, международные экономические организации, транснациональные корпорации, индивидуальных инвесторов и пр. В целом ряде случаев международный финансовый рынок образует надстройку над национальными финансовыми рынками, составляющими его основу.

Важным этапом развития МФР стало формирование с начала 60-х годов евторынка, что первоначально было вызвано ограничениями правительства США на финансирование зарубежных инвесторов и филиалов американских компаний за границей в американской валюте. Вследствие действующих ограничений и существенных различий между финансовыми рынками отдельных стран (налогообложение, резервные требования по депозитам, ограничения процентных ставок) и в условиях роста потребностей в валютных ресурсах потребовалось создание нового, унифицированного рынка, не подпадающего напрямую под действие мер национального государственного регулирования. На начальном этапе развитие евторынка происходило преимущественно в форме рынка евродолларов (т.е. долларов, депонированных в банках за пределами США и используемых для кредитования), а в дальнейшем операции евторынка распространились и на другие валюты и сегменты рынка. Евторынок стал выполнять роль посредника между национальными рынками, операции которого напрямую не регулировались национальными государственными органами.

Хотя евторынок возник в ведущих европейских финансовых центрах, по мере возникновения аналогичных валютных инструментов на других континентах (Азия, Латинская Америка) и введения мультивалютных оговорок в контрактах приставка «евро» теряет свой первоначальный географический смысл и отражает лишь иностранный характер валюты по отношению к месту совершения капитальных операций. В настоящее время евровалютный рынок является рынком, на котором совершаются безналичные депозитно-ссудные и фондовые операции в иностранных валютах за пределами стран-эмитентов этих валют.

В современный период сложились следующие основные характеристики мирового финансового рынка:

- универсальный характер рынка, на котором осуществляются международные валютные, кредитные, расчетно-финансовые, гарантийные, страховые операции, операции с ценными бумагами;

- огромные масштабы финансовых ресурсов в обращении, учитывая совокупную емкость национальных и международного рынков капитала;

- размытость пространственных и временных границ, поскольку операции мирового финансового рынка осуществляются круглосуточно на всех континентах во всех частях света.¹

¹ Теоретические аспекты соотношения национальных, международного и мирового финансового рынков рассмотрены в трудах Миркина Я.М., Рубцова Б.Б., Смылова Д.В. и других авторов (см. «Мировой фондовый рынок и интересы России». Отв. ред. Смыслов Д.В.); ИМЭМО РАН, М.: Наука, 2006; Миркин Я.М. «Финансовое будущее России: экстремумы, бумы, системные риски» – М.: Гелеос, Кэпитал Трейд Компани, 2011.

С начала 80-х годов происходит значительное ускорение темпов роста мирового финансового рынка, которые стали превосходить темпы роста мирового ВВП. Это определялось в первую очередь расширением сферы финансовых услуг развитых стран. В 2007 году общая стоимость мировых финансовых активов достигла своего пика в 202 трлн. долл., однако финансовый кризис привел к снижению стоимостных объемов мирового финансового рынка. С 2009 г. рост возобновился и в 2010 г. этот показатель достиг уровня в 212 трлн. долл., увеличившись за год более чем на 11 трлн. долл. Более половины прироста пришлось на увеличение стоимости акций – на 12% или 6 трлн. долл. Государственный долг вырос на 4,4 трлн. долл., в значительной мере за счет долговых обязательств развитых стран, размещаемых для преодоления последствий финансового кризиса. В отличие от других сегментов финансового рынка, обязательства по облигациям, выпущенных финансовыми институтами, и секьюритизированные активы сократились вследствие переориентации в этот период финансового сектора на более стабильные источники финансирования и снижения уровня секьюритизации.

Развитие национальных финансовых рынков в условиях глобализации стало одним из основных факторов, оказывающих воздействие на масштабы и структуру мирового финансового рынка, формирование его секторального распределения. В свою очередь интенсификация глобальных финансовых потоков стала заметно влиять на экономику стран-участниц, дальнейшее формирование институциональной структуры рынков банковских услуг и фондового рынка. В указанный период совершенно отчетливо прослеживается тенденция возрастания роли мирового фондового рынка как источника мобилизации финансовых ресурсов государством и корпоративным сектором, перераспределения средств на вторичном рынке. Особенно заметно это проявляется в отношении рынков акций, долговых бумаг государства и финансовых институтов.

Рост валовой стоимости ценных бумаг, обеспечивающих участие в капитале, в последние годы, в значительной степени происходил в результате продолжающейся капитализации рынка акций США и заметного улучшения фондовых показателей китайского рынка. В целом ситуация на рынках ценных бумаг многих стран после кризиса 2008 г. сопровождалась восстановлением курсовых показателей, одновременно отмечалось и повышение балансовой стоимости, вызванное ростом корпоративных прибылей.

Агрегатные показатели расширения мирового фондового рынка, однако, скрывают существенные различия в распределении эмиссии долевых ценных бумаг по основным группам стран. Основная часть нетто-выпуска в прошедшее десятилетие приходилась на развивающиеся страны, а для развитых стран характерны отрицательные показатели эмиссий, стоимость выкупа акций превышала стоимость их новых выпусков, что в значительной степени было вызвано т.н. «деакционированием», необходимостью внесения изменений в финансовую структуру компаний и облегчения процедуры присоединения или поглощения других компаний. Только в последние два-три года корпорации, преимущественно банки развитых стран, снизили объемы обратного выкупа акций и увеличили капитал за счет выпуска новых акций, чтобы пополнить средства для модернизации и преодолеть последствия финансового кризиса.

Высокая динамика рынка акций развивающихся стран определялась выводом на листинг растущего числа компаний, стремящихся укрепить свои конкурентные позиции, продолжающимся процессом приватизации. Рост выпуска новых акций компаниями стран с развивающимися рынками сопровождался становлением и расширением операций фондовых бирж в этих странах, которые становятся все более значимыми площадками привлечения национального и иностранного капитала.

В последние годы более половины мирового объема *IPO (Initial Public Offering* – первая публичная продажа) было проведено на биржах развивающихся стран, наиболее заметный вклад в расширение объемов внесли биржи Китая, включая Гонконг. Эти площадки стали конкурировать с Лондоном и Нью-Йорком по новым листингам не только акций компаний стран с развивающимися рынками, но и иностранных выпусков американских и западноевропейских корпораций. Компании многих стран рассматривают в настоящее время возможности листинга в Азии с целью использовать преимущества региона, обладающего значительным запасом капиталов и большим числом заинтересованных инвесторов.

Развитие финансового рынка той или иной страны в среднесрочном и долгосрочном плане определяется рядом фундаментальных факторов, среди которых одним из ключевых является «финансовая глубина» (*financial depth*). На макроэкономическом уровне глубина финансового рынка страны обычно определяется как совокупность финансовых требований и обязательств по отношению к ВВП и показывает, в какой степени корпорации, домашние хозяйства и государственные институты могут финансировать свою деятельность за счет финансовых рынков и финансовых посредников. Данный показатель находится в непосредственной близости к показателям насыщенности оборота страны денежными и финансовыми инструментами и подразумевает также развитость финансовой архитектуры, что в целом дает оценку возможностей аккумулировать и распределять денежные ресурсы для обеспечения потребностей экономического роста. По мнению американских учёных Н. Лояза и Р. Рансье, углубление финансовых рынков в долгосрочном плане придает большую устойчивость финансовой системе, поскольку повышается способность обслуживать перетоки капитала без резких колебаний цен на активы и обменного курса.²

Показатель глубина финансового рынка был введен в обращение экспертами МБРР, которые использовали его преимущественно в исследованиях, рассматривающих уровень обеспеченности финансовыми ресурсами страны или группы стран, прежде всего развивающихся, для обеспечения потребностей экономического развития. В дальнейшем, однако, он приобрел более комплексный характер, позволяя шире оценивать как уровень финансового посредничества в целом, так и отдельных его сегментов.³ В большей степени глубина финансовых рынков стала

² Norman Loayza, Romain Rancière. *Financial Development, Financial Fragility, and Growth*. Washington, DC: World Bank. Development Research Group, 2004.

³ Dimitris K. Christopoulos, Efthymios G. Tsionas. "Financial development and economic growth: evidence from panel unit root and cointegration tests". *Journal of Development Economics*. Vol. 73 (2004), pp. 55–74.

базироваться на монетарных индикаторах широкой денежной базы и ликвидных обязательствах коммерческих банков и нефинансовых институтов.⁴

При определении коэффициента финансовой глубины рынков отдельных стран или их группы как части мирового финансового рынка часто используются две группы основных показателей: уровень развития банковской системы (кредиты, выданные коммерческими банками или депозиты к ВВП); индикаторы развития рынка ценных бумаг (подлежащие погашению государственные, муниципальные и корпоративные облигации и капитализация рынков акций), страхового рынка к ВВП. Большим преимуществом показателя финансовой глубины, учитывая его универсальность, является возможность осуществлять достаточно корректные международные сопоставления как с точки зрения сегментов рынка, так и анализа финансовых позиций отдельных стран или кластеров стран в целом и по основным группам финансовых продуктов.

Вместе с тем, для более объективной оценки роли и места финансового рынка в экономике необходимо учитывать, что данная группа показателей, отражая через коэффициент финансовой глубины роль финансового рынка и отдельных его сегментов в экономике, должна дополняться оценкой степени доступности компаний и физических лиц к финансовым услугам, учитывая их стоимость, инновационную составляющую, институциональные, организационные и нормативные изменения на финансовом рынке. Таким образом процесс углубления финансового рынка во многом определяется степенью зрелости институтов финансового посредничества. Финансовые системы развиваются через создание институтов, инструментов и механизмов, позволяющих обеспечивать перевод сбережений и эффективное использование общего фонда накоплений для целей инвестирования.

В последние десятилетия обозначилась тенденция превышения темпов роста стоимостных объемов финансовых рынков по сравнению с темпами роста мировой экономики, и соответственно повышения их доли по отношению к мировому ВВП. До начала 80-х годов прошлого столетия темпы роста финансовых активов примерно совпадали с темпами экономического роста, за исключением периодов обострения кризисов и военных действий, когда возрастали обязательства по государственному долгу. В дальнейшем происходит заметное ускорение роста финансовых активов по сравнению с ВВП. В Соединенных Штатах, например, общая стоимость финансовых активов по отношению к ВВП до финансового кризиса 2008 года выросла более чем в два раза. Основная часть прироста приходилась на частные долговые инструменты, поскольку корпорации и финансовые институты стали в большей степени обращаться к рынкам капитала для финансирования (см. таблицу 1.1.).

⁴ Peter J. Montiei. "Macroeconomics in Emerging Markets". Second edition, Cambridge University Press, 2011, pp. 493–495.

Таблица 1.1.

**Финансовая глубина мировой экономики по основным сегментам рынка
(в % к мировому ВВП)**

	1990	1995	2000	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Капитализация рынка акций	53	62	101	97	111	121	60	85	91
Государственные и квазигосударственные долговые ценные бумаги	44	47	45	54	56	56	57	66	69
Долговые бумаги финансовых институтов	39	40	54	62	70	76	71	78	71
Долговые бумаги нефинансовых институтов	10	15	17	15	14	15	14	16	18
Секьюритизированные кредиты	10	11	17	24	28	28	28	28	25
Несекьюритизированные кредиты	106	88	87	82	80	80	79	83	82

Источник: Рассчитано по данным McKinsey Global Institute за 2008–2011 гг.

Процесс роста финансовых активов был приостановлен глобальным финансовым кризисом 2007–2008 гг. Падение финансовых активов затронуло практически все группы стран кроме Западной Европы, где проводимые правительствами программы рекапитализации проблемных банков вызвали расширение выпуска частных долговых обязательств. В частности, уровень поддержки повысился после решения Европейского центрального банка и Банка Англии о возможности использования секьюритизированных активов в качестве обеспечения по кредитам РЕПО. Возобновившейся послекризисный рост мирового финансового рынка вновь восстановил показатели финансовой глубины по основным сегментам рынка кроме несекьюритизированных кредитов.

Углубление финансовых рынков определялось как общими тенденциями развития и модернизации финансовых механизмов, так и особенностями развития региональных рынков, ускорением роста отдельных групп финансовых продуктов: во-первых, рынок капиталов в Западной и Восточной Европе, ряде азиатских стран претерпел серьезную трансформацию, в частности в результате использования схем полной или частичной приватизации государственных и полугосударственных предприятий путем публичного акционирования или продажи частным компаниям, а также переоценки акций в сторону повышения после роста их дивидендной доходности; во-вторых, происходит расширение фондового рынка за счет выпуска корпоративных облигаций, ценных бумаг, обеспеченных активами; в-третьих, отмечается рост депозитов в результате роста доходов населения, выхода новых сберегательных продуктов (депозитные сертификаты и инструменты денежного рынка).

В современный период развитые страны располагают значительно более глубокими финансовыми рынками, чем развивающиеся страны. Коэффициент финансовой глубины рынков США, Японии, Западной Европы и других развитых стран находится на уровне 4,0 или выше ВВП, по сравнению с 2,8 в Китае, и около 2,0 или менее на других развивающихся рынках. Однако, при сравнительно небольших отклонениях от среднего показателя внутри группы развитых стран, в наполнении показателя финансовой глубины у них имеются существенные отличия в зависимости от действующих моделей финансирования.

Крупнейшими рынками акций, корпоративных облигаций и рынком секьюритизированных инструментов располагают США, в то время как Западная Европа придерживается в существенной степени традиционной схемы банковского кредитования и использования банковских институтов для других форм финансирования. В Японии почти половина показателя финансовой глубины определяется громадными размерами рынка государственных облигаций, а вместе с банковскими займами – более двух третей. Отставание развивающихся стран в финансовой сфере вызвано, в первую очередь, практическим отсутствием рынков корпорационных долговых бумаг и секьюритизированных активов, в источниках финансирования преобладают банковские кредиты и рынки акционерного капитала. Таким образом, при оценке финансовой глубины необходимо учитывать, что на развитых рынках как инвесторы, так и эмитенты ценных бумаг имеют существенно больший выбор финансовых институтов и инструментов, что позволяет улучшить распределение капитала и риска (см. таблицу 1.2.).

Таблица 1.2.

**Финансовая глубина основных сегментов рынка по регионам
(в % к региональному ВВП)**

	Капитализация рынка акций	Государственные ценные бумаги	Долговые бумаги финансовых институтов	Долговые бумаги нефинансовых институтов	Секьюритизированные кредиты	Несекьюритизированные кредиты	Финансовая глубина, всего
США	119	75	116	31	77	44	462
Япония	72	220	31	18	10	106	457
Западная Европа	69	72	115	10	15	110	400
Др. развитые страны	152	40	47	20	29	91	388
Китай	97	28	16	10	2	127	280
Индия	93	44	7	4	1	60	209
Др. страны Азии	62	34	7	1	10	54	168
Средний и Ближний Восток	96	15	5	6	2	66	190
Латинская Америка	52	38	20	3	2	27	142
Страны СНГ и Восточной Европы	48	24	6	2	–	62	142

Источник: Рассчитано по данным докладов McKinsey Global Institute за 2008–2011 гг.

В долгосрочном плане, однако, следует ожидать сокращения разрыва между развитыми и развивающимися странами по данному показателю, поскольку в последних усиливаются фундаментальные факторы углубления финансового рынка, определяющиеся ростом объемов и диверсификацией денежного спроса для финансирования экономического роста. Многие из этих стран имеют высокий уровень сбережений, обеспечивающий необходимые источники капитала для расширения инвестиций в условиях роста спроса на финансовые ресурсы для развития инфраструктуры, жилого фонда, коммерческой недвижимости и производственных мощностей.

Дальнейшее развитие финансовых рынков несет с собой непосредственные выгоды экономике страны, обеспечивая для корпоративного и индивидуального сектора большие возможности для инвестирования своих сбережений, привлечения капитала и создания более благоприятных условий для диверсификации портфелей и нивелирования риска. По мере эволюции финансовых рынков их углубление продолжится как по основным группам стран, так и группам финансовых инструментов, что должно найти отражение и в показателях, характеризующих данный процесс.

Вместе с тем, имеются существенные различия в подходах к оценке вклада финансовых рынков в воспроизводство общественного продукта. Вызваны они тем, что глубина финансовых рынков является достаточно общим показателем и должна дополняться данными об их качественных характеристиках, прежде всего с точки зрения эффективности управления потоками капитала и их структуры, что очень важно для определения здоровья всей финансовой системы. С одной стороны, развитие финансовой системы, расширение института финансового посредничества обеспечивает потребности инвестиционного процесса, непосредственно связанные с ростом реальной экономики. В то же время в современный период становится менее выраженной связь между финансовым сектором и экономическим ростом. Это относится как к рынку долевого ценных бумаг (публичные выпуски, дополнительные выпуски, приватизация), так и рынку долговых инструментов (ипотечные ценные бумаги, гособлигации).

К ограничительным факторам следует отнести финансиализацию – процесс формирования ВВП стран в существенной степени за счёт финансового сектора, обеспечивающего инвестирование и извлечение прибыли без непосредственного вовлечения в воспроизводство производственных фондов. В этом же направлении действует секьюритизация в различных формах, создающая условия для трансформации и повышения ликвидности нематериальных активов и заметно расширяющая их возможности обращения на денежных рынках и рынках капиталов. Наряду с этим, рост финансовой глубины может носить временный характер в случае, если он вызван разбуханием «пузырей активов», и при ухудшении ситуации на финансовых рынках, когда происходит существенная понижательная коррекция их стоимости.

Развитие системы транснациональных связей и увеличение объема международных операций на рынке капиталов требует расширения понятия финансовой глубины и, соответственно, внесения изменений в показатели, характеризующие ее уровень, корректируя тем самым оценку финансовых позиций

отдельных стран и регионов на глобальном финансовом рынке. Учет внешних активов и обязательств позволяет дать более полное представление о степени интегрированности экономики той или иной страны в международную финансовую систему. В этой связи начал использоваться сводный (глобальный) индекс финансовой глубины (*index of financial depth, IFD*) экономики, который стал определяться не только на основе показателей национального рынка, но и учитывать в определённой степени позицию страны в мировых финансах. Как показывают расчеты МВФ, повышение степени глобальной финансовой глубины в последние два десятилетия происходило в значительной степени благодаря росту внешних активов и обязательств, на которые в конце периода приходилось около трети прироста данного показателя.⁵

Углубление финансовых рынков в широком понимании способствует повышению уровня стабильности экономики, позволяя обслуживать растущие потоки трансграничных капиталов. Более глубокие рынки могут обеспечивать альтернативные источники финансирования во время кризисов международной ликвидности, ограничивая резкие колебания цен активов и валютного курса. На системном уровне все эти факторы могли бы ослаблять проблемы «глобальных дисбалансов», способствуя тем самым формированию многополярной финансовой архитектуры. В то же время, сам по себе этот показатель не может дать достаточно полную оценку финансовой стабильности без учета структуры трансграничных потоков и участвующих в их обслуживании участников рынка. В частности, высокая волатильность потоков капитала в случае недостаточно развитой инфраструктуры рынка ценных бумаг может заметно усложнить проблему устойчивости платежного баланса страны и при высоком уровне IFD.

1.2. Трансграничные потоки капитала в формировании современных тенденций развития международного рынка ценных бумаг

В основе расширения мирового финансового рынка лежит быстрое увеличение трансграничных потоков капиталов, связывающих отдельные рынки во все более интегрированное единое пространство, что находит выражение в быстром росте зарубежных активов. Вместе с тем усложняется сама система и сети трансграничных инвестиций. США остаются ведущим центром пересечения финансовых потоков, куда направляются капиталы из стран, являющихся чистыми экспортерами капитала, такими как Япония, Китай и Ближний Восток, однако, после образования зоны евро значительно усиливается интенсивность движения средств между Западной Европой и другими регионами мира. Потоки финансовых ресурсов на развивающиеся рынки также быстро увеличиваются, но они все еще оставляют лишь около 10% от объема глобальных потоков капитала.

Являясь основополагающим процессом развития мировой экономики в современный период, глобализация распространилась и на сферу международных финансов. Диверсификация инвестиций и финансовых инструментов, вызревание благоприятных условий для интеграции национальных рынков в результате либерализации движения капитала и инноваций, а также развитие внешнеэкономических связей обеспечили резкое увеличение трансграничных потоков.

⁵ IMF Staff Discussion Note, SDN/11/16, October 19, 2011.

За прошедшее тридцатилетие объемы вывоза капиталов многократно увеличились, при этом основной пик роста начался со второй половины 90-х годов и продолжался до начала мирового финансового кризиса. В зависимости от методологий при оценке важнейших составных частей эти объёмы с начала 90-х годов выросли в 28–30 раз и составили около 13–15% мирового ВВП. Несмотря на высокую инерционность трансграничных потоков капитала, появление множества новых движущих факторов, вызванных сетевым характером взаимодействия на рынках, степенью и формами участия основных групп инвесторов оказало заметное воздействие на общую картину формирования и распределения движения капитальных ресурсов по основным сегментам рынка и группам кредиторов и дебиторов.

Промышленно развитые страны являются как основными экспортерами, так и импортерами капиталов, хотя роль отдельных стран в течение рассматриваемого периода существенно менялась. Заметно усиливается роль портфельных инвестиций, связанных с развитием региональных рынков капитала. После США, а затем Японии большая часть трансграничных операций стала приходиться на капиталопотоки в рамках ЕС, поскольку взаимные инвестиции стран еврозоны суммарно значительно превышают инвестиции других стран. Вместе с тем, происходит постепенное усиление позиций в трансграничных потоках новых индустриальных стран и стран с развивающимися рынками.

Для транснациональных потоков капитала в современный период характерны высокая доля инвестиций, привлекаемых через зарубежные рынки ценных бумаг, расширение их использования как источников финансирования. В течение последнего десятилетия инвестиции в этой форме стали занимать определяющее место в потоках трансграничных капиталов, при этом и для развитых и развивающихся стран их удельный вес был примерно одинаков – 71% и 69% общего объема поступающих трансграничных ресурсов. В то же время в структуре движения этих средств имеются довольно сильные различия – если по группе развитых стран определяющее место занимали долговые заимствования в различных формах (35% совокупного общего объема), далее следовали прямые инвестиции (21%), портфельные инвестиции в долевые бумаги (13%), то для развивающихся стран более половины средств направлялось в виде прямых инвестиций (53%), в то время как на портфельные инвестиции и долговые инструменты приходилось соответственно 10% и 8% (см. Приложение 1).

Финансовая глобализация, характеризуясь расширением международных финансовых потоков и взаимозависимостью национальных рынков, в то же время создает условия для усиления кризисных явлений, которые в той или иной форме распространяются на все регионы. Экономические потрясения оказывают заметно негативное влияние на потоки капиталов, включая прямые и портфельные инвестиции, кредиты и депозиты нерезидентов. С начала 90-х годов иностранные инвестиции пережили четыре периода кризисных падений – после экономических и финансовых кризисов в 1990–91 годах., 1997–98 гг., 2000–02 гг. и 2008–09 гг. Последствия мирового финансово-экономического кризиса последнего десятилетия проявились наиболее сильно – их объемы упали примерно на 85% с 10,9 трлн. долл. в 2007 году до 1,6 трлн. долл. в 2009 году, что отразило снижение спроса на иностранные инвестиции со стороны банковских институтов, компаний и других участников рынка в условиях кризиса.

Данный кризис, в отличие от предыдущих кризисов, ударивших наиболее сильно по странам с формирующимися рынками (Латинская Америка, Юго-Восточная Азия и др.), привел к огромным потерям для стран с развитыми экономиками, вызвав резкое снижение потоков капитала и их обратный отток, банкротства финансовых институтов и падение макроэкономических показателей. Трансграничные потоки капитала начали восстанавливаться в 2010 году в связи с общим улучшением экономической ситуации в мире, оставаясь, однако, на уровне 1998 года (4,4 трлн. долл.). Перспективы повышения их уровня в дальнейшем будут определяться общим состоянием региональных финансовых рынков, инвестиционными ожиданиями основных групп инвесторов, ходом введения новых регулятивных правил по операциям движения капитала.

Направления потоков прямых инвестиций в значительной мере совпадало с общим направлением вектора движения капиталов. Основная их часть (около 80%) перемещалась между промышленно развитыми странами. Из десяти ведущих стран-экспортеров девять приходилось на данную группу стран, что определялось преимуществами более емкого рынка, квалифицированной рабочей силой, развитой финансовой инфраструктурой. ЕС сохранял ведущие позиции по внутрирегиональным входящим и исходящим инвестициям, превышающим 50% их общего объема.⁶ Прямое инвестирование в этой группе стран осуществлялось в значительной мере посредством слияний и поглощений, занимающих приоритетное место в стратегиях ТНК и ведущих к превращению их в крупные интегрированные структуры.

Основной причиной ослабления потоков капиталов в современный период является резкое снижение трансграничного банковского кредитования. В течение 2008–2009 гг. эти потоки приняли отрицательное значение, поскольку кредиторами осуществлялся обратный вывод капиталов на свои внутренние рынки. Падение объемов межбанковского кредита было вызвано в основном операциями западноевропейских банков, что отражает неопределенность ситуации в регионе, вызванной развитием суверенного долгового кризиса и сохраняющейся в этих условиях неустойчивостью финансовых систем стран ЕС. Трансграничное кредитование возобновилось в 2010 году, однако, оно по-прежнему составляет лишь около одной трети от пика 2007 г.

Снижение уровня трансграничных потоков капиталов по другим группам стран было также весьма значительным, однако, оно распространялось в первую очередь на движение капиталов между развитыми странами. Продолжающаяся нестабильность и низкая доходность инвестирования в развитых странах в сочетании с сильными перспективами роста развивающихся рынков, особенно по долговым обязательствам, вызвали повышение интереса иностранных инвесторов к инвестированию в ценные бумаги последних.

В прошедшее десятилетие более выраженной стала волатильность потоков капитала, однако, ее границы существенно различались по группам стран и видам капитальных ресурсов. Наибольшие колебания были характерны для движения капиталов между развитыми странами, где их амплитуда в отдельные периоды доходила до 4 трлн. долл., при этом в кризисные периоды возникали крупные обратные

⁶ «Finance and Development», September 2011, p. 57.

оттоки, вызванные продажей иностранными инвесторами своих инвестиционных активов и репатриацией капиталов. В то же время уровень потоков капитала в страны с формирующимися рынками носил более устойчивый характер. По оценке Института глобальных проблем консалтинговой компании *McKinsey*, по среднегодовым показателям степень волатильности потоков между развитыми странами примерно на одну пятую превышала показатели для финансовых рынков развивающихся стран.⁷ Большая часть колебаний вызвана трансграничным кредитованием, волатильность которого почти в четыре раза превышает показатели ПИИ.

Более низкая степень волатильности потоков капитала в страны с развивающимися рынками помимо значительно меньших объемов определялась также и структурой импортируемого капитала, где почти две трети приходилось на инвестиции в долевые ценные бумаги, преимущественно в форме прямых инвестиций, сохранялся положительный нетто-приток, в то время как в развитых странах этот уровень был значительно ниже при существенном вкладе различных форм частного кредитования, связанных с более высоким уровнем риска. Сокращение объёмов экспорта капитала на развивающиеся рынки было выражено менее явно, главным образом за счет роста потоков в Латинскую Америку и поддержания их устойчивости в страны СНГ и Китай, благодаря продолжению роста прямых инвестиций и покупки долговых ценных бумаг.

Еще одной стороной развития глобального движения капиталов становится повышение роли развивающихся стран как глобальных инвесторов. За прошедшее десятилетие доля инвестиций этих стран выросла с 6% до 20% глобального потока капиталов. Хотя большая часть средств приходилась на инвестиции центральных банков этих стран в ценные бумаги, выросли инвестиции из других источников, включая корпорации, государственные инвестиционные фонды и физические лица. В частности, ПИИ из стран с развивающимися рынками в 2010 г. достигли 327,7 млрд. долл., превышая более чем в два раза объемы 2005 г. Особенно заметно выросли зарубежные инвестиции Китая (включая Гонконг), стран СНГ. По мере увеличения масштаба экономик страны с развивающимися рынками они становятся все более значимыми игроками на иностранных рынках капитала.⁸

Значительное расширение глобальной миграции капиталов, их разнонаправленность и большие колебания оказались одним из факторов формирования крупных платежных дисбалансов. После финансового кризиса и рецессии 2008 г. происходит определенное сглаживание финансовых показателей – дефициты и профициты по текущим операциям платежного баланса сократились почти вдвое, что отражало падение трансграничных инвестиций и резкое сокращение мировой торговли. В 2010 году, однако, глобальные дисбалансы начали расти снова. Дальнейшее развитие этой тенденции будет во многом зависеть от того, сохранятся ли традиционные модели движения капиталов и экономического роста, в результате чего несбалансированность может вырасти до докризисных размеров, что будет вновь оказывать неблагоприятное воздействие на состояние мировых финансов. Сохраняющийся в странах с крупными дефицитами платежных балансов, прежде всего США, в течение длительного времени низкий уровень нормы сбережений, с одной

⁷“Debt and Deleveraging: uneven progress on the path to growth”. McKinsey Global Institute, January 2012, p. 42.

⁸ UNCTAD, World Investment Report 2011, p. 188–190.

стороны, а с другой, отсутствие в странах с устойчиво большим положительным сальдо торгового баланса, достаточно гибкой политики адаптации валютного курса к текущим условиям и стимулирования внутреннего потребления, целый ряд других причин политического и экономического порядка (бюджет и др.) создают условия для поддержания громадных дисбалансов (см. таблицу 1.3.).⁹

Таблица 1.3.

**Страны – основные нетто-экспортеры и нетто-импортеры капитала в 2010 г.
(в % к общему итогу)**

Страна нетто-экспортер	Удельный вес	Страна нетто-импортер	Удельный вес
Китай	20,1	США	39,7
Япония	12,9	Великобритания	6,0
Германия	12,3	Италия	5,7
Швейцария	5,5	Испания	5,4
Россия	4,7	Канада	4,2
Саудовская Аравия	4,4	Турция	4,1
Нидерланды	3,7	Бразилия	4,0
Норвегия	3,4	Прочие	30,9
Сингапур	3,3		
Тайвань	2,6		
Кувейт	2,4		
Катар	2,1		
Швеция	1,9		
Прочие	20,7		

Источник: “Global Financial Stability Report”, IMF, Statistical Appendix, September 2011.

Рост, хотя в последнее десятилетие и менее выраженный, глобальных потоков капитала поддерживал тенденцию увеличения общей суммы активов и обязательств по иностранным инвестициям, а также дальнейшего расширения международного рынка капиталов. В результате проводимых банками и промышленными корпорациями стратегии глобальной диверсификации портфелей активы зарубежных иностранных инвестиций в 2010 г. достигли исторического максимума в 96 трлн. долл., что почти в десять раз превышало уровень 1990 года. Валютные резервы центральных банков были самой быстрорастущей группой активов, достигнув к концу 2010 года 8,7 трлн. долл., что составляло значительную долю (9%) от глобальных активов, инвестированных в государственные облигации и другие ценные бумаги с низким уровнем риска. Приобретение иностранных долговых ценных бумаг у институциональных и частных инвесторов достигло по активам нового рекордного значения в 21 трлн. долл., и вышло на один уровень с прямыми инвестициями. Банки продолжали расширять сферу международного кредитования, общая сумма непогашенных трансграничных кредитов возвратилась к уровню 2007 года – 31 трлн. долл.

⁹ The Bank of England, Financial Stability Paper No. 12, December 2011, pp. 15–17.

Структура накопленных иностранных активов указывает на сохраняющиеся приоритеты рынков ценных бумаг в привлечении и аккумулировании зарубежных капиталов. На долговые бумаги и портфельные инвестиции приходится более 36% совокупных мировых активов, при этом доля заимствований в форме облигационных займов постоянно возрастает. Удельный вес портфельных инвестиций в акции находится на более низком, но стабильном уровне. Вместе с этим, необходимо учитывать, что данный показатель был бы намного выше в случае учета доли прямых инвестиций, финансируемых путем прямой покупки иностранными инвесторами ценных бумаг приобретаемых компаний для последующих слияний и поглощений и т.д.

Инвесторы из развитых стран сохранили за собой основную долю зарубежных финансовых активов (87%). Соединенные Штаты являются крупнейшим инвестором в мире, их активы за рубежом в 2010 г. составили 15,3 трлн. долл., за ними следует Великобритания (10,9 трлн. долл.) и Германия (7,3 трлн. долл.).

С начала прошлого десятилетия все большее место в трансграничных потоках стали занимать потоки капитала в Западной Европе. В результате развития регионального финансового рынка, базирующегося на интеграции ЕС, доля этой группы стран в глобальных трансграничных потоках резко выросла с 50 % в 1996 году до приблизительно 70 % в 2005 году, в особенности за счет роста взаимных инвестиций в долговые обязательства. Взаимные инвестиции стран-членов зоны евро непропорционально больше, чем взаимные инвестиции любой другой группы стран, и значительный объем эмпирических данных свидетельствует о наличии в облигационных портфелях смещения в сторону стран зоны евро.¹⁰

Значение развитых стран Азии как крупного экспортера валовых потоков капитала несколько снизилось при ослаблении позиций Японии в последнее десятилетие, хотя она и остается важным источником финансовых ресурсов. В то же время с 2000 года существенно возрос вклад в трансграничные потоки капитала азиатских стран с формирующимся рынком, новых индустриальных стран (Гонконг, Южная Корея, Сингапур, Тайвань) и нефтедобывающих стран региона.

При рассмотрении нетто-позиции по зарубежным активам и обязательствам стран основных участников мирового финансового рынка, вызванных движением трансграничных потоков, общая картина, однако, существенно меняется. В течение длительного времени Япония продолжает сохранять позиции крупнейшего в мире кредитора с нетто-активами, превышающими 3 трлн. долл., в том числе: около 1,1 трлн. долл. резервы центрального банка, прямые иностранные инвестиции за рубежом на сумму 0,6 трлн.долл., иностранные акции и долговые ценные бумаги на сумму 1,5 трлн. долл., и только по иностранным кредитам и депозитам – чистые обязательства на сумму около 0,1 трлн. долл. Хотя Япония является крупнейшим должником по государственному долгу (200% ВВП), основной его частью владеют резиденты: японские банки, компании и частные инвесторы, вследствие чего и по этой статье движения капиталов Япония имеет с другими странами положительное сальдо.¹¹

Китай является вторым по величине кредитором по внешним обязательствам с нетто-активами в 2,2 трлн. долл., Германия занимает третье место (1,2 трлн. долл.).

¹⁰ Philip R. Lane. "Financial Globalisation and the Crisis", Trinity College Dublin and CEPR, July 2012.

¹¹ Подсчитано по статистике платежного баланса Министерства финансов Японии за 2010 г.

Они также являются странами, поддерживающими самые крупные профициты по текущим счетам платежного баланса.

Соединенные Штаты являются крупнейшим чистым иностранным должником в мире, их внешние обязательства превышают активы на 3,1 трлн. долл., или 21% от ВВП страны. Дальнейший рост этого показателя является следствием постоянного дефицита по текущему счету платежного баланса, который финансируется за счет притока трансграничных инвестиций в ценные бумаги и привлечения кредитов. Испания является вторым по величине в мире иностранным должником, с нетто-долговыми обязательствами в 1,3 трлн. долл., или 91% ВВП. Австралия в течение многих лет имела большой дефицит по счету текущих операций и является третьим по величине должником с чистый внешним долгом в 752 млрд. долл. (63% от ВВП).

Инвестиционные активы за рубежом, принадлежащие развивающимся странам с высоким уровнем сбережений, особенно в Азии и на Ближнем Востоке, с 2000 г. росли в два раза быстрее активов развитых стран. Компании, правительства и частные инвесторы стали проводить активную политику по международной диверсификации своих портфелей, чтобы задействовать таким образом возможности использования иностранных рынков капитала. В более широком плане рост внешних инвестиционных позиций отражал общие интеграционные процессы в мировой экономике и на финансовых рынках.

Заметный рост в последние два десятилетия внешних активов и обязательств стран с развивающимися рынками непосредственно отражает процесс углубления их интеграции с мировыми финансовыми рынками. Этот рост, однако, сопровождается заметным усилением рисков, особенно для стран с крупным дисбалансом международных активов и обязательств, поскольку движение валютного курса и внесение изменений крупными субъектами финансового рынка в инвестиционную политику могут усилить волатильность потоков и изменить в неблагоприятную сторону нетто-потоки капитала. Степень воздействия этих факторов на состояние рынка капиталов той или иной страны во многом зависит от структуры иностранных активов и обязательств, возможности инвесторов репатриировать капитал. Более устойчивым в портфеле является сегмент прямых инвестиций, которые непосредственно связаны с участием иностранных инвесторов в капитале с расчетом на долгосрочную прибыль, в то время как другая часть зарубежных активов, связанных с размещением долговых обязательств и портфельными инвестициями, в большей степени подвержены колебаниям в зависимости от состояния экономики принимающей страны, ситуации на финансовых рынках и др.¹²

Дальнейшая интеграция стран с развивающимися рынками в мировой финансовый рынок имеет также как положительные, так и негативные стороны с точки зрения внутренних экономических процессов. Выход иностранного капитала на локальные рынки ценных бумаг и кредита сопровождается диверсификацией финансовых инструментов, появлением новых продуктов, использованием более современных методов торговли на рынке, большей прозрачностью отчетности компаний, что в конечном итоге ведет к снижению транзакционных издержек. В то же время в целом ряде случаев этот процесс объективно связан с ослаблением

¹² Grosse, R. The Financing of FDI in Latin America. *Journal of Emerging Markets*, № 11, 2006, pp. 15–26.

регулирующих рычагов государства, усилением контроля иностранными участниками рынка над процессами, проходящими на внутреннем рынке капиталов, и, в конечном итоге, значительным укреплением позиций иностранного капитала в экономике страны (Латинская Америка, Восточная Европа).

По нашим оценкам, несмотря на рассмотренные выше тенденции, в обозримый период вряд ли можно ожидать кардинального повышения роли в мире стран с развивающимися рынками как импортеров капитала. Причина этого в том, что продолжает действовать группа факторов, присущих в большей степени данной группе стран, и заметно понижающих ожидания инвесторов в отношении получения возможных доходов от операций: 1) страновой риск, связанный с возникновением возможных неблагоприятных факторов социально-политического и финансово-экономического характера; 2) валютный риск, определяющийся возможностью возникновения потерь в результате неблагоприятного движения валютных курсов; 3) слабость развития предпринимательского сектора, недостаточный уровень корпоративного управления; 4) отсутствие достаточно развитой информационной базы, позволяющей полно оценить возможности страны и основных секторов ее экономики обеспечить погашение возникающих обязательств.

Далее, растущий приток капиталов в страны с формирующимися рынками вновь, как и ранее, выдвигает вопрос развитости и продуктивности финансового сектора принимающих стран, его возможности использовать и «перерабатывать» средства для обеспечения экономического роста. Отсутствие достаточно развитой финансовой инфраструктуры, различных групп финансовых посредников и детально разработанного законодательства ограничивает возможности эффективного распределения поступающих капиталов, поиска конечных потребителей, повышения ликвидности, что в определенных случаях может привести к волатильности и крупным оттокам капитала, особенно краткосрочного характера. В более преимущественном положении находятся страны с относительно развитыми биржевым и внебиржевым рынками, регулятивными структурами, более широким спектром предоставляемых финансовых услуг (см. таблицу 1.4.).

Международная инвестиционная позиция определяется не только показателями динамики зарубежных активов и обязательств, поскольку помимо непосредственно притока (оттока) капиталов при определении её величины действует ещё ряд дополнительных факторов. Во-первых, переоценка активов и обязательств вследствие изменений валютного курса. Крупные объемы обязательств в иностранной валюте делают экономику в большей степени подверженной сильным колебаниям национальной валюты. Во-вторых, доходы по группам активов могут существенно различаться в зависимости от уровня риска и др. условий, что может привести к крупному оттоку средств даже при сбалансированных активах и обязательствах. В-третьих, одна из ведущих групп международной инвестиционной позиции – валютные резервы учитываются по текущему курсу и их размеры постоянно пересматриваются. Далее, методы оценки и переоценки существенно различаются по различным группам активов и обязательств. Так, акции, приобретаемые через прямые инвестиции, обычно учитываются по балансовой стоимости, в то время как их годовые потоки – по рыночной стоимости, также как и портфельные инвестиции. Таким образом, соотношение тех или иных групп активов и обязательств может существенно повлиять на результаты общей

оценки инвестиционных позиций, что вызывает необходимость более детального анализа при проведении международных сравнений.

Таблица 1.4.

Международная инвестиционная позиция (нетто), (в % к ВВП)

Страны	2005 г.	2006 г.	2007 г.	2008 г.	2009 г.	2010 г.
Австралия	- 55,0	- 58,0	- 57,3	- 58,1	- 62,0	- 58,1
Англия	- 20,1	- 29,0	- 23,0	- 7,0	- 21,8	- 13,7
Аргентина	12,1	10,2	13,3	19,1	18,1	12,7
Бразилия	- 34,5	- 33,3	- 36,0	- 21,8	- 32,3	- 30,3
Германия	21,1	27,9	26,5	25,0	34,6	37,9
Гонконг		273,1	233,6	287,8	344,2	309,3
Индия	- 5,8	- 6,2	- 5,9	- 7,5	- 9,4	- 12,7
Испания	- 55,6	- 65,9	- 78,1	- 79,3	- 94,1	- 89,8
Индонезия	- 44,2	- 37,0	- 40,3	- 32,7	- 36,4	- 40,5
Италия	- 15,7	- 20,6	- 24,6	- 24,2	- 25,8	- 24,6
Канада	- 12,0	- 5,9	- 8,2	- 3,0	- 7,2	- 12,1
Китай	17,8	22,5	32,7	32,5	30,3	29,8
Мексика	- 33,9	- 32,5	- 33,7	- 40,3	- 38,8	- 34,4
Нидерланды	- 2,6	3,2	- 6,0	4,2	20,7	27,0
Россия	- 4,2	- 3,8	- 11,2	17,9	7,9	1,0
Сингапур		221,3	193,0	158,9	216,5	224,2
США	- 15,3	- 16,4	- 12,8	- 22,8	- 17,2	- 17,0
Турция	- 36,3	- 38,4	- 43,7	- 32,3	- 42,9	- 49,9
Франция	1,1	1,1	- 1,5	- 12,9	- 9,1	- 10,6
Швейцария		129,8	149,4	122,8	141,0	132,0
ЮАР	- 13,7	- 16,2	- 23,1	- 4,6	- 12,4	- 16,2
Южная Корея	- 20,0	- 19,1	- 22,0	- 7,2	- 11,3	- 13,2
Япония	36,0	42,4	48,5	44,7	56,5	52,5
Зона евро	- 8,6	- 11,4	- 13,5	- 16,7	- 16,2	- 13,9

Источник: OECD/IMF statistics, 2011.

Рассмотрение изменений, произошедших в последние два десятилетия в международной инвестиционной позиции ведущих стран мира, указывает на заметные сдвиги на мировом финансовом рынке в распределении по основным группам активов и обязательств. Отмечается рост валютных активов, прежде всего развивающихся стран, значительная часть резервов которых находится в государственных и приравненных к ним облигациях, выпускаемых странами с ключевыми валютами. Для стран с формирующимися рынками примерно половина прироста всех зарубежных активов в прошлое десятилетие приходилась на увеличение валютных резервов, что являлось следствием проводимой ими активной политики создания резервных фондов, а также валютных интервенций для сдерживания повышения валютного курса. После мирового

финансового кризиса в 2010–2012 гг. особенно усиливаются позиции этой группы стран на международном рынке государственных долговых обязательств, основная часть эмиссий которых приходится на США и Западную Европу, а в их зарубежных активах происходит сильное возрастание риска по данному сегменту рынка.

С другой стороны, в развитых странах основная доля обязательств стала приходиться на долговые бумаги (государственные и корпоративные облигации) и банковские кредиты, в то время как прямые иностранные инвестиции занимают более скромное место. В то же время обязательства развивающихся стран и, в первую очередь, стран с формирующимися рынками, в большей степени (около 60%) представлены прямыми инвестициями и портфельными инвестициями в акции. Особенно заметна высокая доля этой части обязательств для стран БРИКС, где они являются преобладающими. Формирование обязательств по данным группам международной инвестиционной позиции связано с меньшей степенью риска, поскольку они выражены в национальной валюте, где лучше действует система распределения капитальных и валютных рисков между инвесторами и дебиторами. В то же время у данной группы стран снижается уровень задолженности по краткосрочным валютным обязательствам в форме кредитов и векселей с более высоким уровнем риска вследствие их высокой волатильности и большей подверженности сильным курсовым колебаниям (см. таблицу 1.5.).

Таблица 1.5.

Структура внешних обязательств международной инвестиционной позиции по группам стран (в % к общей сумме, 2010 г.)

	Прямые иностраннные инвестиции	Портфельные инвестиции	Прямые и портфельные инвестиции	Валютные резервы/ активы
Страны с развитой экономикой				
Медианное значение	19,7	9,9	31,4	1,2
Среднее по группе	14,9	13,6	28,5	3,0
Страны с формирующимся рынком				
Медианное значение	40,5	8,2	56,2	38,8
Среднее по группе	46,4	14,5	60,9	52,7
Ведущие страны с формирующимся рынком				
Бразилия	36,5	33,3	69,8	47,1
Китай	63,2	8,8	72,1	69,0
Индия	32,5	18,5	51,1	67,9
Россия	38,6	17,5	56,1	36,6
ЮАР	41,5	35,0	76,5	13,4

Источник: "Finance and Development, December 2011."

Несмотря на то, что после мирового финансового кризиса 2008 г. прошел довольно длительный временной период, основные характеристики финансовых рынков до середины 2012 г. оставались неблагоприятными и не смогли достичь предкризисных показателей. Падение совокупной капитализации мирового фондового рынка в 2011 г. более чем на 12% до 45,7 трлн. долл. подтверждает сохранение деструктивных тенденций, возникших в ходе глобального финансово-экономического кризиса.¹³ Индексы всех основных биржевых площадок мира, кроме Нью-Йоркской, на конец периода существенно снизились. Наибольшие потери понесли акции и долговые обязательства банковских структур, в то время как динамика фондовых индексов производственного сектора была более устойчивой. На общее ухудшение ситуации заметное влияние оказывает продолжающийся кризис суверенных долгов в Западной Европе, распространение рисков на большее число стран, отсутствие достаточно позитивных прогнозов экономического роста в условиях наметившегося перехода крупнейших экономик союза к сокращению бюджетных расходов и повышению налогов. Уровень цен на акции европейских банков и страховых компаний снизился в большей степени, чем на акции компаний других секторов экономики, что свидетельствует об уязвимости финансового сектора к системным последствиям долгового кризиса.

Тем не менее, несмотря на негативные последствия мирового финансового кризиса, в последующие годы можно прогнозировать заметное расширение международного финансового рынка в результате роста трансграничных инвестиций, хотя по различным группам стран этот рост будет носить неоднородный и неравномерный характер. В процессе развития мирового хозяйства, мировые финансы как единая глобальная система валютных и капитальных потоков между участниками международного рынка получит дальнейшее развитие, обслуживая потребности как финансовой сферы, так и непосредственно материального производства. Тесная взаимосвязь национальных и мировых финансов позволяет обеспечить наиболее благоприятные условия для более выгодного размещения трансграничных ресурсов в различных сегментах рынка, создавая устойчивый спрос на предоставляемые в рамках глобальной сети услуги и продукты.

В краткосрочном плане, целый ряд зарубежных аналитиков прогнозируют восстановление на мировом рынке ценных бумаг, в первую очередь рынке акций, о чем свидетельствует ряд признаков. Во-первых, улучшение положения экономик ряда стран с развивающимися рынками способствовало увеличению потоков капитала, что нашло отражение в крупных выпусках на них долговых и долевых ценных бумаг. Во-вторых, отмечается значительный приток капитала в паевые инвестиционные фонды, строящие свой портфель, исходя из долгосрочных ожиданий; в-третьих, более благоприятная тенденция роста фондовых индексов по сравнению с государственными облигациями, в т.ч. по бумагам США. Появляются признаки частичного восстановления в зоне евро, после начала реструктуризации долга и проводимых Европейским Центробанком мер по поддержанию ликвидности, повышению уровня капитала банков для ограничения инвестиционных рисков.¹⁴

По мнению автора, дальнейшие изменения в структуре мировых финансов будут во многом определяться той моделью регулирования, которая складывается под

¹³ Bloomberg. "Global capital markets". 31.03.2012.

¹⁴ "Wall Street Journal", 20.04.2012.

влиянием крупных структурных и институциональных изменений после глобального финансового кризиса, выявившего колоссальные недостатки в механизме преодоления возникающих рисков в условиях открытого рынка. Возросшая взаимосвязанность и взаимозависимость основных сегментов мирового финансового рынка, его продуктов и схем, требует коренных перемен в деятельности органов регулирования, разработке международных стандартов управления рисками и координации действий по их реализации. Наиболее взрывоопасной в настоящее время является сфера государственного долга, где эмиссионная политика должна тесно увязываться со структурными изменениями в сфере финансов, направленными на укрепление бюджетной базы страны-дебитора и обеспечение условий для её экономического роста. Откладывание мер на более поздний период может создать дополнительное долговое бремя для бюджетных систем, повысить доходность государственных облигаций, что неблагоприятно скажется на глобальном характере мировых финансов. Кроме того, в ряде случаев приток капитала оказывает растущую нагрузку на системы регулирования принимающих стран вследствие быстрого роста долговых обязательств, включая частный сектор, и вздутия спекулятивных цен на активы, провоцируя риск неконтролируемого оттока капиталов.

ГЛАВА 2. СОВРЕМЕННЫЙ ЭТАП РАЗВИТИЯ МЕЖДУНАРОДНОГО РЫНКА ЦЕННЫХ БУМАГ

2.1. Общая характеристика современного этапа развития международного рынка ценных бумаг

Одной из ведущих тенденций финансовой глобализации является формирование и развитие международного рынка ценных бумаг (МРЦБ), обеспечивающего движение транснациональных потоков капитала и их последующее размещение. Международный фондовый рынок как система институтов и отношений относится к той части международного финансового рынка, где осуществляются сделки с иностранными фондовыми активами, такими как акции, облигации и производные финансовые инструменты, и происходит международное перемещение финансовых требований и обязательств между собственниками активов, управляющими ими компаниями и должниками. Являющийся на своем начальном этапе малой частью международного финансового рынка, он затем значительно расширился и превратился к настоящему времени в одну из основных его составляющих. Хотя в ряде случаев тесная взаимосвязь и взаимопереплетение различных потоков транснациональных финансовых ресурсов при их межстрановом перемещении затрудняет четкое выделение данного сегмента рынка, тем не менее, в целом тенденция к его расширению, растущему весу в системе международных финансовых рынков становится все более явной.

Международный рынок ценных бумаг первоначально развивался как часть национальных рынков и затем постепенно становился сегментом мирового рынка в целом. В первую очередь, он рассматривался как совокупность операций с иностранными ценными бумагами на национальных рынках, покупок и продаж собственно международных ценных бумаг. В современных условиях национальные и

международный рынки находятся в тесной взаимосвязи, только чисто условно можно рассматривать действия участников этих рынков в отрыве друг от друга, в действительности совершаемые операции носят перекрестный характер, используются преимущества того или иного рынка для получения более высокого дохода.

Возникающие сложности при определении МРЦБ требуют выработки единообразных подходов, основанных на общих принципах. По принципу перехода собственности к этим операциям, например, можно отнести транзакции между нерезидентами и резидентами данной страны, либо между нерезидентами (первые часто определяются как иностранные, вторые как собственно международные на рынке ценных бумаг). Одновременно можно рассматривать состав участников международного финансового рынка как инвесторов и как заёмщиков, а также как профессиональных посредников, специализирующихся на операциях на данном рынке.

Международный фондовый рынок определяется также как группа институтов и организаций, обеспечивающих международную торговлю финансовыми продуктами, например, секция иностранных акций на фондовой бирже. В этом случае в рынок международных ценных бумаг входят и непосредственно отношения продавцов и покупателей в ходе торговли финансовыми инструментами. Акции для продажи на данной секции выставляются, например, транснациональной компанией, а покупателем является брокерская фирма, занимающаяся международными операциями.

Другой важнейшей частью международного финансового рынка является совокупность финансовых инструментов, обращающихся на этом рынке. В широком определении к ним можно отнести все виды финансовых инструментов, которые торгуются между резидентами и нерезидентами, либо между нерезидентами. В большинстве стран с развитым рынком ценные бумаги, имеющие национальную юрисдикцию, могут быть приобретены иностранным инвестором при наличии режима конвертируемости по движению капиталов.

Международный рынок ценных бумаг в более узком определении рассматривается как рынок специфических международных инструментов, торгуемых на ограниченных сегментах рынка. Поэтому к инструментам международного рынка ценных бумаг обычно относят следующие:

- акции иностранных компаний (биржевые и внебиржевые операции);
- иностранные облигации и еврооблигации, дающие возможность иностранным заемщикам аккумулировать средства, размещая свои бумаги на иностранных долговых рынках;
- деривативы, где базисным активом выступают вышеперечисленные группы инструментов, обеспечивающих трансграничное перемещение капиталов путем совершения сделок, связанных с хеджированием и спекулятивными операциями между резидентами различных стран.

Тесная связь международного рынка ценных бумаг с другими сегментами финансового рынка проявляется прежде всего через посредничество международного валютного рынка, обслуживающего движение трансграничных потоков капиталов. В значительной степени оно основывается на деятельности международных финансовых центров, где имеется необходимая финансовая инфраструктура. Либерализация

валютных операций в свободно конвертируемых валютах в 70–80-е гг. значительно расширила круг участников, имеющих возможность непосредственно осуществлять валютные сделки, хотя в силу их специфики и масштабов, реализация международных финансовых операций по-прежнему осуществляется преимущественно через «крупных игроков». В то же время волатильность валютных рынков, особенно в период кризисных потрясений, становится одним из факторов, тормозящих межстрановое движение капиталов, хотя в ряде случаев наличие устойчивых потоков (например, между фондовым и кредитным рынками) может способствовать поддержанию валютных курсов и объемов операций.

Наряду с валютным рынком усиливается влияние на международные фондовые операции рынка производных ценных бумаг, строящихся на базе традиционных финансовых инструментов и использующих возможности хеджирования и спекулятивных операций на изменении и курсов ценных бумаг, валют и др. Неопределенность и нестабильность мирового финансового рынка сопровождается появлением все новых их видов, вызывая необходимость дальнейшего развития механизма управления финансовыми инструментами. Особенно важное значение это приобретает в случае использования кредитных производных на базе депозитарных расписок и долговых бумаг.

Выдвижение рынка ценных бумаг на место одного из основных сегментов мирового финансового рынка как по широте используемых финансовых инструментов, так и по объемам привлекаемых капиталов, потребовало от национальных и международных организаций значительно более полного статистического охвата основных элементов мирового фондового рынка. Наиболее подробная статистическая информация имеется о биржевых рынках ценных бумаг представлена в публикациях и базе данных Мировой федерации бирж, насчитывающей кроме ассоциированных 54 полных участника с капитализацией более 60 трлн. долл. В последние годы основные тенденции развития рынка ценных бумаг получают все большее отражение в изданиях рейтинговых агентств и консалтинговых компаний. Несмотря на существенные трудности проведения международных сопоставлений по различным группам финансовых инструментов, а также инвесторов и посредников, расширяется межстрановая информация по многим финансовым показателям, что особенно важно для определения ситуации на рынке и в целом в мировой экономике. Для проведения международных сравнений обычно используются статические издания Международного валютного фонда, Мирового банка, Банка международных расчетов, ОЭСР и других международных и региональных организаций.

Развитие международного рынка ценных бумаг является результатом сложных процессов в сфере движения транснациональных капиталов, которые определяют их функциональную и региональную структуру. Процессы глобальной финансовой интеграции активизировались с начала 90-х годов. В этот период компании США и других развитых стран значительно усилили международную диверсификацию инвестирования активов и к концу 1999 года зарубежные активы уже достигли значительной величины, составив 28 трлн. долл., или 79% мирового ВВП. Сложилась система трансграничных потоков между Соединенными Штатами, Западной Европой и Японией, где доминировали капиталы американских компаний, на которые приходилось около 50% всех открытых международных финансовых позиций. В то же время

трансграничные финансовые связи со странами с развивающимися рынками находились на низком уровне: в целом движение капиталов не превышало 1 трлн. долл. Их развитию препятствовали возможные риски возникновения макроэкономической и политической нестабильности, которые особенно усилились после азиатского финансового кризиса 1997–1998 гг., а также ограниченная информация о потенциале рынков. С другой стороны, инвесторы в странах с развивающимися рынками не располагали достаточным доступом к финансовым рынкам развитых стран, как вследствие слабого развития в их финансовой системе сектора международных операций, так и в результате сдержанной позиции американских и западноевропейских компаний в отношении привлечения средств из этой группы стран.

К началу XXI в. сеть трансграничных инвестиций претерпевает существенные изменения по мере того, как происходит расширение и углубление экономических и политических связей между различными регионами и группами стран. Рост зарубежных активов определяется уже не только движением инвестиций между крупными финансовыми центрами развитых стран, но и отражает усиление значимости финансовых рынков развивающихся стран. Заметно усложняется сама система трансграничных связей – растут взаимные потоки капиталов в Европе после создания еврозоны, увеличиваются объёмы финансовых ресурсов, перемещающихся между развитыми и развивающимися странами, особенно между западноевропейскими странами и странами Ближнего и Среднего Востока, Юго-Восточной Азии и др. Одновременно происходит снижение роли США как лидирующего экспортера капитала – за первое десятилетие текущего века доля США в общем объеме трансграничных инвестиций сократилась с 50% до 32%.¹⁵

В то же время расширяются потоки и между различными развивающимися регионами («юг-юг») по мере того, как правительства и корпорации в этих странах становятся более активными игроками на глобальных рынках. В период до мирового финансового кризиса 2008 г. трансграничные инвестиции между развивающимися странами Азии, Латинской Америки и Ближнего Востока росли примерно вдвое быстрее, чем обмен инвестициями с развитыми странами, но сейчас эта тенденция вновь восстанавливается.

2.2. Международный рынок ценных бумаг и международные финансовые центры

Взаимосвязь финансового и фондового рынка, взаимопроникновение различных инвестиционных функций наглядно просматривается в деятельности международных финансовых центров (МФЦ). В целом ряде случаев становление МФЦ происходило вокруг биржевой инфраструктуры либо развитие различных сегментов рынка в их рамках шло параллельно. Именно в силу своей широкой функциональности международные финансовые центры смогли обеспечить условия для привлечения иностранных инвесторов. Они становятся одной из основ современной сетевой структуры мировой экономики, обеспечивающей движение финансовых потоков между крупными кластерами мирового хозяйства.

¹⁵ “Mapping global capital markets”. Global McKinsey Institute, August 2011, p. 32–33.

Формирование международных финансовых центров явилось следствием интернационализации экономических процессов, дальнейшей концентрации финансового капитала на современном этапе развития мирового хозяйства. Они сложились в качестве формы функционирования национального финансового рынка как части мирового финансового рынка в условиях растущих глобальных потоков капитала и существенно различаются по своим размерам, специализации и финансовым операциям. К ним в настоящее время можно отнести более 60 городов и территорий, при этом в первую «десятку» наиболее активно действующих входят Лондон, Нью-Йорк, Гонконг, Сингапур, Токио, Цюрих, Чикаго, Шанхай, Сеул, Торонто, где концентрируется широкий спектр активов под управлением.¹⁶ По характеру и охвату финансовых услуг МФЦ могут быть глобальными, региональными или субрегиональными, универсальными или специализированными, ориентирующимися на внутренний рынок или офшорными. Среди них есть действующие в течение нескольких веков и появившиеся в последние десятилетия.

Тем не менее, несмотря на существенные различия, они, как правило, располагают следующими базисными условиями, обеспечивающими их деятельность:

- стабильность национальной экономики и ее интегрированность в мировое хозяйство;
- благоприятное географическое положение с точки зрения специализации МФЦ;
- наличие диверсифицированного, конкурентного и емкого финансового рынка, развитой денежно-кредитной системы и биржевой инфраструктуры, обеспечивающих благоприятные условия для международных фондовых и валютных операций;
- обеспечение доступа иностранных финансовых посредников с участием международных финансовых институтов;
- наличие широкого спектра финансовых инструментов, соответствующего современному этапу развития глобального финансового рынка;
- стабильная и предсказуемая система регулирования, функционирующая по международным стандартам работы на финансовых рынках;
- обеспечение условий подготовки высококвалифицированного персонала для обслуживания МФЦ.

На современном этапе развития мирового рынка капиталов конкуренция между международными финансовыми центрами существенно обостряется. Интернационализация выдвигает более высокий уровень требований к количественным и качественным параметрам развития национальных финансовых рынков, обеспечивающих их глобальную конкурентоспособность. Конкуренция развертывается по всем основным составляющим финансового рынка – инфраструктурным институтам, финансовым инструментам и их инновациям, регулятивным и налоговым системам. Существенно меняются условия деятельности основных участников данного рынка – эмитентов, инвесторов, профессиональных посредников, а также национальных

¹⁶ The Global Financial Centres Index 11, The Z/yen group, March 2012.

регуляторов финансовых рынков. Особенно заметно повышается роль глобальных инвесторов, обеспечивающих ликвидность международных рынков капитала.¹⁷

Поддержанию конкурентных позиций ведущих финансовых центров способствовала реализация ими кластерной политики за счет эффективного взаимодействия составных частей кластера, основанного на сетевой структуре родственных и поддерживающих отраслей, обеспечивающих доступ к широкой гамме финансовых услуг, высококвалифицированным кадрам, выгодные условия привлечения инвесторов, а также снижение транзакционных издержек вследствие развитости инфраструктуры рынка. В особенности, создание и использование расширенного кластера финансовых услуг и связанных с ними торговых и высокотехнологичных отраслей оказалось в высшей степени устойчивым к развитию. Сильные позиции на международном рынке капиталов (финансирование торговых операций, управление инвестиционным портфелем, банковское дело, страхование) поддерживаются обслуживающими отраслями, такими как консультационные и юридические услуги, специализированные СМИ и телекоммуникации.

Наряду с общими факторами привлекательности, одной из ключевых составляющих ведущих международных финансовых центров является обеспечение ими конкретных конкурентных преимуществ в рамках всего комплекса экономических услуг. Развитие специализации во многом определяется способностью рыночной площадки финансовых операций в качестве ключевого элемента такого кластера привлечь широкую группу эмитентов и инвесторов как внутренних, так и внешних, обеспечивая процесс самовозрастания оборота ценных бумаг. Таким образом, происходит рост общей капитализации акций, находящихся в свободном обращении (*free float*) за вычетом акций, которыми владеют стратегические инвесторы. В свою очередь возможности рыночной площадки привлечь капитал тесно увязаны с ее ликвидностью, как показателем способности преобразовать активы в денежную форму, определяемую объемом торгов и спредом на рынке.

Роль рыночной площадки финансовых операций как ядра кластера во многом определяется также степенью ее воздействия на формирование стоимости размещаемых на ней ценных бумаг, которая может существенно колебаться. Важными элементами кластеризации являются специализация в течение длительного периода биржи на бумагах определенной группы отраслей, ее связи с группами инвесторов, ориентирующимися на вложения в компании данной отраслевой группы. Они оказывают непосредственное влияние как на стоимость, так и на ликвидность акций, определяющих мультипликаторы оценки, исходя из перспектив развития компаний и возможных рисков, степени защиты интересов и прав инвесторов.

Среди ведущих финансовых центров Лондон в условиях глобализации сумел восстановить утраченные позиции по ряду ключевых показателей деятельности, в то время как лидерство Нью-Йорка перестало носить безусловный характер. Лондонский МФЦ сохраняет более гибкий характер регулирования, особенно по международным фондовым операциям, эластичные и дифференцированные системы листинга (в т.ч. в отношении включения в списки глобальных депозитарных расписок, размещения иностранных акций на Лондонской фондовой бирже). Еще одним преимуществом

¹⁷ "Fierce competition between the international financial centres". FDF-Infoplus Nr. 21 (June 2002).

явилась возможность иностранных компаний при соответствии установленным стандартам быть включенными в группу индексов *FTSE*.

В то же время американские фондовые площадки стали менее привлекательны из-за ужесточения американского законодательства, в особенности после принятия в 2002 г. «Закона Сарбейнс-Оксли», устанавливающего жесткие правила финансовой отчетности не только для американских компаний, но и всех компаний, ценные бумаги которых зарегистрированы в Комиссии США по ценным бумагам и биржам (*U.S Securities and Exchange Commission, SEC*). В конечном итоге эти действия подтолкнули к уходу ряд иностранных компаний с Нью-Йоркской фондовой биржи и переходу на Лондонскую и другие крупные западноевропейские площадки. Это, однако, не означает, что Нью-Йорк, сохраняющий за собой первенство по основным показателям деятельности среди мировых бирж и развитую инфраструктуру, не будет добиваться восстановления доминирующих позиций, особенно в сфере инноваций на финансовых рынках.¹⁸

Используя кластерный и корреляционный анализ, компания *Z/Yen Group* выделила три ключевые направления, определяющие профиль финансового центра с точки зрения его конкурентоспособности:

- взаимодействие с другими финансовыми центрами, обеспечивающее необходимые условия для беспрепятственного движения транснациональных капиталов (*Connectivity*);

- диверсификация как широта набора финансовых и промышленных услуг, обеспечивающих наиболее благоприятное деловое окружение для деятельности МФЦ (*Diversity*);

- специализация как степень концентрации на предоставлении услуг в таких областях как управление активами, инвестиционный банкинг, страхование, управление частным капиталом (*Speciality*).

По мнению специалистов *Z/Yen Group*, сочетание этих трёх факторов позволяет определить общий профиль финансовых центров и их место в мировой финансовой архитектуре, относя их в соответствии с полученными результатами к глобальным, транснациональным или локальным МФЦ, одновременно классифицируя их по степени диверсифицированности предоставляемых услуг.¹⁹

Создание кластеров, построенных по секторальной специализации эмитентов, является одним из ключевых факторов поддержания конкурентных позиций ведущих финансовых центров. Прежде всего можно выделить четыре основных направления специализации, способствующих притягательности Лондонской фондовой биржи и Нью-Йоркской фондовой биржи для размещения акций зарубежных компаний:

- *кластер горнодобывающей промышленности*. В настоящее время на Лондонской фондовой бирже котируются акции крупнейших компаний по добыче цветных и драгоценных металлов и их последующей обработке. Инвестиционные банки и фонды по управлению активами обеспечивают высокий уровень экспертизы при оценке акций, которая проводится высокопрофессиональным штатом в области

¹⁸ M. Cooper. The Great Game: Clustering in Wholesale Financial Services. *Z/Yen Group*, June 2011, pp. 8–11.

¹⁹ The Global Financial Centres Index 11, The *Z/yen group*, March 2011, p. 12.

бухгалтерского учета, консалтинга и производства, а также поддерживается лоббистскими группами, что, как правило, дает возможность ценным бумагам котируются с премией;

- *топливно-энергетический кластер*. В Лондоне проводятся листинги не только ведущих энергетических монополий, но и целого ряда нефтедобывающих, нефтехимических и энергетических компаний на бирже Alternative Investment Market (AIM). Лондонская фондовая биржа была лидером в приватизации энергосистем в Европе и Азии и в дальнейшем предполагает развивать это направление деятельности в условиях острой конкуренции с Нью-Йоркской фондовой биржей;

- *телекоммуникационный и технологический кластер*, на котором в силу преимуществ в области акционерного финансирования предприятий данной сферы лидируют Нью-Йоркская фондовая биржа и площадка NASDAQ. В последние годы этот кластер развивался за счет размещения акций компаний по производству программного обеспечения и электронной коммерции;

- *банковский кластер*. Крупные публичные предложения со стороны банковских структур, прежде всего латиноамериканских и азиатских банков, делает необходимым их выход на наиболее развитые финансовые рынки и привлечение международных инвесторов. Кроме того, жесткие нормы раскрытия информации и высокая ликвидность рынка депозитарных расписок способствуют повышению привлекательности иностранных кредитно-финансовых институтов для инвесторов в США.

Финансовые центры других стран также стремятся построить свою систему кластеров для того, чтобы занимать лидирующие позиции на рынке корпоративных ценных бумаг с более узко определенной специализацией. Так, инвестиционная база Гонконга, где развита торговля ценными бумагами иностранных компаний, включая производные инструменты, законодательство соответствует международным стандартам, ориентирована в первую очередь на обслуживание финансовой сферы КНР. Сингапур, являясь одним из крупнейших международных портов в Юго-Восточной Азии и располагая офшорной торговой зоной, расширяет позиции на международном рынке услуг по управлению рисками, страхованию, торговле недвижимостью. Торонто, являясь ведущим финансовым центром в Канаде и третьим в Северной Америке региональным лидером предоставления финансовых услуг в горнодобывающей промышленности, быстро расширяется как центр компаний средней и малой капитализации данной группы отраслей.

Для региональных и локальных МФЦ усиливается опасность перетока операций с активами на другие, более конкурентные рынки. В этих условиях более полное использование возможностей, создаваемых глобализацией, и ограничения в то же время проистекающих из неё рисков становятся одной из важнейших задач деятельности регулятивных органов на рынках капитала. В результате этого для многих из них совершенно необходимым является усиление международных функций действующего национального финансового рынка для обеспечения выхода на более высокий уровень конкуренции.

Существенное воздействие на конфигурацию мировых финансов оказал кризис 2008–2009 гг., одним из последствий которого явилось относительное укрепление позиций развивающихся рынков, в первую очередь с точки зрения аккумуляции и

перераспределения национальных капиталов. После двух десятилетий глобализации в финансовой сфере, а также разработки и внедрения новых информационных и телекоммуникационных технологий промышленно развитые страны оказались в эпицентре серьезнейших экономических проблем. Впервые с 50-х годов прошлого века сфера финансовых услуг этих государств стала проявлять устойчивую тенденцию к сужению, в то время как финансовые центры в Азии сохраняли тенденцию роста. В условиях более динамичного развития экономики растущая часть капиталов в мире, привлекаемых выпусками акций, приходится на Азию и Австралию, что также непосредственно отражается на результатах биржевой деятельности. Особенно быстро растёт капитализация компаний, в основном местных, на биржевых площадках континентального Китая и Гонконга. Меняется соотношение конкурентных преимуществ «старых» и «новых» финансовых центров, хотя, конечно, нельзя не учитывать возможности дальнейшего расширения спекулятивного «пузыря» в ряде азиатских стран, прежде всего в Китае, в результате чрезмерного притока ликвидных активов, недостаточно развитой системы листинга.

Одной из причин значительной глубины кризисных явлений в последнее время явился противоречивый характер процесса финансиализации экономик ведущих стран. На предкризисном этапе разбухание сферы финансовых услуг стало результатом экономической политики развитых стран с целью обеспечить благоприятную предпринимательскую среду для своих финансовых институтов в условиях происходящих изменений на «верхних этажах» в международном разделении труда и активизации деятельности офшорных центров, а также растущего спроса на ресурсы со стороны корпоративных финансов, расширения поддержки в различных формах правительствами под давлением финансового «лобби» банковских и других операций. В дальнейшем снижение активности в финансовой индустрии привело к сокращению в финансовых и смежных с ними отраслях, показав высокую эластичность рынка труда от производства финансовых услуг. Одновременно с этим продолжалось расширение фондового рынка развивающихся стран.

В условиях обострения конкурентной борьбы одним из путей усиления международных финансовых центров стало внедрение финансовых инноваций, а также введение в инфраструктуру центров специальных институтов для разработки и выпуска новых продуктов. Начавшийся в 90-х годах процесс секьюритизации активов, получил в современный период дальнейшее развитие в результате выхода на рынок таких продуктов как облигации, обеспеченные долговыми обязательствами (*Collateralized Debt Obligation, CDO*), ценные бумаги, обеспеченные ипотечным покрытием (*Mortgage – backed securities, MBS*), ценные бумаги, обеспеченные активами (*Asset-Backed Securities, ABS*) и рядом др. Существенное развитие получило также создание новых видов внебиржевых деривативов в дополнение к уже сложившимся ранее группам финансовым деривативов на фондовые индексы и процентные ставки, а также основанным на развитии облигационного рынка.

Вместе с тем, как показал последний финансовый кризис, быстрое развитие этих рынков, не охваченных достаточно широкой системой регулирования, несет с собой большие неконтролируемые риски и может вновь дать толчок к полномасштабному финансовому кризису. Для международных финансовых центров все более острым становится вопрос о развитии контроля над инновационными процессами в

финансовом секторе, сделками с новыми продуктами, предполагающими большую открытость финансовых институтов, повышение доверия инвесторов к этой группе активов.

Финансовый кризис ускорил перемены в мировой финансовой архитектуре и определил выход ранее ограниченных по своим функциям центров на региональный и транснациональный уровень, однако этот процесс носит неоднозначный и противоречивый характер. С одной стороны, усиливается роль региональных финансовых центров со своими группами инвесторов и эмитентов, финансовых и инфраструктурных институтов. В ряде случаев они приобретают и функции, свойственные глобальным центрам, усиливают свои позиции на ряде специализированных рынков. Кроме того, активизация деятельности этой группы международных финансовых центров в дальнейшем позволит в большей степени вовлекать денежные потоки и активы стран, находящихся на периферии регионов. Расширение деятельности этих финансовых центров будет основываться на развитии и консолидации фондовых и товарных бирж, становлении собственной инфраструктуры рынка ценных бумаг.

С другой стороны, базисная модель обслуживания финансовыми центрами ведущих экономических рынков в значительной степени поддерживается и после финансового кризиса 2008–2009 гг. В частности, Лондон, Нью-Йорк, Гонконг и Сингапур, формирующие значительную долю глобальных финансовых услуг, в особенности в банковско-инвестиционной сфере, продолжают в значительной степени удерживать свои позиции в мировых финансах. До сих пор эти центры имеют существенные преимущества от концентрации капиталов и организации городской агломерации, обеспечивающих большую ликвидность рынка, развитую и стабильную рыночную инфраструктуру, систему регулирования и надзора, устойчивость транснациональных коммуникаций. Более ликвидные и зрелые рынки и отработанные системы регулирования являются обычно ключевыми факторами для участников рынка, особенно в период и после кризиса. Для новых, быстро развивающихся международных финансовых центров создание финансовых рынков с такими базисными параметрами в ближайшее время становится одной из наиболее сложных задач из-за трудностей перестройки сложившихся глобальных финансовых связей с корпоративным сектором и государственными органами других стран, а также в связи с необходимостью крупных издержек для встраивания в эту систему. Таким образом, процесс формирования многополярной финансовой архитектуры находится на переходной стадии и не является чётко обозначенным (см. таблицу 2.1.).

На условия деятельности международных финансовых центров заметное влияние будет оказывать формирование «нового финансового мирового порядка», основные контуры которого складываются уже в настоящее время. Согласно продвигаемой МВФ и G20 концепции, они включают: развитие международной системы регулирования и надзора, усиление роли отдельных наднациональных организаций (G20, Форума финансовой стабильности, МВФ, Банка международных расчётов) в сочетании с ужесточением действующих правил и стандартов в рамках национальных систем; модернизацию современной архитектуры валютной системы; создание транснациональных финансовых конгломератов и целый ряд др. Они должны обеспечивать необходимые условия для развития МФЦ как многоярусного финансового

рынка большей степени сложности, способного привлекать и перемещать существенные объёмы внутренних и внешних инвестиций и предоставлять отечественному и зарубежному бизнесу широкий спектр финансовых услуг мирового уровня.

Таблица 2.1.

Позиции ведущих финансовых центров на отдельных сегментах мирового рынка в 2010 г. (в %, на конец периода)

	США	Англия	Япония	Франция	ФРГ	Сингапур	Гонконг	Другие страны
Трансграничные банковские кредиты	12	18	9	8	9	3	3	38
Оборот валютного рынка	18	37	6	3	2	5	5	24
Биржевой оборот производных	37	6	2	1	10	—	1	43
Оборот внебиржевых процентных деривативов	24	46	3	7	2	3	1	14
Облигации международного рынка на вторичном рынке	-	70	—	—	—	—	...	...
Фонды по управлению активами	50	9	6	6	3	—	1	25
Активы хедж-фондов	68	20	2	1	—	1	2	6
Фонды прямых инвестиций	36	13	3	6	3	1	-	38
Выпуск секьюритизированных инструментов	73	4	2	—	1	—	...	20

Источник: Подсчитано по “Key facts about UK financial and professional services”, The City UK research center, September 2011.

Следует также отметить, что возможности обеспечения лучших конкурентных позиций финансовыми центрами в дальнейшем будут также зависеть от степени адаптивности систем финансового регулирования к происходящим изменениям в банковских системах и на фондовом рынке. Кризис 2008–2009 гг. выявил серьезные недостатки в американской и английской системах финансового регулирования, в связи с чем Федеральная резервная система и Управление финансовых услуг были вынуждены в срочном порядке переформулировать базисные концепции финансового регулирования и предложить меры по их реализации через использование административных рычагов и внесение в этих целях расширительных законодательных инициатив. В то же время ряд стран с крупными развивающимися рынками (Китай, Индия, Бразилия) сумели в большей степени ограничить влияние финансовых потрясений и ранее западных стран применить макропруденциальные инструменты, в т.ч. в отношении достаточности капитала финансовых институтов.

Однако, поскольку по качественным характеристикам у финансовых центров этой группы стран сохраняется разрыв с США и странами Западной Европы (большая доля участия государственных банков, ориентация на внутренний финансовый рынок с недостаточно развитой инфраструктурой, слабая роль саморегулирующихся

организаций, отсутствие необходимого числа квалифицированных специалистов по международным операциям и др.), существуют опасения, что они могут препятствовать инициативам по созданию новой «международной регулятивной среды», способствуя тем самым несправедливой конкуренции, основанной на менее жестких правилах деятельности институтов или «регулятивном демпинге». С этой точки зрения, США, Западной Европа и Япония, имеющие более развитую финансовую систему, основанную на широком и всестороннем законодательстве, будут заинтересованы в развитии более тесного трёхстороннего сотрудничества для удержания традиционно лидирующих позиций своих международных финансовых центров (см. Приложение 2).

Вместе с тем, дальнейшее развитие МФЦ США и Европы будет определяться во многом тенденциями движения финансовых ресурсов между ними и странами с развивающимися рынками, прежде всего БРИКС, которые активно используют возможности этих центров для финансирования своего экономического роста. До последнего финансового кризиса Лондонская фондовая биржа, Нью-Йоркская фондовая биржа и биржа NASDAQ были основными площадками, где размещались бумаги этих стран. Об этом свидетельствуют крупнейшие размещения последних лет: двойной листинг ВТБ на сумму 8 млрд. долл. в Лондоне и Москве в 2007 г., IPO компании «Fresnillo» (Мексика) в США на сумму 1,8 млрд. долл. в 2008 году и целый ряд других. Хотя кризис 2008 г. временно прервал эту тенденцию, в дальнейшем происходило восстановление активности крупномасштабных операций на фондовых биржах, в т.ч. двойной листинг Banco Santander (Бразилия) в Нью-Йорке и Сан-Паулу на сумму 7,5 млрд. долл. в 2009 году, IPO компании «Essar» (Индия) на сумму 1,9 млрд. долл. в Лондоне в 2010 году и др.

Устойчивый экономический рост в большинстве стран обеспечивает условия для повышения спроса со стороны местных компаний на иностранные инвестиционные ресурсы как для усиления своего внутриэкономического потенциала, так и для продвижения на внешние рынки. Одним из таких примеров является вторичное размещение акций «Petrobras» (Бразилия) на Нью-Йоркской фондовой бирже в 2010 году, где международные продажи депозитарных расписок для иностранных инвесторов составили около 8 млрд. долл. или около 12% от общей суммы выпуска.²⁰ Как ожидается, масштабы этого спроса будут расширяться и в дальнейшем в связи с необходимостью финансирования ряда крупномасштабных проектов (Индия, Бразилия), приватизации компаний (Россия), крупных международных слияний и поглощений, формирования сегментированного финансового рынка. Эти процессы проходят на фоне существенного замедления эмиссионной активности в развитых странах, что указывает на возрастание доли привлекаемых на международных рынках капиталов со стороны данной группы стран.

В целом, исходя из вышеперечисленных моментов, тенденции развития международных фондовых центров будут носить разнонаправленный характер. Углубление внутренних рынков капитала стран с переходной экономикой, растущая диверсификация предлагаемых на них продуктов создаёт в долгосрочном плане реальную возможность «перетягивания» в эти страны части функций ведущих финансовых центров как места размещения бумаг компаний развивающихся стран,

²⁰ «PRNewswire», September 24, 2010.

источника финансирования экономического развития. Все большее число местных фирм могут в большей степени использовать источники капитала внутри страны и отказаться от сложившейся системы скидок на свои финансовые продукты благодаря улучшению нормативно-правовой базы, управленческой среды и ликвидности рынка. По мере совершенствования институциональной структуры развитие финансовых рынков продолжится и в случае сохранения стабильных темпов роста экономики будет сопровождаться увеличением притока иностранных портфельных инвестиций в эту группу стран.

Наряду с общими функциями аккумуляции и привлечения капитала на национальных рынках формируются, хотя пока и узкие, сегменты международного рынка ценных бумаг. Ряд стран (Россия, Бразилия, Индия) провели подготовку и начали реализовать свои программы выпуска депозитарных расписок для привлечения иностранных инвесторов. Продвижение планов формирования собственных международных финансовых центров и осуществление функций глобального финансирования по мере усиления позиций национальных кредитно-финансовых институтов, выступающих уже в ряде случаев как организаторы выпусков, создаёт новые вызовы для профессиональных участников рынка, в первую очередь американских и английских компаний в области инвестиционного и консультационного бизнеса.

В то же время нельзя недооценивать роль крупных иностранных кредитно-финансовых посредников в формировании международного сегмента рынков ценных бумаг стран с переходной экономикой. Быстрое развитие этого сегмента рынка создало дополнительный спрос со стороны инвесторов развитых стран. В значительной степени проводимые этими странами публичные размещения на национальных рынках стали возможными благодаря притоку капитала иностранных компаний, принявших решение развивать свой бизнес. В некоторых странах этой группы на иностранных инвесторов приходится до 30–50% покупок всех ценных бумаг, находящихся в свободном обращении. Действующая система регулирования позволяет осуществлять либо прямое инвестирование в ценные бумаги на рынке, либо приобретать в этих целях депозитарные расписки и осуществлять в дальнейшем своповые операции с учётом местного налогового законодательства.

Вместе с тем, несмотря на быстрое становление и расширение национального фондового рынка, крупные компании этих стран, исходя из долгосрочных стратегических соображений, продолжают придерживаться линии на привлечение средств через механизм ведущих финансовых центров. Международные рынки акций, такие как Лондон, Нью-Йорк и Гонконг сохраняют свои ключевые преимущества в области размещения долевых ценных бумаг. Эти преимущества включают более широкий доступ к различным группам инвесторов с учетом секторальной структуры фондовых площадок, а также возможность включения ценных бумаг этих компаний в основные индексы, привлечения крупного иностранного капитала для зарубежных слияний и поглощений. Данные факторы позволяют компаниям не только обеспечивать более выгодные условия размещения, но и получать послепродажную поддержку со стороны институциональных инвесторов.

Современный этап конкуренции МФЦ самым непосредственным образом охватывает и самый быстрорастущий регион – Азию. В 80–90-е гг. на финансовых

рынках доминировал Токийский финансовый центр, как по объемам операций, так и по степени их диверсификации. Заметное воздействие на трансформацию японского фондового рынка оказал процесс его интернационализации. Японский рынок ценных бумаг стал привлекать иностранных инвесторов еще в 70-е годы, когда произошло общее заметное усиление позиций японской экономики в мире и были сделаны решительные шаги по либерализации рынка капиталов. В этот период в Японии стали котируются иностранные акции, стало возможным приобретение ряда иностранных бумаг, открылись представительства западных инвестиционных компаний. В последующие годы 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.

В дальнейшем, однако, в связи с вступлением Японии в длительный период экономического застоя и крахом «мыльного пузыря» с 1992 г. количество иностранных компаний на японском рынке существенно сократилось. Одной из основных причин ухудшения ситуации является зависимость японского фондового рынка от деятельности нерезидентов, на которых в отдельные периоды приходилось около 50% оборота на биржах страны. Иностранные инвесторы после появления признаков рецессии в японской экономике резко увеличили нетто-продажи ценных бумаг. Наиболее активные продажи осуществляли международные хедж-фонды, которые стали сбрасывать японские акции для обеспечения средств по маржинальным операциям, что еще сильнее провоцировало снижение котировок. Падение курсов акций принесло значительные потери ведущих японских банков, вынудив их приступить к дополнительной эмиссии в целях финансирования.

В соответствии с задачей ускорения интернационализации японского фондового рынка по инициативе регулирующих органов был принят ряд законодательных мер, направленных на привлечение иностранных портфельных инвесторов, разработаны программы по повышению конкурентоспособности токийского МФЦ (японский вариант *“Big Bang”*). Однако основные показатели деятельности центра значительно не улучшились. За более чем десятилетний период после «Большого Взрыва» Японии не только не удалось сократить разрыв в совокупном международном обороте ценных бумаг между ее рынком и рынками стран Европы и США и по целому ряду других показателей, но ее позициям стали угрожать развивающиеся финансовые сети в Гонконге, Сингапуре и Шанхае, которые заметно продвинулись в повышении своего статуса, как международные финансовые центры.

На усиление позиций других, помимо Токио, азиатских финансовых центров указывают и результаты проводимых в последние годы исследований о положении отдельных стран в мировых финансах. Опубликованный в марте 2012 г.,²¹ рейтинг основывается на результатах оценки 64 групп инструментальных факторов и статистического опроса 1802 финансистов. Несмотря на то, что положение Токио несколько улучшилось – как финансовый центр он оказался менее подвержен влиянию мирового кризиса и передвинулся с девятого места в 2007 г. на пятое в 2012 г., токийский МФЦ в течение пяти лет уступает из азиатских центров Гонконгу (третье место) и Сингапуру (четвертое место). Согласно результатам указанного опроса, эти

²¹ The Global Financial Centres Index 11, The Z/yen group, March 2012. www.cityoflondon.gov.uk/economicresearch

два азиатских центра имеют конкурентные преимущества по сравнению с Токио по всем пяти основным категориям, определяющим международную финансовую деятельность, а именно: управлению активами, банковскому делу, сфере регулирования, страхованию и оказанию профессиональных услуг. Причем в области банковского дела Токио уступил место и Шеньчжюню, имеющим тесные экономические связи с Гонконгом.

В рамках проводимой политики по повышению конкурентоспособности правительство Гонконга объявило в октябре 2006 года о планах развития специального административного района в качестве глобального финансового центра. Одним из основных направлений определено дальнейшее расширение функций по обслуживанию финансовых потоков из КНР в условиях происходящей там либерализации движения капиталов. Перечень конкретных мер включает содействие листингу зарубежных «голубых фишек», расширение операций в юанях, развитие рынка сырьевых фьючерсов, снятие ограничений на участие страховых компаний в инвестиционных офшорных операциях в Китае, а также развитие рынка перестрахования. В начале 2007 года Государственный совет КНР разрешил материковым финансовым учреждениям выпускать облигации в юанях в Гонконге. Финансовая поддержка реализации плана по дальнейшему расширению функций Гонконга как МФЦ включена в расходную часть бюджета района на 2009–2010 гг. и на 2011–2012 гг.

В течение длительного периода времени многие международные инвестиционные банки («*Goldman Sachs*», «*Allianz*», «*ABN Amro*», «*BNP Paribas*» и др.), пенсионные, страховые компании и хедж-фонды имеют свои офисы в Гонконге. Устоявшиеся правила поведения на рынке, соблюдаемые и после отмены британского колониального правления (включая широкое использование английского языка, юридической системы западного образца и применение международных стандартов корпоративного управления), продолжают оказывать заметное влияние на рейтинг этого международного центра. Вместе с тем, развитие Гонконга как МФЦ в дальнейшем в немалой степени будет основываться на его роли как одного из крупнейших торговых центров, имеющих статус «свободного порта» с низким уровнем налогообложения.

Одним из ведущих азиатских финансовых центров становится город Шанхай. В апреле 2009 г. на государственном уровне было принято решение о создании к 2020 году Шанхайского международного финансового центра. Ранее принятый пятилетний план содержал ряд количественных наметок, включая повышение рыночной капитализации Шанхайской фондовой биржи до 7 трлн. юаней к 2010 году, что означало увеличение в 4,4 раза по сравнению с концом 2006 г. Однако реальный рост значительно превысил намеченные показатели, и на конец 2011 г. капитализация составила 14,8 трлн. юаней, что эквивалентно примерно 58% капитализации Токийской фондовой биржи.

На расширение операций Шанхайского финансового центра заметное влияние оказывает улучшение условий деятельности иностранных компаний на фондовом рынке КНР. Так, в результате соглашения, достигнутого в ходе переговоров с Китаем перед его вступлением во Всемирную торговую организацию, был частично либерализован страховой сектор страны, постепенно отменяются ограничения на деятельность иностранных банков на китайском рынке. Расширению международных

операций способствовало снятие в сентябре 2009 г. ограничений на листинг иностранных компаний на шанхайской бирже. Иностранные инвесторы заинтересованы в приобретении большей доли в пакетах ценных бумаг, однако власти КНР продолжают сохранять ограничения над движением капиталов с тем, чтобы большая их часть направлялась на внутренний рынок Китая.

В течение более десяти лет действует Шанхайская биржа фьючерсов, где быстрое развитие получили операции с финансовыми инструментами, привязанными к торговле нефтью и другими сырьевыми товарами. В настоящее время она занимает 16 место в мире (в 2007 г. – 27 место). Вместе с тем, действующие в стране ограничения по капитальным операциям в иностранной валюте, стимулирование «международной торговли в юанях» становятся одним из сдерживающих факторов быстрого выдвижения Шанхая в один из ведущих международных центров региона, хотя уже сейчас муниципальным правительством города выдвинут план о конверсии более 50% валюты, образуемой в данном регионе, в юани для последующего инвестирования.²²

Одной из составных частей международного фондового рынка являются офшорные МФЦ. Они ориентированы на расширение функций местного фондового рынка путем создания инфраструктуры, которая обеспечивала бы международное размещение акций, облигаций, производных ценных бумаг корпораций мирового класса, а также создавала более благоприятные налоговые условия для иностранных инвесторов. Их деятельность основана на полном открытии для иностранных инвесторов финансового рынка (в частности, благодаря отсутствию ограничений на трансграничное перемещение капиталов и учреждение инвестиционных компаний и фондов в стране базирования), а также за счёт сосредоточения в этих целях на международных посреднических операциях, и соответствия глобальным финансовым пруденциальным стандартам.

Как правило, биржевые площадки офшорного МФЦ входят в глобальную биржевую сеть, организуют торговлю различными активами и инструментами, являющимися объектами мировой биржевой торговли, предоставляют другие финансовые услуги, связанные с транснациональным движением капитала. В последние годы функции фондовых офшоров стали более специализированными как в области различных сегментов рынка, так и обеспечения необходимого уровня правовой защиты инвесторов. Так, Бермудские острова, где развита сфера страхования и перестрахования, ориентированы на рынок секьюритизированных продуктов страхования и «блокированных ценных бумаг». Бермудская биржа является полностью функциональной фондовой площадкой, имеющей свою систему электронной торговли и клиринга с разработанной нормативно-правовой базой.

В качестве участников офшорного фондового рынка выступают инвестиционные компании или фонды, организации, специализирующиеся на оказании различных инвестиционных услуг. Важнейшие офшорные «фондовые» юрисдикции включают Бермудские острова, Каймановы острова, Британские Виргинские острова, остров Гернси, а также Люксембург и Ирландию. Фонды, накопленные через инвестиционные компании, основанные в офшорных юрисдикциях, могут быть вложены в других странах с низкокoeffективной ставкой налогового обложения.

²² Shanghai Opens Doors to Financial World. The New York Times, March 2, 2010.

Офшорные компании часто используются для создания портфелей инвестиций, включая инструменты международного фондового рынка, а также для перевода инвестиций в дочерние предприятия и/или ассоциированные компании, совместные предприятия. Несмотря на снижение в последние годы репутации офшорных финансовых центров из-за несоответствия их деятельности международным регулятивным нормам, они продолжают получать довольно высокие рейтинги как центры по обеспечению транснациональных инвестиционных услуг.²³

ГЛАВА 3. ТРАНСФОРМАЦИЯ БИРЖЕВОЙ И ВНЕБИРЖЕВОЙ ИНФРАСТРУКТУРЫ МЕЖДУНАРОДНОГО РЫНКА ЦЕННЫХ БУМАГ КАК ЭЛЕМЕНТ ГЛОБАЛИЗАЦИИ МИРОВОЙ ЭКОНОМИКИ

3.1. Современные тенденции развития финансового посредничества на мировом фондовом рынке

Иностранный рынок ценных бумаг во многом основывается на организационной, институциональной структуре национальных рынков, хотя и имеет свои специфику, особенно в сфере регулирования. Фондовые биржи целого ряда развитых стран обычно разрешают листинг иностранных эмитентов и их бумаги обращаются наряду с национальными. В то же время большая часть облигаций, включая иностранные выпуски, реализуется через внебиржевой рынок. Организационная структура международного рынка менее четко оформлена и базируется во многом на участии специализированных саморегулирующихся организаций, которые действуют в соответствии со специально разработанными правилами, «кодексами чести» и т.д.

Среди основных участников международного рынка ценных бумаг можно выделить следующие основные группы: биржи и альтернативные торговые системы; различные финансовые компании и фонды, принимающие как прямое, так и опосредственное участие в работе рынка; международные финансовые организации (МВФ, МБРР, региональные банки развития); государственные, корпорационные и частные инвесторы, от которых на рынок поступают громадные по масштабам средства, аккумулируемые и перераспределяемые через инфраструктуру рынка.

При рассмотрении основных тенденций развития международного рынка ценных бумаг в современный период одним из центральных вопросов становится определение роли, которую биржи играют в инфраструктуре фондового рынка. Это связано с тем, что хотя фондовые биржи во многом сохраняют свои позиции в качестве организаторов торговли, целый ряд их функций переходит к внебиржевым профессиональным участникам рынка.

В 90-е годы начался новый этап трансформации инфраструктуры мирового фондового рынка как механизма перераспределения транснациональных потоков, вовлечения все большего числа участников в сферу мировых финансов. Увеличение емкости и диверсифицированности национальных рынков ценных бумаг, процессы их интеграции, ослабление различного рода законодательных препятствий для

²³ “Globalising finance? Not so fast”, Deloitte MSCI Ltd.

свободного перемещения капиталов между странами, ведет к увеличению объемов международных операций с ценными бумагами и выдвигает новые требования к количественным и качественным характеристикам рынка.

В связи с необходимостью расширения круга инвесторов профессиональные участники фондового рынка стремятся к созданию более благоприятных условий торговли путем модернизации инфраструктуры, консолидации своих технологических платформ, унификации процедур и регламентов обслуживания сделок, выравнивания тарифной политики. Одним из наиболее явных проявлений данных процессов является консолидация крупнейших инфраструктурных организаций мирового фондового рынка и создание глобальных бирж. Однако в этом случае для более слабых национальных рынков ценных бумаг и их инфраструктуры возникают риски в связи с «выхолащиванием» основных рыночных функций, «перетягиванием» иностранными участниками активности на свои биржевые площадки. Одновременно, в связи с понижением объемов обслуживаемых сделок существенно снижаются возможности оказывать влияние на формирование цен мировых финансовых активов.

В этих условиях становится все более значимым ещё одно направление трансформации инфраструктуры мирового рынка – развитие и консолидации национальных фондовых и товарных бирж и становление собственной инфраструктуры рынка ценных бумаг, расширение на этой базе международных функций и создание международных финансовых центров. В этом случае финансовая интеграция с другими рынками при развитой регулятивной системе способствует большей самостоятельности операций финансового сектора страны за счет использования форм финансового сотрудничества, не ведущих к снижению уровня управленческих функций, повышения конкурентоспособности и эффективности деятельности профессиональных участников, расширения использования финансовых инноваций, улучшения доступа к финансовым услугам как местного, так и иностранного капитала (см. таблицу 3.1.).

Существенным элементом стратегии бирж стали меры, направленные на повышение международной конкурентоспособности в условиях глобализации фондового рынка. Среди факторов, обеспечивших активизацию деятельности фондовых бирж на международных рынках ценных бумаг, следует, на наш взгляд, последовательно выделить следующие: 1) интернационализация структуры собственности биржевых площадок; 2) превращение бирж в международные корпорации; 3) технологизация торговых систем, их взаимопроникновение, в особенности при осуществлении транснациональных операций.

По мере глобализации деятельности ведущих фондовых бирж и ослабления ограничений их международной деятельности отмечаются существенные изменения в структуре их капитала, где проходит увеличение доли валютных нерезидентов, причём как биржевых, так и крупных внебиржевых институциональных инвесторов. Помимо получения доходов от биржевых операций эти инвестиции направлены на усиление своего влияния на деятельность бирж на международных рынках и обеспечение интересов нерезидентов на местном рынке.

Таблица 3.1.

**Листинг и торговля иностранными акциями на ведущих биржевых площадках
в 2011 г.**

Биржи	Число иностранных эмитентов в листинге	в % к общему числу	Оборот иностранных акций (млн. долл.)¹	в % к общему объему	Включение иностранных компаний в биржевой индекс
Лондонская фондовая биржа	598	20.7	391897.0	13.8	Да
EURONEXT (США)	520	22.5	1694780.0	9.4	Нет
EURONEXT (ЕВРОПА)	143	12.9	6117.8	0.3	Нет
Немецкая фондовая биржа	76	10.2	56464.0	3.2	Нет
Гонконгская фондовая биржа	24	1.6	10329.0	0.7	Нет

¹ Статистика системы электронных заказов.

Источник: Статистика WFE

Одной из важнейших сторон коммерциализации бирж на национальном уровне стали процессы слияния ведущих биржевых группировок, создания биржевых холдинговых групп во главе с одной из ведущих бирж региона или страны. Слияние бирж ведет к формированию биржевой структуры с единым капиталом, едиными правилами членства, единой торговой системой. Самым успешным примером слияния бирж стало создание в 2000 г. на базе Парижской, Брюссельской и Амстердамской бирж первой панъевропейской биржи *Euronext*.

Дальнейшим направлением является консолидация фондовых бирж с торговыми площадками производных финансовых инструментов, создание единых систем расчетно-клирингового и депозитарного обслуживания. Переходу бирж к электронным методам торговли предшествовал период разработки систем по формированию организационной и технологической совместимости, создания электронных сетей связи, создания механизма электронного ценообразования со своим собственным «ноу-хау». В этой связи важным направлением повышения эффективности стало продвижение этих разработок на международный уровень. В результате, произошло определенное разделение бирж по используемым электронным торговым системам. Электронную систему *Euronext* после создания универсальной торговой платформы (UTP-) используют биржи США, Канады и Бразилии, электронная система *Xetra* группы *Deutsche Börse* получила распространение на ряде бирж Восточной и Центральной Европы, систему группы *NASDAQ OMX "INET"* используют биржи Северной Европы и т.д. Наиболее сложной проблемой, однако, явилось внедрение на транснациональном

уровне клиринговых и расчетных технологий с целью расширения сферы деятельности на следующей стадии торговли ценными бумагами.

На фоне происходящих крупных сдвигов на фондовых рынках, конкуренция между основными биржевыми площадками продолжает сохранять свою остроту, в связи с чем, прослеживаются тенденции прошлого десятилетия – консолидация бирж, поиск новых форм сотрудничества, обеспечение более широкого доступа к инвестиционным ресурсам.

По мере развития национальных и мирового фондового рынков, а также технологического прогресса в финансовой сфере, усиление конкуренции между биржами все более распространяется и на международный рынок ценных бумаг. Для поддержания своих позиций биржи стремятся соответствовать растущим потребностям и уровням развития основных участников рынка, разрабатывать и предлагать новые финансовые инструменты и форматы проведения размещений. С целью адаптации к происходящей многополярности биржевых операций расширяется практика двойного размещения, поскольку крупные компании Европы и США, имеющие большой объем сделок на развивающихся рынках, проявляют все большую заинтересованность к привлечению местных инвесторов.

Развитие международного рынка ценных бумаг в свою очередь усиливает тенденции к консолидации бирж. В условиях глобализации для активного участия в глобальной конкурентной борьбе консолидации площадки только на национальном уровне становится недостаточно. Фондовые биржи выходят на рынки других стран, чтобы расширить поле своей деятельности и диверсифицировать ее. Непосредственно консолидация ведущих биржевых площадок проявляется в различных формах – помимо непосредственно слияний и поглощений осуществляется сотрудничество в форме стратегических альянсов, деловых партнерств, кооперации по отдельным направлениям деятельности на региональном и транснациональном уровне.

Рост основных количественных показателей деятельности бирж сопровождался расширением выхода иностранных компаний на внутренний рынок путём осуществления портфельных инвестиций. Наряду с ростом оборота с ценными бумагами резидентов, происходит и значительный рост торговых сделок с долевыми бумагами нерезидентов, доля последних постепенно повышается. При этом происходит как рост числа иностранных компаний, чьи акции прошли листинг, так и рост объема оборота с ценными бумагами. Согласно статистике Всемирной федерации бирж, за период 2003–2011гг. биржевой оборот иностранных ценных бумаг вырос с 1344,3 млрд. долл. до 3595,0 млрд. долл. (5,7% мирового оборота). В наибольшей степени торговля иностранными акциями росла на биржах Северной и Южной Америки – увеличилась с 1090,7 млрд. долл. до 2905,3 млрд. долл. (8,7% всего оборота), далее следуют биржи Европы, Среднего и Ближнего Востока и Африки – с 253,6 млрд. долл. до 689,7 млрд. долл. (4,3%) и, наконец, страны Азиатско-Тихоокеанского региона – с 10,9 млрд. долл. до 92,9 млрд. долл. (0,5%) (см. Приложения 3 и 4).²⁴

Вместе с тем, необходимо учитывать, что данная статистика является далеко не полной. В тех странах, где существуют ограничения на прямую эмиссию иностранных

²⁴ World Federation of Exchanges statistics, June 2012

бумаг, получила распространение эмиссия на основе организации выпуска и обращения ценных бумаг-посредников. Наибольшее распространение имеет такая форма финансовых инструментов как депозитарные расписки, доля которых на рынке ценных бумаг также продолжает увеличиваться.

Крупномасштабной консолидацией биржевых структур, определившей во многом тенденции развития европейского, а затем и мирового фондового рынка, а также направления движения потоков капитала, явилась интеграция бирж ЕС. В условиях активизации экономической интеграции в ЕС, финансовые институты стран-членов стали проявлять большую заинтересованность в расширении трансграничных операций. Введение евро и расширение использования долевого ценных бумаг для финансирования деятельности компаний явилось существенным стимулом для потенциальных инвесторов, обеспечивая возможность получения более высокой прибыли. В этой связи по мере роста числа международных сделок на рынке ценных бумаг в стратегии европейских бирж значительно усилилось внимание к консолидации и другим формам объединения как средству расширения рынка. Ранее, развитие регионального рынка ценных бумаг ограничивалось наличием большого числа некрупных по объемам операций бирж, которые торговали только местными ценными бумагами. На конец 2000 г. из 27 европейских торговых площадок на 17 операции с иностранными акциями либо не осуществлялись вообще, либо проводились в незначительных объемах.²⁵

В структуре регионального фондового рынка стали происходить заметные изменения по мере того, как все большее число европейских бирж в своих операциях стремилось выйти за национальные границы путем слияний или других форм консолидации для расширения международной торговли акциями сразу на нескольких торговых площадках. Для наиболее крупных бирж расширение торговли принесло значительные выгоды в результате стандартизации торговых операций, увеличения биржевой ликвидности, снижения фрагментации рынка.

С 2000 г. стала действовать биржа *Euronext*, которая объединила пять ведущих бирж Западной Европы, обслуживающих как спотовые, так и срочные рынки с общей торговой системой, единым депозитарием и расчетной палатой. Несмотря на различные юрисдикции и биржевые лицензии бирж-участников, *Euronext* обеспечила единую зонтичную операционную систему для всех бирж-участников, основанную на кооперации независимых бирж и их перекрестном членстве, унифицированных правилах и технологиях торговли, доступности в постоянном режиме других торговых площадок, создании общих расчетно-депозитарных институтов. Соответственно менялась степень взаимодействия торговых площадок – сначала проводилась синхронизация торгов на всех площадках, затем осуществился переход к централизованной торговле через платформу Парижской биржи *NSC*, где устанавливались единые котировки.

Как отмечалось, важнейшей предпосылкой для этого объединения стало введение евро как единой валюты. По мере того, как все большее число стран использовали евро в международных расчетах, значительно снижалась подверженность валютному риску. Кроме того, расширение использования евро

²⁵ World Federation of Exchanges statistics, June 2012.

сопровождалось удалением ряда нормативных ограничений на движение внутриевропейских потоков капитала. Для иностранных и местных инвесторов объединение позволило получить доступ к ценным бумагам, торгующимся на биржах через 1, а не через 4 отдельных входа *Euronext* (только по спотовым сделкам), что существенно снижало издержки коммуникаций.

Большое воздействие на международную деятельность бирж оказывают происходящие изменения в системе регулирования фондового рынка. В ЕС процессы консолидации поддерживаются общей направленностью экономической и финансовой политики. Принимаемые Евросоюзом директивы нацелены на стимулирование конкуренции в финансовом секторе. Важными предпосылками для расширения европейского рынка ценных бумаг явилось введение в середине прошлого десятилетия международных стандартов финансовой отчетности (МСФО), а затем вступление в действие директив по проспектам эмиссии ценных бумаг. Особое значение для создания международного рынка ценных бумаг в Европе имело принятие в конце 2007 г. директивы «О рынках финансовых инструментов» (*MiFID*), являющейся частью плана ЕС по созданию единого европейского рынка финансовых инструментов и услуг. Требования *MiFID* распространяются на 27 стран-членов Евросоюза и 3 страны Европейской экономической зоны. Одно из основных положений документа – обеспечение возможности осуществлять международную деятельность через открытие филиалов в других странах ЕС инвестиционным компаниям, предварительно получившим авторизацию от национальных регуляторов.

В условиях острой конкуренции между двумя ведущими американскими биржами Нью-Йоркской фондовой биржи (*NYSE*) и *NASDAQ* на международном рынке ценных бумаг процессы консолидации переместились на транснациональный уровень. В 2007 г. в результате объединения как самостоятельных единиц Нью-Йоркской фондовой биржи и *Euronext* образовалась глобальная биржа *NYSE Euronext*, что обеспечило ей первое место по капитализации в мире с большим отрывом по отношению к ближайшим соперникам.

Наиболее сложными в ходе слияния оказались вопросы выработки единой позиции по страновому регулированию деятельности обеих групп, в первую очередь, потому что более жесткие по сравнению с ЕС надзорные требования акта Сарбейнса-Оксли в США могли оказать неблагоприятное воздействие на европейские операции биржи. В этой связи лицензии всех пяти европейских площадок под управлением *Euronext* были переданы специально созданному трасту в Европе (Нидерланды), а американских площадок – трастовой компании в Делавэре. Одной из функций созданных компаний стало ограничение неблагоприятных последствий от изменения законодательства в странах - участниках. Таким образом, объединенная биржа стала работать как два автономных подразделения – в США и Европе, подчиняющиеся местным регуляторам. Одновременно начался поэтапный перевод финансовых продуктов *NYSE Euronext Europe* на универсальную торговую платформу.

Практически в то же время произошло поглощение другой крупнейшей американской электронной биржей *NASDAQ* скандинавского биржевого оператора *OMX*, включающего восемь бирж Северной Европы. Объединённая компания стала называться *NASDAQ OMX Group*. Американская сторона в отношении деятельности на европейском рынке также приняла условия по сохранению «шведской модели»

регулирования, в особенности в отношении биржевых стандартов (форм предоставления финансовой отчетности, правила листинга, классификации нарушений, размеров штрафов и др.).²⁶

В этот период заметно усиливаются позиции еще одной западноевропейской биржевой группы *Deutsche Börse*, в состав которой вошли крупнейшая биржа Германии – Франкфуртская фондовая биржа и полностью ей принадлежащая биржа *Eurex*, являющаяся одной из ведущих в мире бирж по торговле производными финансовыми инструментами.

Деятельность двух западноевропейских групп, имея общую направленность на развитие международного сегмента рынка, в то же время отражает различные стратегии с точки зрения организации системы клиринга и расчетов. Группа *Deutsche Börse* в своей стратегии продвигалась по пути повышения уровня вертикальной интеграции, начиная от исполнения сделок и кончая расчетами, а также интеграции бизнеса, связанного с производными финансовыми инструментами. Группа *Euronext* в условиях острой конкуренции с ЛФБ и «*Deutsche Börse*» выбрала стратегию горизонтальной интеграции, сначала путем слияния европейских бирж, а затем с ведущей американской биржей, ориентируясь помимо компании собственной группы (*LCH Clearnet*) на проведение расчетов через группу *Euroclear*, являющейся также горизонтальной структурой.

С 2009 г. начала действовать система *Link Up Markets* – совместный проект 8 европейских центральных депозитариев с целью создания единой инфраструктуры для обработки трансграничных сделок в Западной Европе. Инфраструктура создавалась *Clearstream Services* на основе двух стандартных продуктов одной из ведущих компаний по данному направлению информационных технологий – *Tata Consultancy Services*. После подключения к *Link Up Markets*, каждый центральный депозитарий получает доступ к рынку других центральных депозитариев по всем категориям активов, кроме деривативов. *Link Up Markets* сглаживает различия рыночных стандартов передачи данных, используя существующую инфраструктуру и технологические наработки центральных депозитариев, участвующих в проекте. В результате существенно улучшаются возможности размещения с минимальной необходимостью адаптации к особенностям рынков-участников.

Для центральных депозитариев повышается эффективность и снижаются издержки обработки трансграничных сделок с ценными бумагами, для местных и международных инвесторов обеспечивается единая база посттрейдинговой обработки, сокращается разрыв между затратами на внутренние и зарубежные операции. Система расширяет географию своего присутствия и на середину 2012 г. включала 10 центральных депозитариев, в том числе два африканских, имеющих общую точку доступа.²⁷

Возможности расширения международной деятельности бирж во многом определяются их потенциалом проведения кросс-листинга иностранных компаний

²⁶ «РБК daily», 28.06.2007.

²⁷ Clearstream Banking AG Frankfurt (Германия), Cyprus Stock Exchange (Кипр), Hellenic Exchanges S.A. (Греция), I BERCLEAR (Испания), MCDR (Египет), Oesterreichische Kontrollbank AG (Австрия), SIX SIS AG (Швейцария), STRATE (ЮАР), VP SECURITIES (Дания) и VPS (Норвегия).

Необходимость международного листинга определяется ограниченными возможностями профессиональных участников той или иной страны выходить за пределы своего национального рынка и оперировать на биржах других стран. В этой связи практика включения акций компании в списки официально котируемых ценных бумаг на биржах разных стран с целью создания более широкого рынка для их торговли получила широкое распространение.

Одновременно создаются специализированные компании по торговле иностранными ценными бумагами. При этом на предварительной стадии обычно проводятся сравнительные исследования эффективности листинга на биржах с точки зрения стоимости кросс-листинга, а также оценка других расходов при размещении акции на биржах.

Так, фондовый холдинг *NYSE Euronext* предлагает заинтересованным компаниям всесторонний доступ к одному из ведущих рынков капиталов – европейскому. Благодаря согласованной с европейской стороной системой стандартов деятельности, *NYSE Euronext* осуществляет листинг компаний, которые зарегистрированы за пределами ЕС по схеме «*Fast Path*». Она представляет собой процедуру кросс-листинга на европейских рынках, используя их регистрацию американской Комиссией по ценным бумагам и биржам с или без одновременного привлечения капитала.

Однако со второй половины прошлого десятилетия отмечается замедление процесса консолидации фондовых бирж. Целый ряд более мелких по своим масштабам бирж по-прежнему не рассматривают консолидацию как наиболее эффективный механизм интеграции трансграничной биржевой деятельности, считая, что дифференциация представляемых ими финансовых продуктов является более выгодной. В то же время, несмотря на широкий комплекс мер регуляторов в ЕС по интеграции фондового рынка, все ещё сохраняются нормативно-правовые различия по международным операциям, фрагментация клиринговых и расчетных систем отдельных стран. Немаловажным моментом является высокая стоимость получения информации по иностранным ценным бумагам.

Происходящие с начала XXI в. потрясения на фондовом рынке и, особенно, кризисные явления 2008–2009 гг. потребовали от фондовых бирж проведения новых мер адаптации. Эти меры распространялись на структуру сделок с финансовыми инструментами, значительно усилилось внимание к развитию рынка производных инструментов, отношениям бирж с внебиржевыми рынками, были изменены требования к осуществлению международных операций и деятельности иностранных компаний в этой сфере. Однако наиболее серьезные изменения были внесены на уровне “*back-office*” и связаны с внутренними операциями, управленческими решениями, формированием наиболее развитых информационных технологий и др.

Международные центры торговли ценными бумагами оказались в меньшей степени подвержены изменениям, происходящим на мировом финансовом рынке в отношении масштабов операций и межрегионального перераспределения потоков капитала. Наиболее развитые биржевые центры, в первую очередь Нью-Йорк и Лондон, сохраняют свои преимущества по привлечению акций иностранных компаний. В 2011 г. соотношение их объемов биржевой торговли иностранными акциями по отношению к

наиболее крупной по данному показателю биржи из стран с развивающимися рынками – Тайваньской, составило соответственно 58:1 и 13:1.²⁸

Многие компании развивающихся стран продолжают ориентироваться на биржи, находящиеся в глобальных финансовых центрах, что обеспечивает им серьёзные выгоды, а именно – доступ к наиболее значимым объемам институциональной ликвидности, к торговой инфраструктуре и высокопрофессиональным человеческим ресурсам, обслуживающим в течение длительного времени международный рынок капитала, наличие сложившейся в целом благоприятной системы регулирования. Так, в Лондоне росту рынка размещений иностранных ценных бумаг способствует система торговли депозитарными расписками в режиме международных заявок (*International Order Book, IOB*), на которую, по оценкам, приходится около одной пятой всего оборота долевых бумаг иностранных эмитентов на Лондонской фондовой бирже.

Формирование новой инфраструктурной системы на фондовом рынке проходит в условиях острой конкуренции «традиционных» бирж с альтернативными электронными площадками. Несмотря на повсеместный переход в 90-е годы и прошедшее десятилетие большинства бирж на электронные способы торговли, они по-прежнему продолжали уступать альтернативным торговым площадкам по удельным издержкам осуществления операций, которые с самого начала своей деятельности стали предлагать модели торговли, ориентированные на различные группы участников рынка и возможность осуществления международных операций в режиме реального времени.

В настоящее время обычно в качестве альтернативной торговой площадки рассматривают компанию или систему, которая либо является местом проведения электронных торгов, либо предоставляет с их помощью посреднические услуги для покупателей и продавцов ценных бумаг. Одновременное создание этими компаниями сети филиалов в странах с ведущими фондовыми рынками позволяет им привлекать все больше инвесторов на международном рынке ценных бумаг.

Гибкость управления и более низкие тарифы (комиссионные и др.) на предоставление услуг, очевидно и в дальнейшем позволят электронным системам привлекать к себе часть клиентов традиционных биржевых площадок. После того, как Комиссия по ценным бумагам и биржам США в конце 90-х годов включила эту группу в качестве объектов своего регулирования, крупные торговые площадки были вынуждены рассматривать их как полноценных участников рынка. Самыми крупными среди них являются *Chi-X*, *BATS* и *Turquoise* (в 2009 г. поглощена ЛФБ). В настоящее время первая является крупнейшей из этих площадок, где обращается 300 наиболее ликвидных акций. Рассматривается возможности слияния *Chi-X Europe* и *BATS*, в результате чего может произойти дальнейший передел европейского рынка ценных бумаг. Сегодня же на альтернативные торговые площадки, по экспертным оценкам, приходится около 25–30% мировой биржевой ликвидности.

Вместе с тем обострение конкуренции имеет и отрицательные стороны для потенциальных инвесторов, поскольку при отсутствии единой системы публикации данных, аккумулирующей результаты торгов со всех площадок, получается большой

²⁸ Подсчитано по статистике WFE за 2011 г.

разброс ценовой информации и ее фрагментарность, что повышает риск при принятии инвестиционных решений.

Хотя в результате финансового кризиса 2008–2009 гг. процесс консолидации замедлился, в настоящее время переговоры об объединении биржевых площадок, как на национальном, так и на транснациональном уровне вновь ведутся достаточно интенсивно. Поскольку основные факторы, определившие активизацию процесса консолидации, будут продолжать в полной мере действовать и в дальнейшем, данное явление приобретает долговременный характер. Стремление обеспечить себе конкурентные позиции путём снижения затрат, получения доступа к глобальному рынку капитала, диверсификации источников прибыли будут стимулировать консолидацию биржевых институциональных структур. Дальнейшее обновление существующих или создание принципиально новых торговых платформ, введение инновационных финансовых продуктов и связанных с ними услуг, модернизация биржевой и расчётной инфраструктуры требуют значительных расходов и соответственно источников средств доходов для их осуществления, также способствуя принятию мер по консолидации.

В условиях быстро растущих мирового и региональных фондовых рынков, появления новых сегментов и систем торговли ценными бумагами возникает необходимость постоянной модернизации и перестройки биржевых структур как центра национального фондового рынка в соответствии с общемировыми тенденциями, поскольку отставание может привести к утере ими лидирующих позиций и даже системным рискам. Так, для одной из ведущих бирж мира – Токийской фондовой биржи, степень участия в общих процессах интернационализации во многом определило ее место на международном рынке ценных бумаг,

В результате активных мер по финансовой либерализации с начала 70-х годов был облегчен доступ иностранных, прежде всего американских инвестиционных компаний к японским активам, расширилась практика размещения зарубежных ценных бумаг. Существенное развитие получает практика выпуска облигаций в евроиенах как иностранными, так и национальными эмитентами. По мере расширения масштабов деятельности Токийской фондовой биржи к ее деятельности стали проявлять все больший интерес иностранные компании. Со второй половины 80-х годов число зарегистрированных на Токийской фондовой бирже 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 2011 г. составило лишь 11 компаний. Наряду с общей экономической конъюнктурой действия иностранных компаний вызваны жесткой процедурой листинга по сравнению с фондовыми биржами других стран, большими расходами, в частности по подготовке документов в связи с необходимостью обязательного их перевода на японский язык, снижением интереса японских инвесторов к иностранным ценным бумагам. В 1987 г. из 115 профессиональных членов токийской биржи 22 приходилось на иностранные компании. В настоящее время их число сократилось – до 14 на конец 2011 г.²⁹

²⁹ “TSE fact book”, 2012.

Обострение конкуренции на мировом фондовом рынке, а также технологические проблемы менеджмента в отношении фондовых операций поставили биржевые структуры Японии перед необходимостью развивать сотрудничество с другими торговыми площадками, прежде всего Северной Америки и Азии. В конце января 2007 г. между Токийской и Нью-Йоркской фондовыми биржами было подписано письмо о намерениях создания стратегического альянса между этими мировыми биржевыми центрами. После заключения соглашения о техническом сотрудничестве, в первую очередь в области совместной разработки и использования новых направлений развития торговых систем и технологий, в декабре 2011 г. между биржами был подписано Генеральное соглашение по системе предоставления клиентам возможности трейдинга на обеих биржах одновременно, для чего потребовалась адаптация токийской сети *Arrownet TM* к американской *Secure Financial Transaction Infrastructure*.³⁰

Выступая в качестве центрального звена финансовой структуры рынка производных инструментов, Осакая фондовая биржа также расширяет сотрудничество с иностранными площадками как с целью продвижения своих продуктов, так и привлечения финансовых инноваций и технологий для дальнейшего развития рынка. С 2010 г. биржа приступила к запуску новой торговой системы «J-net», позволяющей расширить операции с деривативами, внедрить новые функции обработки информации и повысить пропускную способность системы. В её основу положены технологические разработки ведущего американо-скандинавского оператора *NASDAQ OMX* с участием японской телекоммуникационной компании *NTT* в качестве системного интегратора. Переход на новые операционные схемы, соответствующие последним международным стандартам финансовой отчетности, рассматривается как необходимый шаг в повышении конкурентоспособности Осакой фондовой биржи, существенно ускоряющий взаимодействие на уровне сетей с ведущими мировыми биржами.

Вместе с тем, усиление позиций транснациональных бирж США и Европы, а в последние годы и ряда азиатских стран, обеспечивающих более выгодные условия привлечения и размещения капитала, листинга и проведения торгов, а также крупные и ликвидные рынки, ведет к обострению для японских биржевых институтов проблем расширения инфраструктуры и зарубежной деятельности. Общая тенденция консолидации бирж в условиях обострения конкуренции на международных рынках капиталов, явилась движущим импульсом для планируемого к 2013 г. слияния Токийской и Осакой фондовых бирж, что даст возможность поддержать конкурентоспособность биржевой системы Японии за счет централизации и универсализации биржевых операций, определяя общее направление и степень интернационализации японского финансового рынка в целом. В результате, как ожидается, будет создана третья по величине рыночной капитализации биржа, уступающая только *NYSE Euronext* и *NASDAQ OMX*.

³⁰ “Tokyo Stock Exchange and NYSE Euronext Sign Master Agreement Regarding Mutual Network Connection”, Tokyo Stock Exchange Inc., Dec. 07, 2011.

Процесс консолидации бирж в современный период все в большей степени предполагает включение в биржевые структуры специализированных площадок, обладающих конкурентными преимуществами в организации торговли определенными группами финансовых инструментов. В особенности, это относится к рынку производных, который, являясь в течение длительного времени частью глобального рынка мировых финансов, оказывает в целом заметное влияние на развитие международного рынка ценных бумаг. Как правило, специализированные биржи, прошедшие раньше этап внутриотраслевой консолидации, в дальнейшем входят в состав крупного биржевого холдинга, выступая в качестве отдельных торговых площадок. К ним в первую очередь следует отнести биржи производных инструментов *Eurex*, входящую в *Deutsche Börse*, и *Liffe*, ведущую торговлю в рамках *NYSE Euronext*.

Благодаря введению новых продуктов в различных сегментах рынка производных финансовых инструментов и расширению географии торговли, улучшению условий расчетов, эти биржи резко увеличили объем торгов и стали ведущими в мире организаторами рынка фьючерсов и опционов на акции и фондовые индексы, а также процентные деривативы. Этому способствует развитая электронная форма торговли, обеспечивающая доступ к рынку из различных точек земного шара. В частности, биржа *Eurex* предлагает широкий спектр международных эталонных продуктов, ею разработано более 200 различных типов опционных и 400 фьючерсных контрактов на акции западноевропейских, американских и российских компаний.

В 2011 г. на бирже *Eurex* было заключено 1404, 3 млн. контрактов на торговлю производными инструментами или 65% от их общего числа в Европе; на бирже *Euronext Liffe* – 549,5 млн. или 26%. Общий оборот торговли по условной стоимости для *Eurex* составил 31,9 трлн. евро или 77% общеевропейского объема, для *Euronext Liffe* этот показатель соответственно равен 8,4 трлн. евро или 20% общего объема. Позиции *Eurex* существенно усилились после слияния с *ISE (International Securities Exchange)*, ставшей дочерней компанией *Eurex*. Обладая несколькими электронными платформами, *Eurex* стала лидировать по всем основным группам финансовых инструментов, за исключением фьючерсов на индивидуальные акции, где *Euronext Liffe* заключило в 2011 г. 250,5 млн. контрактов на сумму 0,7 трлн. евро. В свою очередь, данные по этим двум площадкам значительно превышают показатели деятельности ближайшего соперника – бирж по торговле деривативами группы *NASDAQ OMX Nordic*, где общее число контрактов в рассматриваемый период составило 83,8 млн. (4% общеевропейского объема), а оборот по ним – 0,6 трлн. евро (2%) (см. таблицу 3.2.).

Биржи Северной Америки традиционно сохраняют лидерство по объемам продаж фондовых деривативов, которые в 2011 г. выросли на 9,6% до 1 085 473 млрд. долл., для бирж европейских стран этот рост составил 4,9% до 823 450,1 млрд. долл. В то же время по объемам заключенных контрактов на биржевые деривативы, европейские биржи начинают постепенно опережать США, особенно по торговле опционами, общая сумма заключенных контрактов в 2010–2011гг. на 38% превысила показатели американских бирж, что в дальнейшем может сказаться и на целом ряде других показателей деятельности на данном сегменте рынка.

В 90-е годы и первое десятилетие XXI в. одним из основных «двигателей» международного рынка ценных бумаг было быстрое развитие международного сегмента *IPO*. В зависимости от поставленных целей компании использовали только

этот метод привлечения капитала либо комбинировали с другими методами финансирования – схемами привлечения стратегических инвесторов или венчурных инвестиций.

Таблица 3.2.

Распределение по регионам и финансовым инструментам биржевой торговли деривативами(млн. контрактов, млрд. долл., условная стоимость)

Финансовые инструменты	Контракты на конец периода		Изменения в %	Оборот		Изменения в %
	2010 г.	2011г.		2010г.	2011г.	
Фьючерсы						
Всего	86,2	91,3	5,9	1380538,9	1524140,9	10,4
Северная Америка	43,5	42,6	-2,1	729 195,9	822 958,4	12,9
Европа	18,1	20,2	11,6	533 297,9	565 184,7	6,0
Азия и Океания	6,2	7,1	14,5	92 273,5	107 490,1	16,5
Прочие рынки	18,4	21,5	16,8	25 771,7	28 507,6	10,6
Опционы						
Всего	139,0	103,0	-25,9	606 661,8	635 363,3	4,7
Северная Америка	39,3	18,9	-51,9	261543,9	262 514,8	0,4
Европа	62,5	57,8	-7,5	251 485,3	258 265,4	2,7
Азия и Океания	8,2	6,9	-15,9	82 757,4	102 912,5	24,4
Прочие рынки	29,1	19,4	-33,3	10 875,2	11 670,6	7,3

Источник: Рассчитано по “Statistics on exchange traded derivatives”. BIS statistics, June 2012.

В последние два года, однако, отмечается снижение активности на рынке IPO. Кризисные явления в системе мировых финансов оказали заметное влияние на все сегменты международного рынка капиталов, которые испытывали значительные колебания по объёму сделок. В 2011 г. сумма средств, привлечённых компаниями в международных сделках на европейских площадках, уменьшилась на 48% – с 8 714 млн. евро в 2010 году до 4 597 млн. евро в 2011 году. Количество международных сделок IPO осталось практически на том же уровне: в 2011 году было проведено 96 сделок, для сравнения: в 2010 году таких сделок было 100. По объёму размещений и размерам единичного размещения лидировали российские компании, Индия занимала первое место по количеству сделок, которые проводятся в основном в форме размещения глобальных депозитарных расписок на Люксембургской фондовой бирже. Однако на эти листинги пришлось всего 5% от общего размера предложения по международным сделкам IPO (см. таблицу 3.3.).

В целом мировой рынок публичных размещений, несмотря на достаточно высокий потенциал расширения, сохраняет достаточно большую амплитуду колебания.

Согласно статистике компании «Эрнст энд Янг», до сих пор пик *IPO* приходится на 2007 г., когда объем капитала, привлеченного в ходе публичных размещений, составил 295 млрд. долл. (2014 сделок). В 2011г., после периода сокращения объем *IPO* вновь вырос и составил 285 млрд. долл., вплотную приблизившись к предшествующему пиковому значению, однако затем в 2011 г. сократился до 170 млн. долл.

Лондонская фондовая биржа сохраняет за собой позиции основного рынка и для проведения международных сделок *IPO* в Европе. В 2011 г. на долю ЛФБ пришлось 79% всего капитала, аккумулированного в рамках международных сделок в регионе, и 56% всех сделок *IPO*. В 2011 году в рамках 54 международных сделок было привлечено 3 658 млн. евро, что на 36% меньше показателя 2010 года. На долю международных сделок *IPO* в 2011 году пришлось 26% от общей суммы средств, привлеченных в рамках *IPO* на лондонских площадках, тогда как в 2010 году этот показатель был равен 54%³¹.

Таблица 3.3.

Глобальный рынок IPO в 2010-2011 гг.

Регион, страна	2011 г.		2010 г.	
	Кол-во сделок IPO	Размер предложения (млн. евро)	Кол-во сделок IPO	Размер предложения (млн. евро)
КНР	420	57240	492	98 624
Европа	430	26491	380	26 286
США	134	25581	168	29 064
Латинская Америка	21	6153	22	5 727
Сингапур	23	5 350	30	3533
Япония	36	1 495	22	7796
Австралия	105	1 195	98	6 441
Совет сотрудничества арабских государств Персидского залива	9	567	12	1 531

Источник: "IPO Watch Europe 2011". Pricewaterhouse Coopers International Ltd, 2012, p. 19.

В то же время торговля акциями на биржевых площадках продолжает увеличиваться. На долю пяти крупнейших фондовых бирж пришлось 38% всего оборота торговли акциями в Европе в 2011 году. Лондон сохранил свои позиции в качестве ведущего рывка: торговый оборот здесь вырос на 37% до 2 665 млрд. евро в 2011 году. Одновременно происходит и увеличение международных сделок.

Выход компании на *IPO* является стратегическим решением и определяется целой группой факторов – этапом развития компании с точки зрения жизненного цикла,

³¹ "IPO Watch Europe 2011, PWC, 2012, p.12

соответствием круга инвесторов, на который ориентируются компании, кругу инвесторов выбранной фондовой биржи, преимуществами включения в фондовый индекс и др. Среди основных факторов, определяющих выбор биржевой площадки, ведущими являются состояние ликвидности, её инвестиционная база, информационная обеспеченность, предъявляемые требования к компании в ходе подготовки к листингу и после его прохождения, степень её готовности соответствовать предъявляемым на постоянной основе требованиям финансового рынка и регуляторов.

Ликвидность биржевых площадок основывается на возможности более широкого доступа к рынку международных и местных фондов, создания соответствующей организационной структуры и регулирования. По данным аналитического агентства *Economist Intelligence Unit (EIU)*, на конец 2010 г. американские активы под управлением составляли 35,6 трлн. долл. (44,9% от мирового объема активов), Англии – 6,5 трлн. долл. (8,2%), что в несколько раз превышало активы развивающихся стран. Наибольшая доля средств с международных рынков капитала привлекается лондонским City, где инвестиционными фондами было инвестировано в акции иностранных компаний около 1,4 трлн. долл. Одновременно, Лондон занимает первое место по доле иностранных компаний, зарегистрированных на бирже.

К другим преимуществам ЛФБ относятся: концентрация и высокий уровень развития отрасли финансовых услуг, а также высокая степень диверсификации и специализации профессиональных участников рынка. В частности, заметное воздействие на развитие международного рынка ценных бумаг в Англии оказывает деятельность фондов прямых инвестиций, являющихся крупными игроками на открытых фондовых рынках при проведении *IPO* и *SPO*.³²

Еще одним направлением развития международного рынка ценных бумаг стала биржевая торговля облигациями, выпускаемыми иностранными эмитентами. Однако на организованном рынке, как правило, объемы торговли не являются такими значительными, как на рынке акций, соответственно, операции с иностранными долговыми бумагами на биржах занимают еще меньшее место. В целом ряде стран, например в США, иностранные облигации не допускаются к листингу.

Вместе с тем, выход на биржевой рынок долговых бумаг имеет для инвесторов и ряд преимуществ. Непосредственно на биржевом рынке облигации покупаются и продаются в течение всего срока их погашения. Это даёт возможность постоянно отслеживать цены на рынке маркет-мейкерам, определять ценовые ориентиры, рассчитывать стоимость ценных бумаг с учетом рейтинга кредитоспособности эмитента, позволяет, в отличие от покупки у посредников, иметь постоянный ориентир в процессе определения ценовых движений. Кроме того, выход на биржу выступает определённым страховочным элементом для институциональных инвесторов.

Основными лидерами биржевой торговли облигациями, выпускаемыми иностранными эмитентами, являются Лондонская биржа (60 % всего биржевого рынка) и Объединение швейцарских бирж (19%). В то же время наблюдается определённое увеличение объёмов торговли и её диверсификация и на других биржевых рынках. Так,

³² SPO (Secondary Public Offering) – вторичное публичное предложение акций основного выпуска.

Франкфуртская фондовая биржа предлагает более 14000 внутренних и иностранных облигаций, эмитируемых как государством, так и частным сектором (см. таблицу 3.4.).

Как показывает мировая практика, развитие международного рынка ценных бумаг в качестве одного из основных направлений проходит на основе концентрации всей гаммы финансовых услуг в едином специализированном центре-холдинге, создаваемом на основе крупных фондовых бирж. Процесс их слияния и создание региональных и межрегиональных биржевых систем перемещается на следующий уровень – формирование международных холдинговых групп путём приобретения контрольных пакетов акций расчётно-клиринговых систем и формирование тем самым полноформатных вертикальных структур.

Первостепенное значение для формирования мирового, и как его части, международного фондового рынка, имеет развитие клиринга и расчётных систем, их выход за национальные и региональные границы, слияния в различных формах и обеспечение тем самым условий для развертывания глобальной деятельности. Их развитие проходит по двум основным направлениям: во-первых, путем заключения специальных соглашений о сотрудничестве с национальными клиринговыми организациями; во-вторых, через открытие зарубежных представительств, осуществляющих международные операции. Таким образом, создаётся базис для обеспечения совместимости локальных систем реализации сделок, в результате чего формируется трёхуровневая система их реализации (национальная, региональная, международная). В тоже время данный процесс идет неравномерно, по ряду стран с крупными фондовыми рынками, особенно в азиатском регионе, отсутствует достаточная совместимость в данной сфере деятельности, что препятствует развитию международной торговли ценными бумагами.³³

Острая конкуренция в области международных операций выявила две основные группы лидеров – систем «Euroclear» и «Clearstream», общее направление деятельности которых во многом совпадает: клиринг и расчёты по сделкам с ценными бумагами (акциями, облигациями и паями инвестиционных фондов) и депозитарные операции. Первая была основана в 1968 году как дочерняя компания американским банком *Morgan Guaranty Trust Company* в Брюсселе, на базе которой был создан клиринговый центр *Euroclear*, ставший крупнейшим оператором по сделкам с международными ценными бумагами. Вторая расчётно-клиринговая организация, расположенная в Люксембурге, образовалась в результате объединения *Cedel* и клирингового центра *Deutsche Börse Clearing* и с июля 2002 г. полностью перешла под контроль *Deutsche Börse AG*.

³³ Мировой фондовый рынок и интересы России; Институт мировой экономики и международных отношений. – М.: Наука, 2006, стр.140–141.

Таблица 3.4.

**Объемы биржевой торговли облигациями иностранных эмитентов
(2011 г., млн. долл.)**

Биржи	Всего, торговля облигациями	в т.ч. облигации иностранных эмитентов	Доля иностранных облигаций (в %)
Северная и Южная Америка			
Колумбийская фондовая биржа	915 516.2	998.8	0.11
Европа			
Фондовая биржа Афин	21.6	21.4	98.72
Фондовая биржа Касабланка	1 059.9	131.0	12.36
Deutsche Börse	68 066.2	15 866.3	23.31
Фондовая биржа Стамбула	518 025.4	50 945.1	9.83
Лондонская фондовая биржа	5 394 299.8	335 704.0	6.22
Фондовая биржа Люксембурга	197.9	169.9	85.83
ММББ	300 875.4	1 328.3	0.44
NASDAQ OMX Nordic Exchange	2 674 471.6	35 441.6	1.33
NYSE Euronext (Европа)	13 068.4	10 488.2	80.26
Фондовая биржа Осло	590 438.6	469.1	0.08
Объединение швейцарских бирж	201 460.9	103 652.0	51.45
Венская фондовая биржа	921.3	46.1	5.01
Африка			
Фондовая биржа Йоханнесбурга	2 898 137.8	226.3	0.01
Всего	13 576 560.9	555 488.0	4.09

Источник: Статистика ВФБ за 2011 г.

Обе группы имеют большое число дочерних компаний, оказывающих услуги частным, корпоративным и институциональным инвесторам, в том числе предоставляют информацию по состоянию и перспективам развития, индексам фондового рынка и большой комплекс технических услуг по обслуживанию биржевого рынка. Если в период формирования общеевропейского фондового рынка развёртывание их деятельности проходило в основном в рамках европейских систем, то в дальнейшем произошло заметное возрастание в их операциях доли неевропейских рынков.

Одним из необходимых условий для функционирования международного рынка капиталов является обеспечение возможностей для его функционирования по единым правилам, что позволяет существенно снизить затраты и риски, связанные с обслуживанием трансграничных сделок с ценными бумагами³⁴. Одной из основных причин замедления процесса интеграции на одной из важнейших частей мирового фондового рынка – западноевропейской явилось наличие существенных различий в национальных рыночных практиках,³⁵ правилах и регулировании в большинстве стран ЕС, несмотря на введение единой валюты. На середину прошлого десятилетия в Западной Европе действовало более 30 фондовых бирж, оперирующих приблизительно 12 торговыми системами. Примерно 20 компаний предоставляли централизованные клиринг и расчеты.

В этой связи приоритетами деятельности сторонников сближения рынков стала гармонизация рыночных практик и консолидация платформ, необходимыми предпосылками которых были создание более открытой системы ценообразования и тарифного разделения, обеспечение большей операционной совместимости между биржами, центральными контрагентами и центральными депозитариями, а также по ведению бухгалтерского учета. Ликвидации базисных различий в практике эмиссии ценных бумаг способствовало признание международных кодов *ISIN* для идентификации эмиссионных ценных бумаг.

На первом этапе данный процесс наиболее заметно продвинулся в области обработки и обслуживания бумаг, торгующихся на европейской части биржи *Euronext*. В дальнейшем была введена расчетная платформа, оборудованная единым интерфейсом связи для всей группы *Euroclear*. Переход осуществлялся путем гармонизации функций по доверительному хранению, а затем предоставления услуг по расчетам и управлению залогом. В целях максимально широкого использования возможностей новой платформы в качестве доступа был введен единый канал связи, соответствующий стандартам *ISO 15022* и *20022*. Консолидация платформ для местных рынков *Euroclear* и международных ценных бумаг, обслуживаемых *Euroclear Bank* в качестве международного центрального депозитария, позволила добиться существенного продвижения единого процесса расчетов.

Несмотря на последний глобальный кризис, обе группы показывают устойчивое расширение деятельности на международном рынке ценных бумаг. *Euroclear* является крупнейшим клиринговым и депозитарным центром, общая стоимость расчетных транзакций которого за 2009–2011 гг. выросла с 500,0 трлн. евро до 580,6 трлн. евро или на 16,1%, хотя число операций неттинга сократилось на 6,3% до 163,3 млн. Клирингово-расчётная корпорация делает основной упор на запросы клиентов, являющихся ее акционерами. Общая сумма стоимости фондовых активов под управлением в рассматриваемый период выросла незначительно – на 1% до 22,1 трлн. евро.

³⁴ По оценке экспертов *Euroclear* из-за низкой эффективности при обработке трансграничных сделок в результате различий в рыночных практиках, налогообложении и законодательстве, технологических платформах в ЕС, издержки, перекладываемые на инвесторов, составляют ежегодно примерно 3–5 млрд. евро в год.

³⁵ К рыночным практикам относятся такие сферы деятельности центрального депозитария как циклы транзакций, выплаты, корпоративные события, финансирование ценными бумагами, управление счетами и предоставление справочной информации.

За тот же период число расчетных операций *Clearstream* на международном рынке ценных бумаг выросло на 23,8% до 37,9 млн. (43% всех сделок). На конец периода объем активов под управлением *Clearstream* достиг 11,1 трлн. евро (рост на 7,8%), при этом на долю международных операций пришлось более половины всего объема. Среднемесячный объем кредитования по данному сегменту составил 592,2 млрд. евро, что на 16,2 % больше аналогичного показателя 2009 г. Компания поддерживает отношения более чем с 2500 институциональными клиентами из 110 стран мира, действующими на 50 различных региональных рынках³⁶.

С 2012 г. *Clearstream* и *Euroclear*, несмотря на отрицательную позицию со стороны крупных институциональных инвесторов, были допущены в качестве международных центральных депозитариев на российский фондовый рынок путем открытия счетов в Российском центральном депозитарии. По мнению регулирующих органов, однако, несмотря на временный отток ликвидности в период запуска, допуск международных расчетных систем на рынок ОФЗ в дальнейшем привлечет на него наиболее консервативных, крупных инвесторов, которые обычно уделяют большое внимание наличию международной инфраструктуры. В связи с либерализацией торгов госбумагами с 1 января 2012 г. *Clearstream* и *Euroclear* уже сейчас имеют возможность участвовать на рынке ОФЗ, в настоящее время *Clearstream* совершает сделки с госбумагами через своего агента в России, в качестве которого выступает Дойче Банк; у *Euroclear* агентом на российском рынке является ВТБ.³⁷

3.2 Усиление роли институциональных инвесторов как участников международного рынка ценных бумаг

Изменения в организационной структуре участников международного рынка ценных бумаг складывались в основном под влиянием той же группы факторов, что определяли развитие финансового сектора в целом. На внебиржевых рынках это повышение роли институциональных инвесторов,³⁸ чему способствовали, с одной стороны, общее расширение ёмкости фондового рынка и его дальнейшее расслоение, внедрение новых финансовых инструментов, распространение сетевых структур, упрощение доступа индивидуальных инвесторов к этим рынкам, а с другой стороны – рост доходов населения во многих странах мира, создавшее мотивацию к инвестированию сбережений. В связи с тем, что рынок ценных бумаг в 90-е годы и первой половине прошлого десятилетия становился все более важным источником аккумуляции капитала, происходит постепенное снижение роли депозитных институтов в общей сумме мировых финансовых активов, в то время как позиции институциональных инвесторов усиливались. Это относится не только к классической англосаксонской модели, но и к западноевропейским странам, хотя значение банковского сектора здесь по-прежнему является определяющим.

³⁶ <http://www.clearstream.com/>

³⁷ «Коммерсантъ», 08.06.2012.

³⁸ Согласно статистике ОЭСР, за 1995–2005 гг. доля активов институциональных инвесторов к ВВП выросла в целом с 110,2% до 162,6%.

На позициях банковских и небанковских финансовых институтов в этот период заметно сказалось повышение стоимости банковского кредитования в сравнении со стоимостью привлечения средств на рынке ценных бумаг. В условиях ликвидации целого ряда регулятивных и технических ограничений на фондовом рынке происходит снижение издержек привлечения средств, становится менее значимой роль посредников, которыми часто являлись банки. Эти факторы способствовали ускорению секьюритизации финансового рынка, поскольку создавались дополнительные условия для выпуска новых долговых обязательств в качестве финансовых инструментов. Таким образом, происходило расширение потенциальных сфер операций с ценными бумагами, возможности для привлечения капиталов средними и малыми компаниями, осуществляющими торговлю через онлайн-сети.

Деятельность институциональных инвесторов оказывает заметное влияние на направления эволюции структуры международных финансовых рынков. Несмотря на определённые различия между регионами и странами, инвестиционные банки и финансовые компании в прошедшие два десятилетия стали выполнять многие из функций по обслуживанию международных операций лучше, чем конкуренты, в первую очередь структуры коммерческих банков, а в ряде случаев и выступали движущей силой развития того или иного сегмента рынка.

Рост международных портфельных инвестиций также во многом определялся расширением масштабов деятельности институциональных инвесторов. С конца 70-х годов в трансграничных потоках происходят сильные изменения – ослабление позиций банков как международных кредиторов и снижение уровня их инвестиционной базы сопровождалось в то же время значительным расширением инвестирования со стороны пенсионных фондов и страховых компаний, а затем специализированных фондов, инвестирующих преимущественно на зарубежных финансовых рынках. Если во второй половине 70-х годов на банки приходилось 49,5% всего оттока и 72,0% притока капиталов из-за рубежа, то в середине 90-х годов эта доля упала соответственно до 9,2% и 5,4%, в то время как три четверти всех потоков стало приходиться на зарубежные инвестиции в ценные бумаги. В указанные периоды доля иностранцев, владеющих долговыми бумагами Франции и Германии выросла с 0% и 5% до соответственно 38% и 25%. В значительной степени эти изменения происходили в результате активной позиции институциональных инвесторов, проводивших политику диверсификации рисков.

Значительно усложняются взаимоотношения бирж и институциональных инвесторов. Наиболее крупные из них создали собственные торговые системы для ведения внебиржевой торговли, свои электронные сети. Обострение конкуренции на фондовом рынке вынуждает их рассматривать в новом свете свои отношения с биржами, выносить конкуренцию в большей степени на узкоспециализированные рынки.

Проводимые ведущими биржами ответные меры способствовали повышению их конкурентоспособности, хотя по целому ряду финансовых услуг они уже не могут в полной степени конкурировать с торговыми системами институциональных инвесторов. Последние же, имея конкурентные преимущества по направлениям своей специализации, вынуждены прибегать к использованию универсальных услуг биржи, рассчитывая в конечном итоге получить дополнительные выгоды от операций с использованием внебиржевых систем.

Глобализация фондовых рынков сопровождалась сменой ролей и в рамках самой системы торговли ценными бумагами и обслуживания посттрейдинговых операций. Во многих странах господство индивидуальных инвесторов в последние десятилетия сменилось преобладанием институциональных инвесторов. Финансовые институты с точки зрения направляемых объемов капитала стали занимать преобладающее место и на мировом фондовом рынке. Институциональные инвесторы располагают возможностями более эффективного управления инвестиционными ресурсами, что особенно значимо при проведении зарубежных операций. Инвестиционные компании, страховые и пенсионные фонды рассматривают размещение активов за рубежом как одно из основных направлений своей деятельности, что позволяет улучшить характер риска и доходность портфелей, включающих ценные бумаги зарубежных эмитентов. С конца 80-х годов эти финансовые институты стали выделять растущую долю инвестиций на операции на формирующихся рынках ценных бумаг.

Роль институциональных инвесторов существенно меняется по мере того, как повышается склонность населения развитых стран вкладывать деньги в финансовые инструменты международного рынка ценных бумаг, исходя из возможности получения более высоких доходов, в том числе и путем сокращения доли своих традиционных вложений в виде депозитов. По-видимому, можно сказать, что дальнейшее развитие этого сегмента рынка будет тесно привязано к росту или снижению доли международных финансовых инструментов в накоплениях (см. таблицу 3.5.).

Таблица 3.5

**Ключевые факторы мотивации трансграничного инвестирования
(по результатам опросов 500 ведущих институциональных инвесторов
2007–2010 гг.)**

Рэнкинг	Фонды по управлению активами		Пенсионные фонды	
	Факторы	в % к итогу	Факторы	в % к итогу
1	Диверсификация	26	Диверсификация	34
2	Долгосрочные перспективы инвестирования	26	Долгосрочные перспективы инвестирования	32
3	Текущая доходность	21	Текущая доходность	13
4	Суверенный или страновой риск	14	Набор финансовых инструментов	11
5	Ликвидность рынка	13	Волатильность	10
	Всего	100	Всего	100

Источник: IMF Survey on Global Asset Allocation, April and May 2011.

В то же время многие институциональные инвесторы, не являющиеся профессиональными участниками фондового рынка, обращаются к брокерско-дилерским институтам для размещения ценных бумаг. К ним относятся страховые компании, депозитные институты (например, коммерческие банки, сберегательные и

кредитные ассоциации) и инвестиционные компании. Особо быстро растут потребности пенсионных и накопительных фондов, оперирующих долгосрочными ресурсами. Расширяются функции трастовых компаний, которые оказывают услуги по управлению активами клиентов, образуют фонды, включающие акционерный капитал самих компаний; гарантийные фонды, принятые к управлению по доверенности; наследственные фонды (фонды, управляемые по завещанию собственника в интересах наследника) и др.

Среди профессиональных участников на международных рынках капитала большое развитие получили инвестиционные банки, которые выступают в роли посредников, с одной стороны, между государством и корпорациями, желающими разместить свои ценные бумаги, и потенциальными инвесторами, как институциональными, так и частными, с другой. Они могут являться учредителями, организаторами эмиссии ценных бумаг, а также гарантами и брать на себя обязанности по определению размера, условий, сроков эмиссии, выбору типа ценных бумаг, а также по размещению и организации вторичного обращения. Несмотря на формальную ликвидацию в США в последние годы разделения между инвестиционно-банковскими и коммерческими банковскими структурами, их определяющими функциями по-прежнему являются эмиссионные операции, организация слияний и поглощений.

Длительное снижение ведущих фондовых индексов и усиление системных рисков отразилось и на положении инвестиционных банковских институтов. В то время как обороты ведущих бирж снизились в незначительной степени, а ряде случаев и выросли, активы некоторых крупных институциональных инвесторов существенно сократились.

Кризис 2008–2009 гг. оказал сильнейшее воздействие на деятельность инвестиционных банков, значительная часть которых в условиях резкого падения стоимости их акций и долговых ценных бумаг, были вынуждены менять свою бизнес-модель под угрозой полного прекращения деятельности. В США из «большой пятерки» банков продолжают функционировать полностью самостоятельно только два – *Morgan Stanley* и *Goldman Sachs*. *Merill Lynch* и *Bear Stearns* оказались в орбите двух крупных американских банков *JP Morgan Chase* и *Bank of America* и стали, по существу, их инвестиционными подразделениями. В условиях острого дефицита ликвидности они были вынуждены изменить свой юридический статус с независимых инвестиционных банков на банковские холдинги. В Западной Европе, несмотря на схожесть проблем, трудности были временно преодолены за счет поддержки государственных институтов и крупных акционеров.

Кризис системы инвестиционных банков поставил на повестку дня вопрос о дальнейших путях их развития: частичной перестройки своей деятельности или полного перехода в систему универсальных банков.

В первую очередь речь идет о преодолении слабых сторон инвестиционного бэнкинга, наиболее сильно проявившихся в ходе кризиса. В 90-е годы инвестиционные банки значительно расширили долю собственных торговых операций и увеличили в этих целях долю заемных средств, что негативно сказалось в период резкого падения стоимости активов. При относительно устойчивой финансовой ситуации эти институты в значительной степени ориентировались на краткосрочное финансирование, в первую очередь через сделки РЕПО, но затем понесли громадные потери в результате падения

стоимости используемого в этой схеме имущественного залога, что способствовало снижению их ликвидной базы.

В то же время в условиях острой конкуренции на глобальных рынках капитала инвестиционные подразделения универсальных банков стремились использовать возможности ослабления конкурентов для выхода на сегменты рынка, традиционно закрепленными за инвестиционными банками.

Восстановление позиций инвестиционного банкинга в последние годы происходит путем расширения депозитной базы, более широкого использования корпоративного кредитования, снижения в портфелях доли высокорисковых и спекулятивных активов, повышения доли международного рынка ценных бумаг, освоения новых быстрорастущих рынков, в т.ч. и России. Выход на зарубежные рынки получает все большее развитие в связи с использованием МРЦБ для более широкого привлечения средств и как объекта инвестирования, с активизацией участия инвестбанков в международных публичных и частных размещениях компаний, выпуске и торговле бумагами с фиксированным доходом в национальной и в иностранной валюте, для расширения собственного бизнеса по управлению активами за границей путем учреждения или приобретения инвестиционных и пенсионных фондов, более тесного взаимодействия со страховыми компаниями, участия в схемах финансируемого выкупа и др.

В сфере торговли производными инструментами инвестбанки проводят подготовку и участвуют в реализации структурных решений, разрабатываемых на основе рыночных инструментов и деривативов, обеспечивающих доступ на глобальные рынки.

Согласно данным, опубликованным «Файнэншл таймс»³⁹ о деятельности 10 ведущих инвестиционных банков мира, в 2011 г. ими было совершено 23831 сделок инвестиционного характера, по которым получены комиссионные в размере в 33,9 млрд. долл. Наибольшая сумма комиссионных поступлений была от сделок на американском континенте – 19,9 млрд. долл. или 56,7% общей суммы, далее следует Европа – 8,1 млрд. долл. (23,9%), Азиатско-Тихоокеанский регион – 4,5 млрд. долл. (13,2%), Япония – 1,6 млрд. долл. (4,5%), Африка, Ближний и Средний Восток, Центральная Азия – 0,5 млрд. долл. (1,6%). По отраслевому признаку наибольшее число сделок приходится на финансовую сферу – 7837 или 20% общего числа. Экономическая и политическая нестабильность, обострение долгового кризиса в Европе и ряд других факторов отрицательно сказались на общем размере комиссионных, которые по сравнению с предшествующим годом сократились на 23%, в т.ч. по Европе и странам Азиатско-Тихоокеанского региона на 34%.⁴⁰

Большая часть объёма поступлений в результате проведения инвестиционных сделок пришлась на банки США, которые занимали первые места и по объёму международных операций. Лидером глобальных инвестиционных операций остается *JP Morgan* – в указанный период он заработал 2,4 млрд. долл. или 43% общего объёма поступлений ведущей «десятки», этот же банк сохранил за собой ведущее место на североамериканском континенте (1,8 млрд. долл.). В Европе лидерство по данному

³⁹ «Financial Times», 05.08.2011

⁴⁰ <http://markets.ft.com/investmentBanking/tablesAndTrends.asp>

показателю обеспечил *Deutsche Bank* (0,5 млрд. долл.), в Японии – *Mizuho Financial* (0,3 млрд. долл.), в Азиатско-Тихоокеанском регионе – *Goldman Sachs* (0,2 млрд. долл.), в Африке, на Ближнем и Среднем Востоке (включая Среднюю Азию) – *Credit Suisse* (0,1 млрд. долл.) (см. Приложение 5).

Финансовый кризис ослабил также позиции таких групп профессиональных участников, как пенсионные фонды и страховые компании, аккумулирующие инвестиционные ресурсы с целью последующего выхода через посредников на национальные и международные фондовые рынки. Значительные потери понесли пенсионные фонды, стоимость их активов упала, а более низкие ставки доходности по государственным облигациям, которые используются многими для дисконтирования своих обязательств, одновременно повысили уровень дефицита их финансирования. Компании страхования вследствие неправильной оценки рисков и других причин также понесли убытки по инвестициям в акциях и корпоративных облигациях, что в ряде случаев привело к заметному сокращению резервов и уставного капитала.

Расширение международного рынка ценных бумаг сопровождается изменениями базы инвесторов, которые обусловлены тремя ключевыми тенденциями: быстрым ростом активов под управлением институциональных инвесторов, активностью хеджевых фондов, а также значительным усилением позиций на данном сегменте рынка центральных банков и суверенных фондов благосостояния стран с формирующимся рынком.

Наблюдается резкое увеличение объема активов под управлением институциональных инвесторов из стран с развитым рынком. Активы этой группы инвесторов стран ОЭСР возросли с 21,9 трлн. долл. в 1995 году до 60,3 трлн. долл. в 2009 году или в 2,8 раза, в том числе инвестиционных фондов с 6,3 трлн. долл. до 24,0 трлн. долл. (3,8 раза), страховых компаний – с 8,0 трлн. долл. до 20,0 трлн. долл. (2,5 раза), пенсионных фондов – с 7,2 трлн. долл. до 15,9 трлн. долл. (2,2 раза). На долю США приходится немного менее половины, а на долю Европы – около трети этих средств. В Соединенных Штатах значительная часть этой базы активов принадлежит пенсионным фондам, тогда как в Европе – страховым компаниям (см. Приложение 6).

Рост активов под управлением институциональных инвесторов из стран с развитым рынком сопровождается увеличением трансграничного размещения активов и тенденцией к снижению доли в портфелях активов страны происхождения инвестора. По данным МВФ, только за период 2006–2010 гг. произошло снижение этой доли по активам под управлением по акциям с 47,5% до 44,8%, по облигациям – с 61,0% до 60,1%, по пенсионным фондам соответственно с 55,5% до 50,3% и с 78,1% до 75,7%. Основные изменения происходили за счёт роста доли в портфелях инвестиций в быстро растущие страны Тихоокеанского региона и Северную Америку (см. таблицу 3.6.).

Ещё одной ключевой тенденцией является усиление позиций хедж-фондов среди участников финансовых рынков. Число хеджевых фондов (не считая дочерних фондов) увеличилось с 530 в 1990 году до 9523 в 2011 году.⁴¹ С начала текущего века происходит сильный приток капитала в эти финансовые институты, индустрия хедж-фондов становится наиболее динамично развивающейся отраслью коллективных

⁴¹ Hedge Fund Research, press release, January 19, 2012.

инвестиций, что объясняется во многом расширением базы инвесторов за счет включения в нее наряду с институциональными инвесторами крупных индивидуальных инвесторов. Активы, управляемые хедж-фондами, первоначально находились на низком уровне по сравнению с другими сегментами рынка, но затем их объем вырос с 30 млрд. долл. в 1990 году до более чем 2,0 трлн. долл. в 2011 году. Отмечается заметное увеличение числа крупных институциональных структур (более 5 млрд. долл.), большинство этих фондов управляется из США и Англии, на которую приходится основная часть европейских активов. В последние годы в условиях возросшей неопределённости на финансовых рынках инвесторы отдают предпочтение фондам, ориентированным на макро-стратегии и арбитраж относительной стоимости.

Таблица 3.6.

Региональное распределение зарубежных активов институциональных инвесторов

	Фонды по управлению активами				Пенсионные фонды			
	Облигации		Акции		Облигации		Акции	
	2006	2010	2006	2010	2006	2010	2006	2010
Национальный рынок	61.0	60.1	47.5	44.8	78.1	75.7	55.5	50.3
Восточная Азия/Австралия и Океания	3.4	3.6	8.5	9.0	1.8	2.4	8.6	10.1
Европа	27.2	27.1	28.2	27.1	11.7	11.4	22.1	21.4
Латинская Америка	0.8	0.8	1.8	2.6	0.3	0.9	0.8	2.5
Средний Восток/Северная Африка	0.1	0.2	0.2	0.3	0.0	0.3	0.2	0.4
Северная Америка	7.1	7.7	11.7	13.0	7.9	8.9	11.6	13.1
Южная/Центральная Азия	0.2	0.2	0.8	2.1	0.1	0.4	1.1	2.0
Африка южнее Сахары	0.0	0.0	0.1	0.2	0.0	0.1	0.1	0.3

Источник: IMF Survey on Global Asset Allocation, April and May 2011.

Рост потребностей инвестиционных фондов коллективного инвестирования развитых стран в иностранных активах определяется как структурными, так и циклическими группами факторов. Для большинства институциональных инвесторов главным мотивом служит диверсификация, долгосрочные перспективы инвестирования в тот или иной сегмент рынка. В то же время институциональным инвесторам приходится адаптироваться к долгосрочным регулятивным сдвигам, в т.ч. изменениям в законодательстве и бухгалтерском учёте. Так, новые требования к учёту пассивов пенсионных фондов со стороны компаний-инвесторов повлияли на характер принимаемых ими решений о размещении активов. В случае, если происходит увеличение пассивов пенсионных фондов, инвесторы стремятся диверсифицировать инвестиционные стратегии в целях обеспечения не только более точного соответствия

активов и пассивов, но и более высокой прибыли, скорректированной с учётом рисков и временного фактора.

Вместе с тем, ряд исследователей считают, что, несмотря на глобализацию рынков капитала, процесс диверсификации портфелей инвесторов в странах с развитой экономикой проходит весьма медленно и основная их часть по-прежнему приходится на национальные активы. Так, в США инвесторы взаимных фондов держат около 70 % вложений в акции в национальных финансовых институтах, японские домашние хозяйства владеют 93% купленных бумаг в японских акциях и т.д. На развивающихся рынках доля иностранных ценных бумаг в некоторые годы даже снижалась поскольку капитализация их фондовых рынков быстро увеличивается при сохранении целого ряда ограничений на приток капитала (см. Приложение 6).⁴²

С середины прошлого десятилетия значительно усилились позиции еще одной группы институциональных инвесторов – суверенных фондов. Происходит рост объемов и масштабов их инвестиций, они оказывают все большее влияние на институциональную структуру международного фондового рынка. За 2008–2011 гг. эти фонды увеличили свои активы с 3,05 трлн. долл. до 4,62 трлн. долл. или на 51,5%, несмотря на посткризисное падение их объемов в России и ряде других стран. Инвестиции из ФНБ на мировом финансовом рынке в силу своей масштабности стали оказывать существенное влияние на все показатели функционирования МФР. Однако в отличие от других фондов их движение происходит под контролем государственных организаций или центральных банков, финансируемых за счет золотовалютных резервов, государственных бюджетов или экспортных доходов.

Часть суверенных фондов принадлежат центральным банкам, которые аккумулируют валютную наличность в процессе управления национальной банковской системой, другие фонды представляют собой государственные сбережения, которые инвестируются в различные компании с целью получения инвестиционного дохода. Вследствие долгосрочного характера инвестирования суверенными фондами часть золотовалютных резервов центральных банков диверсифицируется в портфельные активы, например, в акции и деривативы разных видов. В зависимости от стратегии суверенных фондов направленность средств может существенно отличаться. Так, часть суверенных фондов инвестировали средства в крупные инвестиционные банки и первоклассные компании, что в конечном итоге способствовало установлению контроля над ними.

Становление стран с формирующимся рынком как группы устойчивых чистых экспортёров капитала, где наряду с Китаем основные места занимают нефтедобывающие страны, сопровождалось в значительной степени внешними размещениями резервов центральных банков и активов суверенных фондов. Среди ведущих фондов, осуществляющих инвестиции государственных сбережений во внешние активы, можно выделить Инвестиционное управление Абу-Даби (19% общей суммы активов первой «десятки»), Норвежский пенсионный фонд (18%),

⁴² По нашей оценке, индивидуальные и институциональные инвесторы в США в настоящее время в среднем держат около 13 % от их общего портфеля в иностранных активах. В Японии, домашние хозяйства вкладывают лишь 1 процент от общей суммы их финансовых накоплений в иностранные ценные бумаги, несмотря на очень низкую прибыльность внутренних активов.

Инвестиционный фонд Саудовской Аравии (17%), Инвестиционное управление Кувейта (9%), Инвестиционные корпорации Гонконга и Сингапура (9% и 8%), Фонд национального благосостояния России (5%).

Основные потоки капиталов суверенных фондов направляются на финансовые рынки США. За минувшее десятилетие объем казначейских ценных бумаг США, находящихся в собственности иностранных инвесторов, вырос более чем в три раза, причем в наиболее сильной степени этому способствовало приобретение долгосрочных ценных бумаг казначейства и государственных агентств США зарубежными официальными учреждениями. Наибольший прирост инвестиций в американские бумаги был зарегистрирован в Китае, портфель которого в последние годы вырос на 50%, в результате чего эта страна стала ведущим инвестором на данном сегменте ценных бумаг (на конец ноября 2011 г. 1132,6 млрд. долл. или 23,8% общей суммы государственных долговых обязательств США), далее следует Япония (соответственно 1038,9 млрд. долл. или 21,9%).⁴³ Согласно оценкам, к концу 2011 года иностранные официальные учреждения были держателями 72% всех государственных ценных бумаг США, принадлежавших иностранным владельцам.⁴⁴

Расширение доступа к глобальным финансовым ресурсам суверенных и корпоративных эмитентов широкого круга стран и быстрое увеличение объемов трансграничных капиталов оказывает разнонаправленное воздействие на современное состояние международного рынка ценных бумаг. Дифференциация инвестиционной базы, включая различные страны и группы инвесторов, снижает возможность возникновения системных рисков, предоставляет большие возможности ограничить их распространение и удерживать надвигающиеся волны кризиса. В то же время, как показал глобальный финансовый кризис 2008–2009 гг., после периода относительной стабильности в условиях углубления связей между участниками фондового рынка и увеличения объема операций с альтернативными инвестициями может возникнуть резкое нарушение международной ликвидности, разрыв в спредах по финансовым инструментам в условиях высокой доли леввереджа, что в конечном итоге ведет к закрытию позиций и падению цен активов.

Формирование современной структуры международного рынка ценных бумаг проходит в условиях острой конкуренции между банковскими и небанковскими финансовыми институтами, при этом в зависимости от особенностей финансовых рынков той или иной страны, нельзя определять как однозначную тенденцию снижения или повышения роли банковских институтов. С одной стороны, деятельность небанковских институтов заметно диверсифицируется, в частности, такие институты, как инвестиционные компании активно участвуют в кредитовании клиентов, особенно в связи с осуществлением фондовых операций. В то же время банки также существенно расширяют сферу инвестиционных услуг, в т.ч. и в сфере международных операций. Это определяется общими тенденциями роста мировой экономики в первую очередь, развитых экономик, и растущими потребностями государств и корпораций в финансовых ресурсах как краткосрочного, так и долгосрочного характера.

⁴³ U.S. Department of the Treasury & Federal reserve Board, January 18, 2012

⁴⁴ <http://www.treasury.gov/resource-center/data-chart-center/tic/>

Диверсификация банковского бизнеса в сторону более активного участия в инвестиционных операциях наглядно просматривается в структуре их баланса, где заметно возросла доля доходов от операций с ценными бумагами. Одновременно отмечается постоянный рост этих доходов, поскольку расширение масштабов деятельности позволяет существенно снизить транзакционные издержки и конкурировать с другими профучастниками.

Расширение и взаимопроникновение функций финансовых институтов теснейшим образом связаны с процессами дерегулирования финансовых рынков, берущих начало с 80-х годов и продолжающихся до сих пор. Особенно масштабно снятие ограничений на одновременное осуществление финансовыми институтами части банковских и инвестиционных операций произошло в США, где после финансового кризиса 30-х годов действовало жесткое законодательство в данной области. Закон Грамма-Лича-Блайли (1999 г.), с одной стороны, разрешил коммерческим банкам универсализировать свою деятельность, вводя в создаваемые финансовые холдинги компаний с инвестиционными функциями, а с другой, позволил инвестиционным банкам осуществлять депозитные операции. Снятие ограничений на слияния имело целью повышение конкурентоспособности индустрии финансовых услуг США, особенно на международных рынках капитала, а также обеспечение возможностей перетока квалифицированных финансистов из одного сегмента рынка в другой и таким образом внедрения инновационных технологий из сферы инвестиционного банкинга и страхования.

Внесение изменений в банковское регулирование создаёт условия для формирования крупных финансовых холдингов с полным набором финансовых услуг, центрами которых являются крупные банковские структуры, включающие также компании по операциям с ценными бумагами, страховые фонды, являющиеся активными участниками фондовых рынков. Обладая сильными позициями на рынке финансовых услуг, они становятся одной из основ глобальных финансовых сетей и благодаря универсализации и масштабности своих операций обеспечивают необходимый импульс глобальным процессам интеграции капиталов.

Вместе с тем, проводимые меры по дерегулированию деятельности финансовых институтов по трансграничным потокам капитала значительно повышают системные и операционные риски, что потребовало проведение мер по укреплению финансовой базы. Разработанные Базельским комитетом международные соглашения, направленные на обязательное укрепление собственного капитала банков, вызывают по мере роста взвешенных по основным группам риска активов необходимость дальнейшего увеличения этой части капитала банков. Поскольку при приобретении банком пакета акций стоимость его капитала соответственно уменьшается, банки, стремясь соответствовать предписываемым международным нормам, идут по пути создания дочерних компаний, что усиливает привлекательность организационной формы холдинговой компании.

Проведение либерализации на финансовом рынке потребовало внесения изменений в структуру регулирующих органов, расширение их функций, а в ряде случаев усиления контроля и надзора. В ряде стран, в т.ч. с крупными финансовыми рынками (например, в Японии, Великобритании), проводятся реформы регулятивной системы, одним из основных этапов которых явилось создание единого органа –

мегарегулятора, позволяющее осуществлять всесторонний контроль над деятельностью субъектов финансового сектора. Рассматривается и возможность дальнейшего усиления контроля и надзора за смежными секторами деятельности в условиях продолжающейся международной интеграции финансовых рынков.

Расширение глобального рынка ценных бумаг вызывает необходимость построения более эффективной системы регулирования операций на фондовых рынках, улучшения системы контроля как на национальном, так и на транснациональном уровнях. В настоящее время степень воздействия государства на международный рынок всё ещё значительно меньше, чем на национальный. Взаимодействие и взаимопроникновение различных сегментов финансовых рынков, обслуживая в возрастающей степени процессы интеграции мировой экономики в различных сферах деятельности, в том числе и валютной, объективно требуют расширения использования новых финансовых инструментов и на рынках ценных бумаг. Однако в немалой степени это приходит в противоречие с современным характером действующих рынков и несет опасность возникновения чрезмерной зависимости от международных операций при отсутствии достаточно развитых регулятивных механизмов в данной области.

С учетом ранее рассмотренных моментов определение приоритетных факторов развития международного рынка ценных бумаг представляется достаточно сложным, поскольку оказывается под влиянием разнонаправленных векторов движения. В настоящее время в Соединённых Штатах и некоторых других странах с развитыми финансовыми рынками, спрос инвесторов на акции, скорее всего, будет превышать предложения компаний на внутреннем рынке ценных бумаг, поскольку последние смогли обеспечить достаточную прибыльность для покрытия финансирования своих потребностей в инвестировании. Более того, за последнее десятилетие неоднократно осуществлялся обратный выкуп акций. В этой связи и в дальнейшем ожидается сохранение интереса как индивидуальных, так и коллективных инвесторов этих стран к зарубежным инвестициям, более широкий выход на международный рынок ценных бумаг, т.е. усиливается глобальный подход в действиях институциональных инвесторов, в результате чего в их портфеле увеличивается доля иностранных ценных бумаг, а также акций мультинациональных компаний, действующих на быстро растущих рынках, с учетом соотношения риск/доходность.

В то же время дальнейшие направления деятельности институциональных инвесторов будут во многом складываться под влиянием ситуации на рынках ценных бумаг, политики принимающей страны в отношении доступа на свой рынок портфельных инвестиций. Это непосредственно определяется деятельностью как национальных, так и международных органов по регулированию притока долгосрочных капиталов, ограничению движения «горячих денег», введению новых нормативов по деятельности банков, модернизации системы надзора, развитию валютного рынка с инструментами хеджирования.

Возможность сохранения существенного разрыва между спросом со стороны инвесторов на акции и корпоративными потребностями в финансировании может стать одним из неблагоприятных факторов для развития мировой экономики. Сужение рынка долевого капитала на глобальных рынках капитала имеет долгосрочные последствия с точки зрения формирования инвестиционных портфелей, источников

финансирования деятельности компаний, оказывая влияние на развитие экономики в целом.

В наиболее сложном положении оказываются банки, находящиеся в процессе расширения своей капитальной базы и повышения ликвидности за счет эмиссии акций. В то время, как многие крупные нефинансовые корпорации в США и Европе финансируют свои потребности в расширении капитала из нераспределенной прибыли, банки после последнего финансового кризиса оказались не в состоянии использовать этот источник. Новые, более жесткие требования к капиталу банков сделали их в последние годы наиболее активными эмитентами ценных бумаг, и на их долю приходится около одной трети балансовой стоимости акций на американских и европейских биржах. Однако, с учетом новых нормативных ограничений, доходы банков имеют тенденцию к снижению и немалая часть банков не обеспечивает доходность операций, позволяющую полностью покрыть издержки по обслуживанию капитала.

Учитывая повышение требований к финансовым институтам в отношении обеспеченности собственным капиталом, следует в дальнейшем ожидать понижения уровня дивидендов по банковским акциям, хотя они и будут иметь меньшую волатильность по сравнению с бумагами нефинансовых компаний, что выделит их, с точки зрения инвесторов, в самостоятельную группу бумаг. Для банков, привлечение долгосрочных инвестиций в таких условиях станет еще более трудной задачей, особенно в Европе, где интерес инвесторов к ценным бумагам снижается.

С другой стороны, общемировой сдвиг богатства, в первую очередь в сторону стран с развивающимися рынками, может стать фактором, способствующим поддержанию позиций международных банков в качестве депозитных институтов. Согласно экспертным оценкам, в случае высоких темпов накопления богатства различных групп инвесторов, они обычно направляют около трех четвертей или более своих финансовых активов в банковские депозиты. По оценке экспертов, при таком распределении активов в течение следующего десятилетия банковские депозиты в странах с развивающимися рынками вырастут примерно на 24 триллиона долларов. Имея значительный опыт завоевания позиций за рубежом, транснациональные банки получают возможность расширить свою депозитную базу в Латинской Америке, Юго-Восточной Азии, Африке, где быстро растет группа новых инвесторов. В то же время, сохранение в этих странах таких регулятивных правил, как обязательное учреждение дочерних филиалов, ограничивает возможности этих банков использовать депозиты, размещенные в одной стране, для финансирования активов в другой.

ГЛАВА 4. ОСНОВНЫЕ ИНСТРУМЕНТЫ МЕЖДУНАРОДНОГО РЫНКА ЦЕННЫХ БУМАГ – ТЕНДЕНЦИИ И ПРОБЛЕМЫ ПРИМЕНЕНИЯ

4.1. Активизация рынка международных облигаций как одного из ключевых сегментов рынка долговых ценных бумаг

Развитие глобального финансового рынка сопровождается появлением специализированных финансовых продуктов, которые в свою очередь вызывают формирование новых его сегментов. Конкуренция ведет к трансформации международной сферы финансовых услуг, вынуждая компании-участники

разрабатывать адаптированные к изменяющимся условиям продукты и снижать транзакционные издержки. С другой стороны, инвесторы постоянно требуют более эффективного управления их капиталом, создания оптимальной с точки зрения рисков и доходности структуры фондовых портфелей.

Растущие опасения участников рынка определяются тем, что в последние десятилетия инструменты, обращающиеся на финансовых рынках, становятся все более комплексными и диверсифицированными. Это приводит к более сложным структурам управления портфелями ценных бумаг и связано с более высокими рисками. В частности, в условиях растущей взаимозависимости рынков капитала растёт и его часть, связанная с валютными деривативами – валютными форвардами, фьючерсами и др.

Еще одной проблемой является отставание единых регулятивных и бухгалтерских стандартов от темпов инноваций в данном секторе экономики. Рынок финансовых инструментов приобретает все более глобальный характер, в то время как отсутствуют унифицированные требования к осуществляемым с ними операциям, что приводит к отличиям в системах надзора и оценки инструментов в разных странах. В этих условиях компании-участники имеют возможность выбрать страны с менее жесткими нормативами, что ведет к регулятивному и бухгалтерскому арбитражу. С другой стороны, страны, привлекающие капитал, оказываются не заинтересованными в принятии более строгих правил, чем в других странах, поскольку они могут потерять привлекательность как часть глобального финансового рынка в пользу стран с менее обременительными стандартами, что непосредственно скажется на уровнях притока капитала и занятости. В этой связи, по-видимому, предстоит еще довольно длительный период выработки и согласования международных правил в области оценки и учёта финансовых инструментов, стандартизации кодексов деятельности профессиональных участников и т.д.

Международный рынок ценных бумаг в узком определении можно рассматривать как совокупность операций с иностранными ценными бумагами на национальных рынках, покупок и продаж собственно международных ценных бумаг. Таким образом, международный фондовый рынок делится на две основные части: рынок иностранных ценных бумаг и рынок евробумаг, включая производные инструменты. Основываясь на статистике Банка международных расчетов, объем рынка, без учета краткосрочных обязательств, на середину 2012 г. оценивался в 28,4 трлн. долл., причем, по мнению экспертов, на первую группу приходится примерно 25% всего зарубежного оборота ценных бумаг, на вторую – 75%⁴⁵.

На рынке иностранных долговых бумаг облигации выпускаются в валюте страны размещения, а для инвестора она является иностранной. Эмиссии направлены на финансирование деятельности иностранной компании в стране выпуска и существенно снижают валютные риски для инвесторов. Эти бумаги обычно размещаются с помощью объединенной группы компаний или их филиалов, действующих в стране размещения. Евробумаги выпускаются в валюте иностранной как для эмитента, так и для инвестора. Они могут размещаться сразу в нескольких ведущих финансовых центрах при посредничестве международного синдиката андеррайтеров.

⁴⁵ <http://www.bis.org/>

Указанные сегменты рынка, в свою очередь, делятся на рынки акций и рынки облигаций. Международный рынок облигаций сохраняет свою роль как основной источник привлечения средств на глобальном финансовом рынке. Объем их эмиссии существенно превышает соответствующий показатель для долевых ценных бумаг. Круг эмитентов международных облигаций значительно шире и включает наряду с корпорациями, финансовые институты, различные виды корпоративных фондов, государственные и муниципальные органы, международные финансовые организации. Данная группа инструментов позволяет заемщику непосредственно участвовать в размещениях и расширять круг инвесторов, оказывая непосредственное влияние на стоимость привлекаемых средств. Международный рынок акций развит в меньшей степени, чем рынок облигаций. Он представлен, в основном, эмиссиями ценных бумаг крупных корпораций и банков на рынках ограниченного числа стран. В отношении валюты выпуска долевые бумаги обладают в основном теми же характеристиками, что и облигации.

Соответственно имеются существенные различия в характере регулирования рынков данных групп инструментов. Операции с иностранными облигациями и акциями регулируются местными законами и эмиссия и обращение также полностью подпадают под действие местного законодательства, кроме специально оговоренных случаев. Регулирование рынка евробумаг на уровне участников осуществляется через специальных посредников – объединенные организации профессиональных участников рынка (Институт рынков капитала и ряд других). Вместе с тем, по мере глобализации рынков большее распространение получают комбинированные виды финансовых продуктов, сочетающие формы национальных и международных инструментов, что вызывает необходимость внесения соответствующих изменений в системы регулирования операций с ценными бумагами.

При оценке общих объемов международного рынка ценных бумаг необходимо учитывать, что публикуемая в настоящее время международными финансовыми организациями статистика по международным рынкам включает только инструменты, специально размещаемые за рубежом. Покупка внутренних ценных бумаг иностранными инвесторами не учитывается как операция, произведенная на международном рынке. Это особенность статистического охвата заметно сужает экономическое понятие «международный рынок капитала».

Рынок иностранных облигаций как сегмент международного рынка развивался наиболее бурно до кризиса 30-х годов прошлого века, затем его роль заметно снизилась, однако с 60-х годов в период либерализации рынка капиталов она стала вновь возрастать. Общий объем облигационных займов, выпускаемых иностранными заемщиками на национальных рынках, прежде всего с целью привлечения капитала местных инвесторов, заметно увеличился.

Наиболее известные рынки иностранных облигаций расположены в Цюрихе, Нью-Йорке, Токио, Франкфурте, Лондоне и Амстердаме. Большинство из указанных ценных бумаг имеют устойчивые названия, которые используются инвесторами и профессионалами на этих рынках. К ним относятся *Heidi bonds* (Швейцария), *Yankee bonds* (США), *Samurai bonds* (Япония), *Bulldog bonds* (Англия), *Rembrandt bonds* (Голландия), *Matador bonds* (Испания) и др.

Операции с иностранными облигациями проводятся в основном на первичном рынке, хотя их доля на вторичном рынке, особенно развивающихся стран, также увеличивается. В отличие от евробумаг облигации этой группы выпускаются преимущественно как именные ценные бумаги. Обязательным составным элементом является развитый рынок иностранных валют, обслуживающий операции с данными ценными бумагами. Несмотря на определённую схожесть между иностранной и обычной облигацией, как правило, между ними имеются существенные различия, в частности в отношении режима налогообложения, методов, форм и условий размещения на рынке той или иной страны.

Рынок иностранных облигаций в США является наиболее крупным рынком в мире, что определяется в первую очередь его открытостью для средних и даже мелких заемщиков. Сроки погашения займов в ряде случаев достигают тридцати лет, что существенно продолжительнее аналогичных займов в Европе. Наряду с правительствами и государственными организациями западноевропейских стран крупными заемщиками выступают международные финансовые организации – Международный банк реконструкции и развития, Азиатский банк развития, Межамериканский банк развития и др. Ставка процента по иностранным облигациям в США может быть несколько выше, чем в западноевропейских странах, однако, иностранные заемщики в целом ряде случаев предпочитают американский рынок с его большей емкостью и развитой инфраструктурой. Доходность иностранных облигаций обычно не более чем на 1–2 п.п. отличается от займов для корпоративных американских облигаций.

Выход ФРГ на позиции страны-кредитора, введение конвертируемости западногерманской марки и отмена ограничений на эмиссию ценных бумаг в конце 50-х годов способствовали быстрому развитию в этой стране данного сегмента рынка ценных бумаг. Развитие рынка, вместе с тем, сдерживалось существующей системой налогов, особенно в отношении выплаты процентов, и вызывало отток портфельных инвестиций. Только после отмены удерживаемого налога по облигациям выпуск иностранных облигаций в Германии значительно выросли.

В течение длительного времени развитие японского рынка иностранных облигаций существенно отставало от США и Западной Европы. В 70-е годы, однако, значительно расширился выпуск «самурай бондз» – облигаций долгосрочных займов в иенах, эмитированных на японском рынке иностранными заемщиками. Первоначально Министерство финансов Японии разрешало выход на рынок только правительствам, государственным организациям и первоклассным корпоративным заемщикам, а также устанавливало обязательные объемы и сроки и погашения, однако в дальнейшем ограничения были несколько ослаблены. Этому способствовало быстрое расширение рынка капиталов Японии, а также общее ослабление государственного контроля в сфере международных операций. После периода застоя на японском финансовом рынке во второй половине 90-х годов – начале текущего десятилетия их использование как финансового инструмента вновь расширилось в связи с привлекательностью иеновых инвестиций в условиях финансовых потрясений на международном рынке.

В период после финансового кризиса 2008–2009 гг. и до настоящего времени развитие рынка иностранных облигаций для привлечения капиталов получил новый импульс, в особенности в США. По данным *“Financial Times”*, за три квартала 2012 г.

рост объемов размещения вырос на 11% по сравнению с предыдущим периодом и составил 620 млрд. долл., что определяется поддержанием высокого уровня ликвидности рынка и интересами американских инвесторов к бумагам с низкой степенью валютного риска. Хотя компании финансового, нефтегазового и горнодобывающего секторов традиционно являются крупнейшими эмитентами, наиболее высокий рост в последние годы показывают бумаги промышленных корпораций. Транснациональные компании активно используют американский рынок при размещении долговых обязательств для финансирования своей деятельности в США и для торговых и других операций на международных рынках. В то же время размещение таких инструментов западноевропейскими финансовыми институтами существенно замедлилось после ослабления долговых позиций банковского сектора в результате продолжения финансового кризиса в еврозоне. Развивающиеся страны также активно используют американский рынок, прибегая к процентному арбитражу.⁴⁶

Сужение возможностей еврорынка в результате долгового кризиса способствовало и активизации размещения иностранных облигаций на финансовом рынке Японии («самурай бондз»). Привлекательность японского рынка повысилась вследствие существенно более низкой стоимости заимствования по сравнению с Европой и США, а также в результате ухудшения общеэкономической ситуации в ЕС. Иностранные финансовые институты по-прежнему доминируют на рынке как заемщики, долговые инструменты которых остаются высокоприбыльными для японских инвесторов, поскольку уровень процента по местным долговым обязательствам в течение длительного времени сохраняется на крайне низком уровне. Это направление развития рынка поддерживается и государственными финансовыми органами, заинтересованными в дальнейшей интернационализации японской иены.

В целом, в текущем десятилетии, видимо, не следует ожидать повышения роли иностранных облигаций в их классической форме. Это определяется основными направлениями развития рынка еврооблигаций, появлением таких видов «гибридных» облигаций, как параллельные и глобальные облигации. Глобальные облигации – облигации, размещаемые одновременно на рынке еврооблигаций и на одном или нескольких национальных. Параллельные облигации – это облигации одного выпуска, размещаемые одновременно в нескольких странах в их валюте. Одним из первых выпусков было размещение еще в конце 90-х годов корпорацией «Сименс» параллельных облигаций на сумму 1,16 млрд. долл. в трех финансовых центрах: Франкфурте, Амстердаме и Париже, соответственно в немецких марках, датских гилдерах и французских франках, а впоследствии указанные транши были преобразованы в единый транш в евро. Переход от облигаций в единой валюте к мультивалютной ценной бумаге даёт возможность устранять валютные риски при перемещении капиталов между основными финансовыми центрами ЕС и позволяет диверсифицировать потенциальный риск от падения курсов акций на фондовом рынке одной из стран-участниц.

Эти и другие относительно новые финансовые инструменты способствуют стиранию различий между рынком иностранных и еврооблигаций и их взаимопроникновению, при этом условия выпуска и размещения для обеих групп становятся довольно близкими. Обращаясь на нескольких фондовых биржах глобальные и параллельные

⁴⁶ Yankee bond issuance rises sharply. “Financial Times”, October 2, 2012.

облигации регулируются национальным законодательством в отношении листинга и возможностей их использования. С другой стороны, значительная часть еврооблигаций также размещается как глобальные фондовые инструменты.

Все более заметное воздействие на развитие международного рынка облигаций оказывает рост их выпуска в валюте стран с формирующимися рынками, в первую очередь Китая. Устроителем международного рынка в юанях является преимущественно офшорная зона Гонконга, объёмы эмиссии выпуска облигаций на ближайший период оцениваются в десятки миллиардов долларов. В начале 2007 года Государственный совет КНР разрешил материковым финансовым учреждениям выпускать облигации в юанях в Гонконге. Финансовая поддержка реализации плана по дальнейшему расширению функций Гонконга как МФЦ была включена в расходные части бюджета района на 2009–2012 гг. В первую очередь, речь идет о размещении суверенных облигаций, ориентированных как на частных институциональных инвесторов, так и на государственные кредитно-финансовые институты. Эмиссия этой группы бумаг начала проводиться с 2010 г. В дальнейшем размещать долговые бумаги, номинированные в юанях, стали мультинациональные компании (*Caterpillar*, *McDonald's*) и банки (*HSBC*). О планах выпуска облигаций в китайской валюте объявлено Всемирным банком, Европейским фондом финансовой стабильности и ВЭБ'ом. Правительство КНР считает, что дальнейшее расширение международного долгового рынка в юанях позволит снизить зависимость Китая от экспортных рынков Запада и сократить приток американских долларов, ослабить инфляционные процессы в стране и тем самым стабилизировать национальную экономику.⁴⁷

Другим структурным фактором развития рынка становится усиление экономических позиций других, помимо КНР, стран Азии и осуществление ими инфраструктурных и других крупномасштабных проектов для поддержания высоких темпов развития. Вновь, как и до кризиса второй половины 90-х годов, эти страны стали ориентироваться на международные финансовые рынки, в т.ч. евроинструментов, путем размещения «облигаций развития» с привлечением транснациональных частных финансовых институтов через механизм проектного финансирования, предполагающего генерацию доходов от реализации проектов для погашения задолженности. Эта тенденция получит, по-видимому, дальнейшее развитие вследствие ограничений прямого кредитования такого рода банками в связи с решениями Базельского комитета по банковскому надзору.⁴⁸

При сохранении в настоящее время основной доли инвестиций в международные ценные бумаги развитых стран в дальнейшем следует ожидать увеличения притока стратегических инвестиций в развивающиеся страны и, в первую очередь, в страны с формирующимися рынками. Более привлекательными становятся показатели качества их облигационных займов, повышается резервное покрытие активов, проводится более гибкая валютная и долговая политика. Несмотря на высокую амплитуду колебаний потоков, устойчивость этой группы стран к различного рода шокам повышается, что отражается в снижении изменчивости цен на различные классы активов в категориях облигаций, акций и иностранной валюты.⁴⁹ В глобальных активах под управлением

⁴⁷ “The Wall Street Journal”, April 17, 2012.

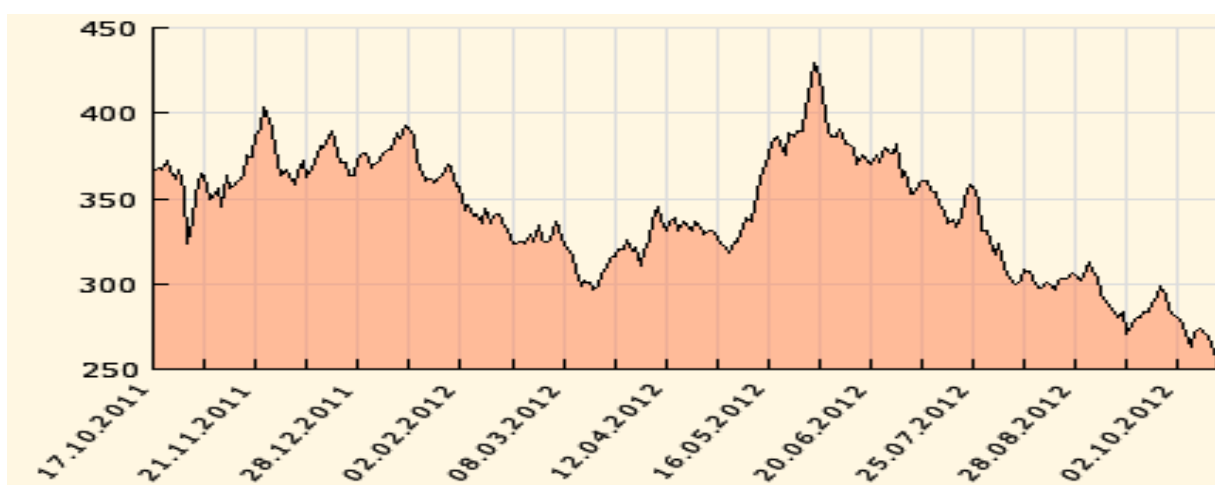
⁴⁸ “Bonds to Fund Projects in Asia as Loans Fall, HSBC Says”. Bloomberg, January 11, 2012.

⁴⁹ “Finance and Development”, March, 2007.

увеличивается доля бумаг развивающихся стран, в которые стратегические инвесторы вкладывают средства для длительного хранения и стремятся обеспечить соответствие параметров активов срокам погашения своих более долгосрочных обязательств.

Росту трансграничных потоков капитала в эту группу стран способствовало расширение базы инвесторов, осуществляющих вложения во внешние суверенные и квазисуверенные долговые обязательства стран с формирующимся рынком. Привлекательность активов этой группы стран в рамках долгосрочных инвестиционных стратегий способствовала повышению их доли в составе эталонных портфелей инвестиционных компаний и пенсионных фондов, что нашло отражение в динамике глобальных спредов индексов долговых обязательств развивающихся стран (EMBI+), являющихся важным ориентиром оценки кредитного качества выпускаемых и размещаемых ими на международных рынках облигаций (см. график).

График. Динамика индекса EMBI+ со спредом



Примечание: Индекс EMBI+ рассчитывается компанией J.P. Morgan и является одним из основных ориентиров по долговым бумагам стран с развивающимися рынками. EMBI+ является сводным индексом на основе рассчитанных индексов по каждой из 20 стран. В расчет индексов входят все виды выпущенных развивающимися странами валютных облигаций, в том числе Brady Bonds, еврооблигации, секьюритизированные займы и облигации внутреннего долга, выпущенные в валюте. Спред EMBI+ показывает усредненный спред облигаций страны к безрисковым облигациям, т.е., если спред сокращается, то это указывает на сокращение разницы в доходности между облигациями страны и безрисковыми облигациями.

Источник: <http://www.jpmmorgan.com/pages/jpmmorgan>

Развитие международного рынка ценных бумаг в 90-е годы и последующее десятилетие во многом определялось тенденциями одного из самых динамичных и крупных его сегментов – рынка евробумаг. В этот период существенно возрос валютный и кредитный потенциал транснациональных корпораций и банков, что в условиях дальнейшей либерализации рынков капитала, активизации процессов финансовой интеграции ЕС расширило спектр операций с высококачественными ценными бумагами как источниками финансирования. Заметное воздействие на развитие данного рынка оказали меры по преодолению кризиса задолженности латиноамериканских и ряда других стран, что сопровождалось отходом от крупномасштабного синдицированного кредитования и секьюритизации долга.

В настоящее время данный рынок можно разделить на три основные составляющие: еврооблигаций, краткосрочных долговых обязательств и евроакций, где основное место занимает рынок еврооблигаций, удерживающий второе место после облигаций внутренних выпусков. Вторым уровнем рынка является сегмент производных бумаг, в первую очередь кредитные деривативы, где евроинструменты выступают в качестве базисного актива.

Высокая динамика рынка еврооблигаций определялась, в первую очередь, существенными преимуществами как для эмитентов, так и инвесторов в отношении условий размещения по сравнению с другими долговыми инструментами, прежде всего в отношении объемов и валюты номинала, отсутствия прямого государственного регулирования выпусков. При выпуске еврооблигации на предъявителя с нее не удерживаются налоги, а налог, взимаемый с покупателя этих облигаций, зависит только от страны, чьим резидентом он является. В конечном итоге, процентные ставки по еврооблигациям обычно несколько ниже, чем по облигациям, выпущенным в национальной валюте. Меньшие затраты на привлечение займа по сравнению с национальным рынком делает их привлекательнее, что объясняется исключением целой группы финансовых посредников, так как продажа еврооблигаций проводится непосредственно размещающим синдикатом. Поскольку эти инструменты имеют существенные преимущества по сравнению с еврокредитами, их объемы значительно превосходили объем кредитования в современный период.

На первоначальной стадии развития еврорынка наиболее часто использовались краткосрочные финансовые инструменты – бумаги денежного рынка и краткосрочные ноты. Однако в дальнейшем по мере расширения операций и повышения уровня надежности заемщиков, все более важное место стало отводиться средне- и долгосрочным облигациям, доля которых в новых выпусках превысила 90%. На их базе начал расти и выпуск производных ценных бумаг.

Рост значения еврооблигаций как источника финансирования, а также благоприятные условия способствовали расширению рынка, выходу компаний с крупными эмиссиями, превышающими обычно несколько миллиардов долларов. Возможности диверсификации источников финансирования, отхода от использования альтернативных источников (в Европе прежде всего банковских кредитов), подпадающих под государственное регулирование, делает этот финансовый продукт еще более конкурентоспособным для инвестора. В целом, по оценке экспертов, экономия издержек по выпуску еврооблигаций может составлять около одной пятой от привлечения аналогичного кредита, что является решающим фактором при выборе метода финансирования.

С середины 90-х годов на рынке еврооблигаций расширился состав эмитентов за счет восточноевропейских стран и России. В дальнейшем на рынок стали выходить муниципальные власти крупных городов (Праги, Гданьска, Таллина) и компании - эмитенты (Татнефть, Газпром, Лукойл, Ростелеком, ТНК-ВР) а затем субъекты Российской Федерации (Москва, Санкт-Петербург, Свердловская и Нижегородские области, Татарстан).

Начиная с прошлого десятилетия, понятие еврооблигации реже используется в статистике и аналитике международных финансовых рынков, что вызвано рядом моментов, характеризующих современный этап их развития.

Во-первых, наряду с классическим вариантом данной бумаги, предполагающей размещение облигаций на иностранном рынке в валюте, отличной от страны размещающей заем, и страны, где она выпускается, появляется целый ряд комбинированных финансовых продуктов, либо они выпускаются в местной валюте, но не подпадают под местное валютное законодательство.

Во-вторых, с момента появления новой европейской валюты значительная часть этих долговых обязательств выпускается в европейских странах непосредственно в данной валюте, т.е. для европейских резидентов они уже в строгом определении не являются еврооблигациями. В этот период на рынок еврооблигаций вышли правительства стран зоны евро, ценные бумаги выпускаются в рамках ЕС в соответствии с правилами и стандартами еврорынка. Европейские корпорации также стали активно обращаться к данному рынку, чтобы диверсифицировать средства и ослабить зависимость от банковских кредитов. Таким образом, рынок еврооблигаций стал по существу слабо регулируемым сегментом внутреннего рынка стран ЕС. Это создало условия для арбитражных операций между рынком иностранных облигаций и рынком еврооблигаций и появления глобальных облигаций, которые сочетают характеристики иностранных облигаций и еврооблигаций и могут выпускаться на обоих рынках одновременно.

В настоящее время в статистику международных долговых ценных бумаг обычно включаются три группы инструментов: ценные бумаги, размещаемые в валюте, отличной от валюты страны выпуска (еврооблигации); ценные бумаги, размещаемые нерезидентом в валюте страны выпуска; ценные бумаги, эмитируемые резидентами в национальной валюте, но предназначенные для покупки нерезидентами. Однако, при рассмотрении статистических данных необходимо исходить из того, что финансовые рынки становятся более открытыми для иностранных эмитентов и инвесторов и разделение между внутренним и международным рынком ценных бумаг становится все менее явным. Это особенно относится к деятельности институциональных инвесторов развитых стран, которые могут одновременно привлекать средства как за счет выпуска долговых ценных бумаг как на внутреннем, так и международном рынке, что вызывает существенные трудности их последующей классификации и группировки.

Динамика выпуска международных долговых бумаг отражает общие тенденции рынков капитала в последние десятилетия. После быстрого расширения рынка в 90-е годы (в среднем ежегодно на 15%) отмечался еще более быстрый его рост в период до мирового финансового кризиса (в среднем на 20%). Однако затем рост международных долговых обязательств существенно замедлился – до 2% в год, и в отдельные годы стал даже показывать отрицательное значение.

Несмотря на происходящие глубокие изменения на рынке капиталов, рынок международных облигаций по-прежнему обслуживает в первую очередь спрос на долгосрочные финансовые ресурсы со стороны эмитентов развитых стран, на которые приходится около 80–85 % всех долговых обязательств. США в течение предыдущего и начале текущего десятилетия (2000–2012 гг.), несмотря на некоторое снижение в период последнего кризиса, продолжают с большим отрывом сохранять позиции ведущего эмитента (28,2% и 24,2% общей суммы долговых обязательств), затем следует Англия (соответственно 10,9% и 12,9%), Германия (7,5% и 7,2 %), Франция (5,1% и 7,2%). Вместе с тем, на рынке весьма высока доля стран с относительно

небольшими финансовыми рынками, но проводящих политику активного привлечения иностранных долгов, в т.ч. и через биржевые площадки – Нидерланды, соответственно 7,7 % и 7,0 %, Испания – 0,9% % и 4,9 % и т.д. При этом происходит постепенное снижение доли офшорных центров, переориентирующихся на другие виды финансовых инструментов.

Статистика международных финансовых рынков свидетельствует о снижении роли доллара США как валюты выпуска облигаций. Если в 90-е годы удельный вес долговых обязательств, выраженных в этой валюте, постоянно увеличивался, то затем этот показатель стал устойчиво снижаться с 49,5 % в 2000 г. до 40,5 % в 2012 году, отражая сокращения рынка евродолларов на рынках капитала. В то же время за этот период существенно возрастает доля долговых обязательств в евро, превысивших показатели для долларовых облигаций с 30,1% до 42,5%, что вызвано расширением выпуска облигаций после интенсификации процессов финансовой интеграции в ЕС. Сохранение позиций Лондона как одного из основных финансовых центров способствовало поддержанию уровня долговых обязательств в фунтах стерлингов на уровне 7,5–7,6%. Проводимая японским правительством политика сокращения внешнего долга привела к заметному снижению доли этой группы финансовых инструментов в иенах, соответственно с 7,7% до 2,5%.⁵⁰ Продолжалась эмиссия облигаций, хотя и на более низком уровне, в валютах других развитых стран – швейцарских франках, канадских и австралийских долларах. Значительное воздействие на эти процессы оказало движение процентных ставок, расширение ликвидности на рынках капитала, диверсификация различного рода валютных инвестиционных рисков.

Одним из преимуществ евrorынка является широкий спектр выбора по срокам погашения, валютам, схемам погашения и другим параметрам эмиссий. Первоначально эмиссия еврооблигаций осуществлялись по фиксированным ставкам, но в дальнейшем в условиях значительных колебаний курсов и разнонаправленных векторов движения процентных ставок шире стали использоваться облигации с плавающей процентной ставкой. Ставка процента по ним индексируется по ЛИБОР, спрэд к ставке зависит от условий, сложившихся на рынке, и от того, кто выступает в роли заемщика. Доля облигаций с плавающей ставкой в общей сумме задолженности по международным облигациям выросла с 23,8% в 2000 г. до 27,7% в 2005 г. и 28,9% в 2011 г., причем рост в значительной степени был связан с долговыми бумагами, выпускаемыми в евро. Одновременно доля конвертируемых облигаций постоянно снижалась и составляет в настоящее время около 1–2%.

Движение нетто-потоков финансовых ресурсов в результате размещения международных облигационных займов существенно отличается от общей динамики по задолженности. Она свидетельствует о сокращении реальных потоков капитала по этому сегменту рынка, что вызвано значительными объемами накопленных обязательств и необходимостью погашения капитального долга. Достигнув в 2006 г. своего пика в 2781,4 млрд. долл. эти потоки стали устойчиво снижаться и составили в 2011 г. 1212,0 млрд. долл., сократившись по сравнению с предыдущим годом на 20%, а для развитых стран – на 33,5%. Для США за указанный период нетто – потоки

⁵⁰ www.statista.com

снизились с 509,4 млрд. долл. до 224,2 млрд. долл., Англии – с 179,1 млрд. долл. до 38,5 млрд. долл., Нидерландов – с 179,1 млрд. долл. до 118,9 млрд. долл., причем для ряда стран, эмитирующих международные облигации, в первую очередь Англии, в отдельные периоды они уже стали составлять отрицательную величину.

По-видимому, в условиях растущей нестабильности на рынках и вводимых ограничений на лимиты привлечения зарубежных долговых обязательств возможно ожидать продолжение этой тенденции в дальнейшем. В последние годы происходит увеличение доли средне- и долгосрочных долговых обязательств по международным облигациям, которым предстоит погашение в ближайшем будущем (до одного года). Для США этот показатель в 2012 г. составляет 17 %, Англии – 15 %, Германии – 22,3%, Франции – 15,5% и т.д.

Развитие международного рынка долговых бумаг основывается в первую очередь на привлечении финансовыми институтами средств за рубежом (банками, страховыми компаниями, инвестиционными и пенсионными фондами и др.). Возможности обеспечения за границей более благоприятных условий для размещения облигаций, в частности в области налогообложения и регистрации, а также хеджирования сделок способствовали развитию этого сегмента рынка. Облигационные займы нефинансовых промышленных корпораций, которые используются для расширения зарубежного бизнеса и финансирования новых многосторонних проектов, также сохраняют довольно заметное место на рынке, и их доля практически не снижается. Финансовые институты, результаты инвестиционной деятельности которых во многом зависят от движения процента, повышают долю бумаг с плавающей ставкой, а промышленные корпорации часто ориентируются на размещения с фиксированной ставкой,

В отличие от сложившихся представлений до последнего времени наиболее медленно развивался первичный рынок долговых бумаг суверенных и квазисуверенных заемщиков, включая и бумаги центральных банков, а также международных финансовых институтов, на которые приходится относительно малая часть рынка. Действующие неформальные ограничения в отношении выпуска государственных облигаций США в иностранной валюте повлияли на страновую структуру рынка, где основными крупными эмитентами облигаций и краткосрочных нот выступают Германия (16,2% общей суммы непогашенной задолженности развитых стран), Италия – 13,3%, Англия – 7,3%, а также западноевропейские страны, оказавшиеся в зоне долгового кризиса – Греция и Испания – по 10,1%. В 2011 г. на долю наднациональных институтов пришлось немногим более 10% общего объема эмиссии еврооблигаций, хотя для стандартных облигаций с фиксированным купоном эта доля несколько выше – около 13%. Эта группа заемщиков, по-видимому, сохранит свои позиции, поскольку они обладают наиболее высокими рейтингами и имеют дополнительные возможности для размещения вследствие более низкой стоимости привлечения ресурсов на рынке.

Повышение значимости инструмента международных облигаций на облигационном рынке продолжается и в настоящее время. В значительной степени оно определяется растущими потоками капитала из США. До конца прошлого века американские инвесторы направляли средства преимущественно в международные акции и не рассматривали вложения в облигации за границей как основной актив вследствие недостаточной ликвидности рынка, высокой стоимости транзакционных

операций и трудностями управления этой частью портфеля инвестиций. Однако развитие процессов глобализации в финансовом секторе, общая либерализация финансовых рынков, финансовая политика ЕС по эмиссии суверенных и квазисуверенных обязательств способствовали росту их веса на международном рынке ценных бумаг, что вызвало почти двукратное увеличение их доли в активах инвестиционных компаний США с 19% в 2001 г. до 37% в 2010 г. Эти процессы значительно усилились в результате снижения жёсткости барьеров на пути движения капиталов и расширения доступа инвесторов к широко диверсифицированным и относительно низким по стоимости фондам коллективных инвестиций в результате их активной политики диверсификации.⁵¹

Вышеуказанные тенденции оказали влияние и на соотношение внешних и внутренних облигационных займов для целого ряда стран. В целом, доля зарубежных облигационных займов в общей сумме задолженности по этой группе финансовых инструментов за период 2000–2011 гг. выросла с 19,8% до 32,2%, что в значительной мере определялось проводимой инвестиционными компаниями политикой по реструктурированию портфелей активов и снижения валютных рисков за счёт развития инструментов хеджирования (см. Приложение 10).

4.2. Эволюция депозитарных расписок в системе финансовых инструментов международного рынка ценных бумаг

Наряду с еврооблигациями еще одним базисным финансовым инструментом международного фондового рынка являются депозитарные расписки, которые обеспечивают инвесторам возможность приобретать иностранные акции через ценные бумаги-посредники и таким образом снижают риски, связанные непосредственно с покупкой акций на иностранном фондовом рынке.

Как финансовый инструмент депозитарные расписки являются сертификатом, удостоверяющим хранение базисных ценных бумаг у финансового института-депозитария. В международной практике они выпускаются банками как свидетельство о праве владения иностранными акциями, которые помещены в доверительное управление. Ценные бумаги находятся на хранении в банке-кастодиане в стране эмитента акций на имя банка-депозитария и дают право на получение доходов от этих ценных бумаг.

Основным условием выпуска депозитарных расписок является наличие емкого и стабильного фондового рынка. Наиболее часто используемыми видами депозитарных расписок являются Американские депозитарные расписки (*ADR*), а также Глобальные депозитарные расписки (*GDR*) и Европейские депозитарные расписки (*EDR*). Несмотря на определенные различия по отдельным странам, выпуск депозитарных расписок осуществляется в значительной степени по единым правилам: к ним применяется зарубежное законодательство страны выпуска о ценных бумагах, расчеты производятся в иностранной валюте через иностранные банки и их филиалы. В реестре

⁵¹ Davis, Joseph H., Daniel W. Wallick, and Roger Aliaga-Diaz. "Vanguard's Economic and Capital Markets Outlook". Valley Forge, Pa.: The Vanguard Group, 2010.

иностранного банка-депозитария фиксируются права владельцев депозитарных расписок.

Наибольшее распространение получил выпуск международных депозитарных расписок в США. Сделки инвесторов с депозитарными расписками осуществляются в соответствии с местным законодательством в порядке, соответствующем торговле аналогичными американскими ценными бумагами. Эмитентами АДР выступают глобальные банки-депозитарии, на которые в совокупном объеме приходятся более 90% объема всех депозитарных программ.

Наиболее быстрый рост выпуск депозитарных расписок ДР показал в 90-е годы, когда происходила общая либерализация международного рынка капиталов. За 1990–2000 гг. суммарное число программ выпуска депозитарных расписок выросло с 836 до 1534 или в 1,8 раза. В этот период в выпусках доминировали в основном развитые страны: Англия – 15%, Япония – 10%, Австралия – 9%, в то время как на страны с формирующимися рынками приходилось значительно меньше: Бразилия – 5%, Россия – 3%, Сингапур – 2% общего числа выпущенных программ (данные за 2001 г.).⁵²

Одним из основных структурных тенденций развития рынка ДР в этот период являлось изменение соотношения двух основных групп АДР – спонсируемых и неспонсируемых депозитарных расписок. При спонсируемых АДР иностранный эмитент базисных активов непосредственно выбирает депозитарный банк, с которым заключается специальное соглашение. В документе определяется порядок передачи в депозитарий базисных активов, выпуска АДР и раскрытия эмитентами информации по выпускаемым им ценным бумагам, финансовой деятельности и т.д. После регистрации SEC бумаги могут торговаться на американских фондовых биржах и NASDAQ, что обеспечивает более благоприятные условия для роста котировок ДР.

Неспонсируемые АДР обращаются только на внебиржевом рынке. Они могут выпускаться несколькими депозитариями, при этом их выпуск не предполагает согласия и участия компании-эмитента. Обычно эти программы создаются по инициативе депозитарного банка в случае дополнительных запросов на акции со стороны инвесторов. С 1983 г. SEC ввела дополнительные правила по выпуску данной группы АДР, ужесточив правила размещения информации.

В 90-е годы отмечалось быстрое увеличение доли проектов спонсируемых депозитарных расписок – с 42% до 85%, что сопровождалось ростом ликвидности на данном сегменте рынка. Данная тенденция сохранялась и в последующий период. Согласно данным одного из ведущих депозитарных банков *Bank of New York Mellon*, общее число программ этой группы депозитарных расписок за 1998–2011 гг. выросло с 1563 до 2289, при этом, несмотря на сильные колебания в зависимости от состояния международного рынка ценных бумаг, среднегодовой выпуск новых депозитарных расписок превышал 150 единиц.⁵³

После прохождения дна финансового кризиса в конце 2008 г. происходит восстановление рынка депозитарных расписок как одного из основных средств диверсификации международных инвестиционных портфелей и трансграничных

⁵² <http://www.otcbb.com/dynamic/tradingdata/adrlist>

⁵³ <http://www.adrbnymellon.com/files/PB20363.pdf>

операций с капиталом. Общий объем торговли ДР в 2011 г. составил 3,8 трлн. долл., увеличившись на 9%. Основными торговыми площадками были Нью-Йоркская фондовая биржа, Американская фондовая биржа (AMEX), являющаяся её автономным отделением, и NASDAQ, на которые пришлось около 84% общей суммы их выпусков. В целом, за прошедшее десятилетие позиции депозитарных расписок как класса активов заметно усилились, их эмиссия утроилась, а оборот вырос в 4 раза. При этом, в США в общей сумме капитализации иностранных долевых бумаг доля АДР выросла с 10% до 26%.

Следует иметь ввиду, что АДР несут для американских инвесторов целый ряд заметных преимуществ. Поскольку АДР депонированы в долларах США, депозитории обеспечивают выплату дивидендов в той же валюте. Американские пенсионные фонды и банки, которые не могут непосредственно покупать иностранные ценные бумаги, инвестируют в иностранные компании посредством АДР. Учитывая выгоды, получаемые от размещения АДР для инвесторов и действующую систему защиты их прав после регистрации бумаг в SEC, депозитарные расписки являются привлекательным инструментом глобальной диверсификации инвестиционного портфеля. Преимуществом этих расписок для иностранных компаний-эмитентов является то, что они в силу процедуры выпуска могут в меньшей степени учитывать законодательные ограничения страны, в которой обращаются эти сертификаты акций.

Выбор площадки для выпуска ДР во многом определяется условиями размещения, стоимостью листинга и других процедур, а также степенью развитости финансовой инфраструктуры и др. На конец 2011г. наибольшая доля эмиссии пришлась на внебиржевой рынок США – 54%, далее следовали Лондонская и Люксембургская биржи – 14%, биржевые площадки США – 12% и прочие (немецкие и другие биржи – 14%). Это в значительной степени соответствовало общим изменениям в структуре торговых площадок – за 2007–2011 гг. удельный вес основных бирж в общем числе размещений снизился с 53% до 48%, в то время как доля внебиржевого рынка несколько увеличилась с 35% до 36%, а прочих (в основном биржи Германии, Индии, Гонконга, Сингапура) – с 13% до 16% (см. таблицу 4.1.).

Существенные изменения происходят и в географическом распределении стран-эмитентов депозитарных расписок, в первую очередь вследствие увеличения эмитентов из стран с формирующимися рынками Европы и Азии. В рассматриваемый период при сокращении доли западноевропейских стран с 39% до 18%, удельный вес азиатских стран в программах выпуска ДР вырос с 20% до 47,8%, Латинской Америки с 10% до 13%, стран Восточной Европы (Россия и др.) с 5% до 14%.

Глобализация рынков капитала и появление новых финансовых инструментов позволили расширить сферу размещения ДР и при этом складывается специализация биржевых площадок по основным группам эмитентов. Нью-Йоркская фондовая биржа является лидером листинга размещения депозитарных расписок – общее число программ накопленным итогом на конец 2010 г. составило 300 или 38,5% общего объема, в основном со стороны компаний КНР, а также России и западноевропейских стран.⁵⁴ Далее следует Люксембургская фондовая биржа – 193 программ или 24,7% ,

⁵⁴ “Financial news”, 20 July, 2011.

где основной листинг приходится на компании Индии, страны Средней Азии, Тайвань. На третьем месте находится Лондонская фондовая биржа – 156 или 20,0%, где в последние годы преобладают компании Восточной Европы, далее следует NASDAQ – 102 программы или 13% (преимущественно бумаги КНР). В последние годы по числу новых листингов на первое место стала выходить Лондонская фондовая биржа, что определяется ростом популярности *GDR*.

Таблица 4.1.

Эмиссия депозитарных расписок по основным торговым площадкам

Торговые площадки	2007г.				2011 г.			
	Число новых программ ДР	В % к итогу	Общее число программ ДР	В % к итогу	Число новых программ ДР	В % к итогу	Общее число программ ДР	В % к итогу
Люксембургская и Лондонская биржи	119	40,3	692	33,2	19	13,9	695	30,4
Внебиржевые системы США	94	31,9	720	34,5	74	54,0	829	36,1
Биржи США	39	13,2	407	19,5	16	11,7	403	17,6
Прочие фондовые площадки	43	14,6	265	12,7	28	20,4	362	15,8
Всего	295	100,0	2084	100,0	137	100,0	2289	100,0

Источник: Подсчитано по базе данных BNY Mellon, <http://www.bnymellon.com/>

После бурного роста первоначальных и последующих иностранных размещений ценных бумаг в середине прошлого десятилетия проведение *IPO* и *PO* заметно снизилось, что повлияло и на объемы обслуживающих их выпусков депозитарных расписок. В 2011 году было проведено 51 размещений, привлечших 14,8 млрд. долл., что соответствовало сокращению на 51% и 40% по сравнению с предыдущим годом. Компании стран Восточной Европы, в основном России, привлекли капиталы в объеме 7050 млн. долл. (47,5%), страны Азиатско-Тихоокеанского региона 5617 млн.долл. (37,9%), Латинской Америки – 4844 млн. долл. (12,4%) и Западной Европы – 317 млн. долл. (2,1%). Среди компаний-участников наиболее крупными были *IPO* ВТБ -2780,4 млн. долл. на Лондонской фондовой бирже, бразильской *GENDAU* – 978,1 млн. долл. (НФБ) и китайской *RENREN* – 854,9 млн. долл. на Нью-Йоркской фондовой бирже. Наиболее крупные размещения были проведены российскими компаниями финансовых и транспортных услуг, пищевой промышленности.

Развитие первичного рынка депозитарных расписок существенно расширило их международный рынок и масштабы обращения. За 1998–2011 гг. объем торговых операций вырос в 4,5 раза. Несмотря на сильную турбулентность рынка в 2011 г.,

объем торгов по депозитарным распискам достиг после кризиса 2008–2009 гг. максимального уровня в 147 млрд. расписок на сумму 3,8 трлн. долл. или вырос на 19% и 9%, соответственно. В торговле депозитарными расписками продолжали лидировать американские биржи – Нью-Йоркская фондовая биржа и NASDAQ, на которые приходилось около 80% всего объема торговли; далее ЛФБ – 17,5%, в то время как через внебиржевые площадки было проведено всего около 4% объема продаж⁵⁵.

На биржевых площадках концентрируются в основном наиболее крупные программы реализации ДР, так, первая «десятка» занимает 37% всего стоимостного объема торгов на Нью-Йоркской фондовой бирже. Депозитарные расписки стран БРИКС в последние годы занимают лидирующее положение на рынке, во многом определяя его общее состояние. В 2011 г. на эту группу стран приходилось около 48% количественного объема торгов и 49% от общей стоимости торгов (соответственно 82 млрд. акций и 1,83 трлн. долл.). Основными компаниями, прошедшими листинг на биржах и реализующих ДР, были компании Бразилии (18 % стоимостного объема продаж), далее следовали компании Китая –15% и России – 13%. Бумаги английских (или зарегистрированных в Англии) компаний обеспечивали около 9% объема продаж.

На западноевропейских рынках наибольший рост операций показала Международная книга заказов (*International Order Book, IOB*), являющаяся основной торговой площадкой по этой группе инструментов для Лондонской и Люксембургской фондовых бирж. Только в 2010 г. объем сделок на этих биржах увеличился в стоимостном и количественном выражении соответственно на 46% и 85%. Возросшая общая ликвидность площадок в основном определялась деятельностью российских энергетических и металлургических компаний, доля которых достигла уровня 80–90%.

Развитие систем электронной торговли ценными бумагами, являющимися наиболее конкурентоспособными для средних и мелких программ размещения, способствует усилению позиций альтернативных торговых площадок. После начала торговли депозитарными расписками в системе *Turquoise* в 2009 г. начались операции на платформе *Chi-X*, а также *Bats Europe*, через которые осуществлялась торговля 50 наиболее ликвидными в Европе ДР. Такого же рода изменения происходят в Азии в связи с введением специальных систем торговли на Гонконгской и Сингапурской фондовой биржах. С точки зрения распределения торговых площадок по пяти крупнейшим компаниям-эмитентам лидировали американские биржи (729,0 млрд. долл.), далее следуют западноевропейские площадки *IOB* (333,3 млрд. долл.) и далее внебиржевые программы реализации ДР (28,9 млрд. долл.).

Ликвидность рынка депозитарных расписок, его устойчивость и отработанная система регулирования обеспечивают постоянный рост инвестиций в депозитарные расписки. В 2011 г. общий объем глобальных инвестиций в ДР на базе их капитализации составил около 933 млрд. долл., в т.ч. 820 млрд. долл. в американские депозитарные и 90 млрд. долл. в глобальные депозитарные расписки, а также в оставшейся части инвестиции в локальные депозитарные расписки. Депозитарные расписки становятся одной из необходимых частей портфеля американских инвесторов. По данным ФРС на конец третьего квартала 2011 года, американские инвестиции в акции иностранных компаний составили 3,7 трлн. долл. или 18% общей суммы

⁵⁵ <http://topics.bloomberg.com/american-depository-receipts/>

инвестиционного портфеля по сравнению с 4,1 трлн. долл., или 19% за тот же период в 2010 году. Американские портфельные инвестиции продолжают концентрироваться в значительной степени на рынках развитых стран: в первой десятке стран-реципиентов с развивающимися рынками присутствует только Бразилия. По оценке *Bank of New York*, в общей сумме зарубежных портфельных инвестиций на депозитарные расписки приходится около четверти общей суммы инвестиций.

Портфельные стратегии американских финансовых корпораций во многом определяют распределение инвестиций по отдельным регионам. По оценочным объемам инвестиций основная часть средств иностранных, прежде всего американских компаний, направляется в ДР компаний стран Западной Европы – 344 млрд. долл. (37%), далее следуют страны Латинской Америки – 240 млрд. долл. (26%), Восточной Европы – 190 млрд. долл. (20%) и Азиатско-Тихоокеанского региона – 159 миллиардов долларов (17%). При этом почти четверть всех инвестиций через механизм депозитарных расписок направлялась в нефтегазовые отрасли; другими отраслями привлекающими крупные инвестиции через механизм ДР были фармацевтика, телекоммуникации, горнодобывающая промышленность и банковский сектор.

Глобальные институциональные инвесторы продолжают выступать одним из решающих факторов спроса на мировом рынке депозитарных расписок. На конец 2010 г. в ДР этой группой инвесторов (около 3,3 тыс. институтов) было вложено около 700 млрд. долл. Основная часть инвестиций направляется по линии американских институтов – 79% общей суммы, далее следует Англия – 12,5%, Канада – 2,7%, в то время как на другие страны «десятки» приходится примерно по 1% общей суммы инвестиций. В 2011 г., по оценке *Bank of New York*, общая сумма инвестиций выросла до 1,1 трлн. долл.

Среди институтов коллективных инвесторов основное место занимают паевые инвестиционные фонды с общей стоимостью инвестиций около 613 млрд. долл., которые увеличились почти на 12% по сравнению с 2009 г.; далее значительно отстают с большим отрывом хедж-фонды (33,8 млрд. долл.). Среди других десяти ведущих групп институциональных инвесторов – банковские институты, брокерские компании, фонды целевого капитала, инвестиционные консультанты и управляющие компании, пенсионные фонды, фонды прямых инвестиций и фонды национального благосостояния.

Ведущей компанией по инвестированию в депозитарные расписки в течение последних десяти лет является подразделение по управлению активами корпорации *Fidelity – Fidelity Management & Research*.⁵⁶ Эта корпорация позиционируется как крупнейший коллективный инвестор США, вложивший более 26 млрд. долл. или 5,5 % своих инвестиционных активов в акции. Однако, с точки зрения удельного веса, в портфеле активов значительно более высокая доля у компаний по управлению активами *Fisher Asset Management* (31,2%) и *Dodge & Cox* (17,0%). Ближайшие перспективы развития рынка депозитарных расписок будут во многом определяться текущими результатами деятельности компаний-эмитентов, возможностями обеспечить лучшие финансовые результаты по сравнению с локальными инструментами,

⁵⁶ <http://fidelity.com/>

движением региональных рынков. Если судить по основному композитному индексу АДР, включающему более тысячи программ депозитарных расписок и подготавливаемому *Bank of New York Mellon*, несмотря на процесс восстановления после кризиса 2008–2009гг. предкризисный уровень так и не был достигнут, и по итогам 2011 г. находится в диапазоне 130–150. Неблагоприятная ситуация на международных рынках капитала, прежде всего с ухудшающейся долговой ситуацией в Западной Европе, будет по-прежнему оказывать сдерживающее воздействие на ценовые показатели рынка (см. таблицу 4.2).

Таблица 4.2.

Региональное распределение вложений ведущих институциональных инвесторов в депозитарные расписки (2011 г., млн. долл.)

Регион	Общая стоимость	Прирост (+) или сокращение (-) за год
Северная Америка	440,298	9,581
Европа	103,001	4,084
Азия	12,606	-49
Океания	2,934	305
Латинская Америка	3,724	-187
Африка	297	-8
Ближний и Средний Восток	177	18

Источник: <http://www.adrbnymellon.com/>

Современной тенденцией развития механизмов обслуживания международных фондовых операций становится более активное участие стран с развивающимися рынками, в первую очередь стран БРИКС, в формировании рынка депозитарных расписок, что отражает общее усиление их позиций в мировых финансах.

Одним из необходимых условий обеспечения конкурентных преимуществ в данной сфере становится создание в этих странах международных финансовых центров, значительно расширяющих возможности по привлечению институциональных инвесторов и эмитентов на национальный фондовый рынок и интеграцию сначала в региональные, а затем, в долгосрочной перспективе, и в мировые процессы. В этой связи формирование рынка депозитарных расписок становится одним из средств повышения ликвидности рынка путем расширения круга торгуемых финансовых инструментов, создания возможностей местным и иностранным инвесторам диверсифицировать портфель активов, снижения степени инвестиционных и валютных рисков. Хотя целью института депозитарных расписок первоначально являлась интеграция в международный рынок капитала, в целом ряде случаев реализация программ выпуска направлена и на решение конкретных задач экономического развития, в т.ч. усиления позиций национальных компаний в регионе, повышение

привлекательности внутреннего финансового рынка, создание финансового инструмента, позволяющего преодолевать многочисленные риски.

Вместе с тем, как показывает практика, процесс формирования такого рынка сталкивается с существенными трудностями, вызванными неразвитостью законодательной и инвестиционной базы стран-организаторов, ограниченностью местного фондового рынка с точки зрения развития биржевой инфраструктуры и капитализации компаний, не позволяющими обеспечивать такие же благоприятные условия продвижения программ выпуска депозитарных расписок, как в развитых странах. Тем не менее, с точки зрения доступа национальных инвесторов к иностранным ценным бумагам, выпуск депозитарных расписок имеет немалые преимущества, поскольку позволяет преодолеть действующие в целом ряде стран прямые ограничения на выпуск иностранных акций на бирже, а также получать дополнительные гарантии в лице иностранных компаний-посредников, участвующих в процессе эмиссии ДР.

Тенденция к выпуску местных депозитарных расписок странами с формирующимися рынками еще сильнее обозначилась в последние годы. В Латинской Америке (Аргентина, Бразилия) первые выпуски депозитарных расписок были осуществлены еще в конце 90-х годов, но затем рынок данных финансовых инструментов стал расширяться и, в первую очередь, за счет эмиссии на рынках азиатских стран. С 2008 г. стала действовать программа выпуска депозитарных расписок на Гонконгской фондовой бирже, в 2010 г. впервые были выпущены ДР на биржах Индии, Сингапура и России. При этом процессы организации эмиссии депозитарных расписок выходят за региональные рамки, в них все чаще участвуют компании развитых стран. Так, в 2010 г. на бразильской бирже *BOVESPA* прошли листинг акции 30 американских компаний с последующим выпуском ДР, на Гонконгской фондовой бирже также были размещены ценные бумаги американских и российских компаний. Система выпуска депозитарных расписок дает возможность странам с формирующимися рынками активнее участвовать в кругообороте международных потоков капиталов – растущие вложения нового класса инвесторов в ценные бумаги транснациональных компаний создают, в свою очередь, условия в дальнейшем для увеличения объемов инвестиций развитых стран в ценные бумаги локальных рынков.

Введение института депозитарных расписок способствовало существенному укреплению позиций Гонконга как регионального финансового центра. Находясь в середине быстро развивающегося восточноазиатского региона и являясь третьей в Азии по капитализации компаний, Гонконгская фондовая биржа (ГФБ) использовала свои стратегические преимущества, обслуживая международные финансовые операции Гонконга, континентального Китая и ряда других стран Азиатско-Тихоокеанского региона. В отношении листинга иностранных акций на ГФБ действуют те же правила, что и в отношении местных эмитентов. В настоящее время к листингу допущены компании, зарегистрированные в Австралии, Бразилии, Канаде, Франции, Германии, Италии, Японии, Сингапуре, Великобритании и США, а также в офшорных зонах, включая Британские Виргинские о-ва, Кипр, о-в Мэн, Джерси и Люксембург.

Продвижение программы депозитарных расписок рассматривается как один из важнейших факторов повышения конкурентоспособности финансового рынка. Действующая с 2007 года в КНР система выдачи разрешений (*qualified domestic*

institutional investors) инвестировать в Гонконге, позволяет существенно расширять инвестиционные связи с китайскими компаниями и розничными инвесторами.⁵⁷

Одним из факторов конкурентоспособности расписок являются условия их выпуска, размещения и обращения. Гонконгские депозитарные расписки, прошедшие листинг на Гонконгской бирже, доступны для всех розничных и институциональных инвесторов. Как и в отношении обычных акций, эмитенты депозитарной расписки могут получать листинг путем первичного или вторичного предложения или же объявления о выпуске (листинг без привлечения капитала). Расчеты по ДР могут осуществляться в гонконгских долларах или долларах США по усмотрению эмитента. Гонконгская фондовая биржа обеспечивает более низкую стоимость эмиссии депозитарных расписок; кроме того, банк-депозитарий предоставляет финансовую поддержку для покрытия расходов по операциям, связанным с ДР. Существенное значение имеет и сложившаяся система регулирования – минимальные ограничения движения капиталов, налоговые льготы, полная конвертируемость валюты и полная переводимость ценных бумаг.

На конец августа 2012 г. на ГФБ было размещено 4 выпуска депозитарных расписок крупных транснациональных компаний с большим объемом внешнеэкономических операций в Азиатско-Тихоокеанском регионе. Первой компанией, осуществившей листинг на Гонконгской бирже, была бразильская компания *Vale*, являющаяся основным поставщиком минералов и металлов в Китай. В 2009 году ее объем продаж Китаю достиг 9 млрд. долл., что составляет 37,6% ее общей выручки. Наряду с этим она является одним из наиболее крупных покупателей продукции общего машиностроения, добывающего и энергетического оборудования и судов у Китая, осуществляет с ним целый ряд совместных проектов.

В дальнейшем планируется активное расширение деятельности компании в Китае и других частях азиатского рынка (планируемый среднегодовой объем инвестиций – 18 млрд. долл.) для поддержания устойчивого уровня активов и осуществления исследовательской деятельности, разработок и реализации проектов. Таким образом, выпуск депозитарных расписок непосредственно связан с активной работой компании в КНР. Вместе с этим, *Vale* рассчитывает на создание глобальной инвестиционной платформы. Получив листинг на одной из основных фондовых бирж Азии, компания создаёт возможности международным инвесторам осуществлять торговлю её акциями в разных временных зонах – на американском континенте, в Европе и Азии, с целью укрепления позиций как транснациональной корпорации.

Создание глобальной инвестиционной платформы является также одним из стратегических направлений деятельности Сингапурской фондовой биржи. Сингапур считается вторым центром внебиржевой торговли ценными бумагами на вторичном рынке в Азии, а сингапурский рынок облигаций промышленных компаний – один из наиболее быстро развивающихся секторов в регионе. С конца 2010 г. сингапурской биржей была запущена программа выпуска депозитарных расписок 19 азиатских компаний, прошедших листинг на американских и гонконгских биржах, с общей суммой

⁵⁷ Общая выделенная квота для инвестирования через квалифицированных внутренних институциональных инвесторов в 2010 г. составляла 65 млрд. долл. Другими одобренными рынками для данной группы инвесторов являются Япония, Сингапур, Великобритания и США.

капитализации более 600 млрд. долл. Платформа *Global Quote*, оцениваемая специалистами с технологической стороны, как уникальная, была разработана на основе сотрудничества с *NASDAQ OMX* в качестве депозитарного банка будет выступать *Bank of New York Mellon*. Сингапурская биржа в дальнейшем планирует присоединить к программе южнокорейские, тайваньские и индийские расписки и таким образом составить серьезную конкуренцию Гонконгской бирже, рассчитывая в целом обеспечить годовой прирост операций более чем в 5 раз.

Одним из направлений развития рынка депозитарных расписок, помимо расширения валют выпуска, станет, по-видимому, их постепенная конвергенция с рынком евробумаг. Глобальные депозитарные расписки уже становятся евроинструментом, поскольку выпускаются не в валютах местного рынка. В то же время ГДР ближе всего соотносятся к американским депозитарным распискам, поскольку их эмиссия происходит при первичном размещении акций, и они обязаны проходить листинг на фондовых биржах. Крупные индийские и российские компании используют этот метод, заключая соглашения с крупными банками и проходя листинг преимущественно на Франкфуртской и Лондонской биржах.

Изменения, произошедшие на международном рынке ценных бумаг, в существенной степени повлияли и на сегмент производных финансовых инструментов.

Развитие рынка производных ценных бумаг первоначально сопровождалось образованием специализированных бирж по торговле этими инструментами. Перспективность данного сегмента рынка, несмотря на высокую степень риска, предопределила необходимость в дальнейшем обратиться к этой группе инструментов и универсальные фондовые рынки. В настоящее время ведущие биржи имеют специализированные подразделения по торговле ценными бумагами, причем часть из них рассматривают данную направление как одно из наиболее перспективных для биржевого бизнеса.

Далее, если в 70–80-е годы рос практически только биржевой рынок производных, то затем более сильную динамику стал показывать внебиржевой сектор, в первую очередь в связи с процентными деривативами. Первоначально рынок этих инструментов был в наибольшей степени развит в США, но в современный период значительно усилились позиции евро как валюты сделок и на обе валюты стало приходиться около 70% заключаемых контрактов.

Вместе с тем, в ходе последнего финансового кризиса явно обнаружились слабости и недостатки функционирования данного сегмента рынка, особенно в сфере кредитования и предоставления залогового обеспечения. Возрастающие риски в условиях недостаточной ликвидности и транспарентности рынка, отсутствия развитой системы управления этими рисками вызвали острую необходимость разработки и внедрения стандартов и нормативов регулирования, соответствующих современным реалиям и масштабам рынка, его глобальному характеру с тем, чтобы предотвратить возникновение новых кризисов в данной сфере деятельности.

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

Глобализация мировой экономики распространилась на обширную сферу международных операций и способствовала формированию мирового финансового рынка в его современном виде. Прямое влияние на размеры и глубину МФР оказали процессы финансовой интеграции, ведущей к устранению барьеров между национальными и международным финансовыми рынками, росту объёмов трансграничных потоков капитала, формированию новой структуры участников. Складывается качественно новый уровень глобальной финансовой системы, основанный на расширяющейся сети организаций и компаний, оказывающих различного рода транснациональные финансовые услуги и на использовании специализированных информационных технологий.

Развитие инфраструктуры глобального финансового рынка обеспечило необходимые условия для более тесного взаимодействия всех сторон деятельности в сфере мировых финансов. Вместе с тем, усиливающаяся взаимосвязь и взаимопроникновение основных сегментов этого рынка заметно усложняют, особенно при количественных сопоставлениях, задачу определения реального вклада каждого из них в развитие мирового финансового рынка в целом.

Одним из ведущих факторов, оказавших воздействие на масштабы и структуру мирового финансового рынка, является развитие национальных финансовых рынков, общее повышение их роли в экономике финансовых услуг. Интенсификация глобальных финансовых потоков в свою очередь оказывает заметное воздействие на экономику стран-участниц, формирование институциональной структуры рынков банковских услуг и фондового рынка.

Развитие финансового рынка той или иной страны или региона определяется рядом фундаментальных факторов, совокупность которых характеризуется показателем «финансовой глубины» (*«financial depth»*). В современный период развитые страны располагают значительно более глубокими финансовыми рынками, чем развивающиеся страны. Коэффициент финансовой глубины рынков США, Японии, Западной Европы и других развитых стран находится на уровне 4,0 или выше ВВП, по сравнению с 2,8 в Китае и около 2,0 или менее на других развивающихся рынках. В долгосрочном плане, однако, следует ожидать сокращения разрыва между развитыми и развивающимися странами по данному показателю, поскольку в последних усиливаются фундаментальные факторы углубления финансового рынка, определяющиеся ростом объёмов и диверсификацией денежного спроса для финансирования экономического роста.

Развитие системы транснациональных связей и увеличение объема международных операций на рынке капиталов требует расширения понятия финансовой глубины и, соответственно, внесения изменений в показатели, характеризующие ее уровень, корректируя тем самым оценку финансовых позиций отдельных стран и регионов на глобальном финансовом рынке. Учет внешних активов и обязательств позволяет дать более полное представление о степени интегрированности экономики той или иной страны в международную финансовую систему. В этой связи начал использоваться сводный (глобальный) индекс финансовой глубины (*index of financial depth, IFD*) экономики, который стал определяться не только на основе показателей национального рынка, но и учитывать в определённой степени

позиции страны в мировых финансах. Как показывают расчеты МВФ, повышение степени глобальной финансовой глубины в последние два десятилетия происходило в значительной степени благодаря росту внешних активов и обязательств, на которые в конце периода приходилось около трети прироста данного показателя. В современный период отчётливо прослеживается тенденция возрастания роли мирового рынка ценных бумаг как источника мобилизации финансовых ресурсов и их инвестирования государством и корпоративным сектором, перераспределения средств на вторичном рынке. Темпы его роста, за исключением периодов кризисных падений, превышают темпы роста рынка финансовых услуг в мировом ВВП. По данным Института глобальных исследований компании *McKinsey* за период 1990–2010 гг., удельный вес активов ценных бумаг в общей сумме мировых финансовых активов вырос с 55% до 70%,⁵⁸ рост в значительной степени приходился на растущую капитализацию и эмиссию рынков акций, долговых обязательств финансовых институтов и государственных организаций, в то время как доля секьюритизированных и несекьюритизированных кредитов устойчиво снижалась.

Одной из ведущих тенденций финансовой глобализации стало формирование и развитие международного рынка ценных бумаг, обеспечивающего движение транснациональных потоков капитала и их последующее размещение. Взаимосвязь международного финансового и фондового рынка, взаимопроникновение различных инвестиционных функций наглядно просматривается в деятельности международных финансовых центров (МФЦ). В целом ряде случаев становление МФЦ происходило на базе биржевой инфраструктуры, либо развитие различных сегментов рынка (фондового, кредитного, валютного) в рамках финансовых центров шло по параллельным направлениям.

Обострение конкуренции на различных уровнях между основными международными финансовыми центрами стало одной из наиболее характерных черт современного этапа развития мирового рынка капиталов. Конкурентная борьба развёртывается по всем основным составляющим финансового рынка – инфраструктурным институтам, финансовым инструментам и их инновациям, регулятивным и налоговым системам.

Финансовый кризис ускорил перемены в мировой финансовой архитектуре и определил выход ранее ограниченных по своим функциям центров на региональный и транснациональный уровень. Тем не менее, базисная модель обслуживания финансовыми центрами ведущих экономических рынков в значительной степени поддерживается и в настоящее время. Лондон, Нью-Йорк, Гонконг и Сингапур, формирующие значительную долю глобальных финансовых услуг, продолжают в значительной степени удерживать свои позиции в мировых финансах. При этом, Лондонский МФЦ, обеспечивая более гибкий характер регулирования, особенно по международным фондовым операциям, сумел восстановить ранее утраченные позиции, а привлекательность американских фондовых площадок снизилась из-за ужесточения законодательства США.

Начавшаяся в 90-е годы трансформация инфраструктуры мирового фондового рынка в последнее десятилетие приняла более интенсивный характер. В целях расширения круга инвесторов профессиональные участники фондового рынка

⁵⁸ Без рынков краткосрочных обязательств.

стремятся к созданию более благоприятных условий торговли ценными бумагами путём объединения технологических платформ, унификации процедур и регламентов обслуживания сделок, выравнивания тарифной политики. Одним из наиболее явных проявлений данных процессов является консолидация крупнейших инфраструктурных организаций мирового фондового рынка и создание глобальных бирж.

Существенным элементом стратегии бирж стали меры, направленные на повышение международной конкурентоспособности в условиях глобализации фондового рынка. Среди факторов, обеспечивших активизацию их деятельности на международных рынках ценных бумаг, следует, на наш взгляд, последовательно выделить интернационализацию структуры собственности биржевых площадок; превращение бирж в международные корпорации; технологизацию торговых систем, их взаимопроникновение.

Ещё одной тенденцией расширения международной деятельности является слияние ведущих биржевых группировок, консолидация фондовых бирж с торговыми площадками производных финансовых инструментов, создание единых систем расчётно-клирингового и депозитарного обслуживания. Наиболее значимым событием стало объединение в 2007 г. как самостоятельных единиц Нью-Йоркской фондовой биржи и *Euronext* и образование глобальной биржи *NYSE Euronext*, что позволяет ей до сих пор обеспечивать первое место в мире по торговому обороту иностранными ценными бумагами (более 46% по статистике электронной книги заказов) с большим отрывом по отношению к ближайшим соперникам, несмотря на последующие слияния других ведущих биржевых площадок.

На изменения в организационной структуре участников международного рынка существенное воздействие оказало общее для всех стран повышение роли институциональных инвесторов в операциях с ценными бумагами. Этому способствовали, с одной стороны, общее расширение ёмкости фондового рынка и его дальнейшее расслоение, внедрение новых финансовых инструментов, распространение сетевых структур, упрощение доступа индивидуальных инвесторов к этим рынкам, а с другой стороны – рост доходов населения во многих странах мира, создавшие мотивацию к инвестированию сбережений и их диверсификации с целью получения более высокого уровня доходов на международном рынке ценных бумаг.

Растущие потребности инвестиционных фондов коллективного инвестирования развитых стран в иностранных активах определяются как структурными, так и циклическими группами факторов. Главными мотивами трансграничного размещения средств служат диверсификация и долгосрочные перспективы инвестирования в тот или иной сегмент рынка. Рост данной группы активов из стран с развитым рынком сопровождается тенденцией к снижению доли в портфелях активов страны происхождения инвестора. По данным МВФ, только за период 2006–2010 гг. произошло снижение этой доли по активам под управлением - по акциям с 47,5% до 44,8%, по облигациям – с 61,0% до 60,1%; по пенсионным фондам соответственно с 55,5% до 50,3% и с 78,1% до 75,7%. Основные изменения происходили за счёт роста доли инвестиций в быстро растущие страны Тихоокеанского региона и Северную Америку.

Формирование современной организационной структуры международного рынка ценных бумаг проходит в условиях острой конкуренции между банковскими и небанковскими финансовыми институтами, при этом в зависимости от особенностей

финансовых рынков той или иной страны, нельзя определять как однозначную тенденцию снижения или повышения роли банковских институтов. С одной стороны, деятельность небанковских институтов заметно диверсифицируется, в частности, такие институты, как инвестиционные компании, активно участвуют в кредитовании клиентов, особенно в связи с осуществлением фондовых операций. В то же время банки также существенно расширяют сферу инвестиционных услуг, в т.ч. и в сфере международных операций.

Диверсификация банковского бизнеса в сторону более активного участия в инвестиционных операциях наглядно просматривается в структуре их баланса, где заметно возросла доля доходов от операций с ценными бумагами. В последние годы банки проводят активную политику по созданию холдингов с поглощением или включением крупных компаний по операциям с ценными бумагами. Активы 50 ведущих американских банков в дочерних компаниях и филиалах, занятых в сфере инвестиционного бизнеса в США и за границей, превышают треть их общей суммы и уступают только инвестициям в компании традиционно банковского бизнеса (посредничество в кредитовании и др.).

Важнейшей характеристикой международного фондового рынка является его инструментальная структура как совокупность финансовых инструментов, обращающихся на данном рынке. Развитие глобального рынка ценных бумаг сопровождается появлением специализированных финансовых продуктов, которые, в свою очередь, вызывают формирование новых его сегментов.

В соответствии с ранее данным определением, международный рынок ценных бумаг состоит из двух основных частей: рынок иностранных ценных бумаг и рынок евробумаг, включая производные инструменты. Основываясь на статистике Банка международных расчетов, объем рынка, без учета краткосрочных обязательств, на середину 2012 г. оценивался около 30,0 трлн. долл., причем, по мнению экспертов, на первую группу приходится примерно 25% всего зарубежного оборота ценных бумаг, на вторую – 75%.⁵⁹

Динамика выпуска международных долговых бумаг отражает общие тенденции рынков капитала в последние десятилетия. После заметного расширения рынка в 90-е годы (в среднем ежегодно на 15%) отмечается еще более быстрый его рост в период до мирового финансового кризиса (в среднем на 20%). Однако затем этот показатель существенно замедлился – до 2% в год, и в отдельные годы стал даже показывать отрицательное значение.

Развитие международного рынка ценных бумаг в последние десятилетия во многом определялось тенденциями одного из самых динамичных и ведущих его сегментов – рынка евробумаг. В этот период существенно возрос валютный и кредитный потенциал транснациональных корпораций и банков, что в условиях дальнейшей либерализации рынков капитала, активизации процессов финансовой интеграции ЕС расширило спектр операций с высококачественными ценными бумагами как источниками финансирования. Тенденция роста данного сегмента рынка на ближайший период поддерживается эмиссиями суверенных и корпоративных заемщиков восточноевропейских стран и России.

⁵⁹ <http://www.bis.org/>

Следует, однако, обратить внимание, что с начала прошлого десятилетия, понятие еврооблигации реже используется в статистике и аналитике международных финансовых рынков. Появляется целый ряд комбинированных финансовых продуктов, либо они выпускаются в местной валюте, но не подпадают под местное валютное законодательство. Далее, с момента появления новой европейской валюты значительная часть долговых обязательств выпускается в европейских странах непосредственно в евро, т.е. для валютных резидентов они уже в строгом определении не являются еврооблигациями. Увеличение доли международных долговых обязательств в евро за 2000–2012 гг. в общей сумме для всех стран с 30,1% до 42,5% превысило показатели для долларовых облигаций, что вызвано общей интенсификацией процессов финансовой интеграции в ЕС.

В период после финансового кризиса 2008–2009 гг. и до настоящего времени развитие рынка иностранных облигаций для привлечения капиталов получило новый импульс, в особенности в США. Транснациональные компании активно используют американский рынок при размещении долговых обязательств для финансирования своей деятельности в США и для торговых и других операций на международных рынках. В то же время размещение таких инструментов западноевропейскими финансовыми институтами существенно замедлилось из-за ослабления долговых позиций банковского сектора в результате продолжения финансового кризиса в еврозоне. Развивающиеся страны также активно используют американский рынок, прибегая к процентному арбитражу.⁶⁰

Все более заметное воздействие на развитие международного рынка облигаций оказывает рост их выпуска в валюте стран с формирующимися рынками, в первую очередь Китая. Размещение долговых инструментов в рублях не получает еще достаточного развития, на их долю приходится крайне незначительная доля размещаемых среди иностранцев облигаций в местной валюте.

Повышение значимости инструмента международных облигаций на облигационном рынке продолжается и в настоящее время. В значительной степени оно определяется растущими потоками капитала из США. Развитие процессов глобализации в финансовом секторе, общая либерализация финансовых рынков, финансовая политика ЕС по эмиссии суверенных и квазисуверенных обязательств способствовали росту их веса на международном рынке ценных бумаг, что вызвало почти двукратное увеличение их доли в активах инвестиционных компаний США с 19% в 2001 г. до 37% в 2010 г. Вышеуказанные тенденции оказали влияние и на соотношение внешних и внутренних облигационных займов для целого ряда стран. В целом, доля зарубежных облигационных займов в общей сумме задолженности по этой группе финансовых инструментов за период 2000–2011 гг. выросла с 19,8% до 32,2% , что в значительной мере определялось проводимой инвестиционными компаниями политикой по реструктурированию портфелей активов и снижению валютных рисков за счёт развития инструментов хеджирования.

С другой стороны, движение нетто-потоков финансовых ресурсов в результате размещения международных облигационных займов существенно отличается от общей динамики по задолженности, что свидетельствует о сокращении реальных потоков

⁶⁰ Yankee bond issuance rises sharply. “Financial Times”, October 2, 2012.

капитала по этому сегменту рынка и вызвано значительными объёмами накопленных обязательств и необходимостью погашения капитального долга.

Наряду с еврооблигациями еще одним базисным финансовым инструментом международного фондового рынка являются депозитарные расписки, которые обеспечивают инвесторам возможность приобретать иностранные акции через ценные бумаги-посредники и таким образом снижают риски, связанные непосредственно с покупкой акций на иностранном фондовом рынке.

Развитие первичного рынка депозитарных расписок существенно расширило их международный рынок и масштабы обращения. Так, за 1998–2011 гг. объем торговых операций вырос в 4,5 раза. Глобальные институциональные инвесторы продолжают выступать одним из решающих факторов спроса на мировом рынке депозитарных расписок. В 2011 г. общий объем глобальных инвестиций в ДР на базе их капитализации составил около 933 млрд. долл., в т.ч. 820 млрд. долл. в американские депозитарные и 90 млрд. долл. в глобальные депозитарные расписки, а также в оставшейся части – инвестиции в локальные депозитарные расписки.

На биржевых площадках концентрируются в основном наиболее продвинутые программы реализации ДР, так, первая «десятка» занимает 37% всего стоимостного объема торгов на Нью-Йоркской фондовой бирже. Ликвидность рынка депозитарных расписок, его устойчивость и отработанная система регулирования обеспечивают постоянный рост инвестиций в депозитарные расписки.

Современной тенденцией развития механизмов обслуживания международных фондовых операций становится более активное участие стран с развивающимися рынками в формировании глобального рынка депозитарных расписок, что отражает общее усиление их позиций в мировых финансах. На ведущих биржевых рынках, прежде всего США, на такие страны, как Бразилия, Китай и Россия приходится около половины нового листинга компаний, размещающих свои акции за границей в виде депозитарных расписок.

Вместе с тем, страны с формирующимися рынками все более активно обращаются к выпуску местных депозитарных расписок, рассматривая их как необходимый инструмент формирования международного сегмента рынка. В Латинской Америке (Аргентина, Бразилия) первые выпуски депозитарных расписок были осуществлены еще в конце 90-х годов, но затем рынок данных финансовых инструментов стал расширяться, в первую очередь, за счет эмиссии на рынках азиатских стран. Так, рынок индийских депозитарных расписок оценивается в несколько миллиардов долларов. Сделаны первые шаги по внедрению данного инструмента на российский рынок – с конца 2010 г. на площадках ФБ ММВБ и РТС стали котироваться РДР на торгующиеся на Гонконгской фондовой бирже акции «Русала».

Одним из необходимых условий обеспечения конкурентных преимуществ в данной сфере становится создание в этих странах международных финансовых центров, значительно расширяющих возможности по привлечению институциональных инвесторов и эмитентов на национальный фондовый рынок и интеграцию сначала в региональные, а затем, в долгосрочной перспективе, и в мировые процессы.

Хотя целью института депозитарных расписок первоначально является встраивание в международный рынок капитала, в целом ряде случаев реализация

программ их выпуска направлена и на решение конкретных задач экономического развития, в т.ч. на усиление позиций национальных компаний в регионе, повышение привлекательности внутреннего финансового рынка, создание финансового инструмента, позволяющего преодолевать многочисленные инвестиционные риски.

Рынок депозитарных расписок как один из ключевых инструментов международного рынка ценных бумаг находится накануне крупных перемен. Помимо роста объемов сделок, расширения стран и валют выпуска, одним из направлений развития рынка депозитарных расписок становится их постепенная конвергенция с рынком евробумаг, усиление взаимозависимости с другими финансовыми инструментами, введение новых форм покрытия широкой группы рисков. Глобальные депозитарные расписки уже становятся евроинструментом, поскольку часто выпускаются не в валютах местного рынка. В то же время глобальные депозитарные расписки ближе всего соотносятся с американскими депозитарными расписками, поскольку их эмиссия происходит при первичном размещении акций, и они обязаны проходить листинг на фондовых биржах, где осуществляется их эмиссия. Индийские и российские корпорации используют этот метод, заключая депозитарные соглашения с крупными банками и проходя листинг преимущественно на западноевропейских биржах.

В современный период отмечается ускорение интеграции российского фондового рынка в мировой, который определяется в основном общим процессом встраивания российской экономики в мировое хозяйство и формированием в России развитой финансовой инфраструктуры, расширением масштабов операций с ценными бумагами и приближением финансового рынка по своим характеристикам к группе развитых стран. Повышается интерес иностранных инвесторов к российскому фондовому рынку, что помимо общеэкономических факторов основано на возможностях обеспечения больших выгод от реализации потенциала российского рынка ценных бумаг вследствие быстрого роста российских компаний, выхода их в международный сегмент с новыми финансовыми инструментами, изменений в долговой политике.

Россия придерживается по целому ряду направлений той же модели развития международного сегмента рынка ценных бумаг, какая сложилась в последнее десятилетие в США и странах Западной Европы. Есть основания прогнозировать дальнейшее сближение российского и мирового финансовых рынков, в том числе путем расширения допуска иностранных ценных бумаг на российский рынок, большей унификации правил биржевой торговли и стандартов работы торговых площадок, а также приведения в соответствие с мировыми стандартами законодательной и налоговой системы, принципов ведения бухгалтерского учета и финансовой отчетности.

В настоящее время на передний план вышли проблемы расширения отечественного фондового рынка, снятия различного рода ограничений, препятствующих прямым и портфельным инвестициям как российских, так и иностранных резидентов. Несмотря на то, что экспертным сообществом уже давно были выделены проблемы, требующие повышенного внимания, они сохраняют свою остроту и в настоящее время, а в ряде случаев становятся ещё рельефнее. Это в первую очередь сложившаяся система корпоративного управления акционерных компаний, отсутствие достаточно прозрачной системы информации, «организационный инсайд», слабые стимулы развития инвестиционной базы, трудности оценки капитализации компаний, низкая привлекательность данной сферы для розничных

инвесторов. Вновь намечается неблагоприятная тенденция в соотношении объемов торгов акциями и депозитарными расписками на бумаги российских компаний на национальных и зарубежных фондовых биржах.

В последние годы был предпринят ряд серьезных шагов по развитию инфраструктуры, позволяющих значительно упростить иностранным инвесторам доступ к российскому рынку ценных бумаг, и делающих ее неотъемлемой частью глобального рынка. В ноябре этого года был образован центральный депозитарий России, решен вопрос об открытии в нем счетов номинального держателя иностранным и международным центральным депозитариям. Одновременно с интеграцией двух ведущих бирж России ММВБ и РТС проводится объединение расчетных депозитариев двух бирж.

Вместе с тем, необходимо учитывать, что в этих условиях усиливаются позиции профессиональных участников иностранного сектора российского фондового рынка, что ведет к обострению конкуренции. Расширяются их возможности осуществлять операции с ценными бумагами как за счет тех средств, которые инвестировали в них материнские компании, так и, используя все регулятивные возможности, созданные в области валютного регулирования, привлекать средства зарубежных и российских институциональных и индивидуальных инвесторов, а также выходить на рынок акций и облигаций через российские биржевые институты. В этих условиях существенно возрастает роль государственных регулирующих органов в выработке и принятии мер по повышению конкурентоспособности российских финансовых посредников, обеспечению их активного участия в формировании международного финансового центра, способного сконцентрировать спрос и предложение широкого набора финансовых инструментов.

Важным элементом комплексной программы модернизации финансового сектора России является дальнейшее развитие организованного фондового рынка, направленное на повышение потенциала бирж по привлечению российских и иностранных клиентов, в частности путем разработки новых финансовых инструментов международного рынка; на снижение издержек профессиональных участников и повышение эффективности их бизнеса, внедрение международной специализации брокерской деятельности.

СТАТИСТИЧЕСКИЕ ПРИЛОЖЕНИЯ

1. Прямые иностранные инвестиции за 1990–2010 гг.
2. Рейтинги ведущих финансовых центров
3. Листинг и торговля иностранными акциями на биржевых площадках
4. Динамика объявленных международных эмиссий акций
5. Доходы 10 ведущих банков от инвестиционной деятельности
6. Активы под управлением институциональных инвесторов
7. Торговля производными финансовыми инструментами на европейских биржах в 2011 г.
8. Распределение основных групп портфельных активов по десяти ведущим странам-инвесторам и в целом по миру на конец 2011 г.
9. Динамика активов фондов взаимного инвестирования (США)
10. Эмиссия облигаций в местных валютах по группам стран и макроэкономическим детерминантам выпуска в 2005–2009 гг.

Прямые иностранные инвестиции за 1990–2010 гг.
(накопленным итогом, млн. долл.)

Страны	Исходящие прямые инвестиции				Входящие прямые инвестиции			
	1990г.	2000г.	2009г.	2010г.	1990г.	2000г.	2009г.	2010г.
США	616655	1531607	4067501	4429426	505346	1421017	2441705	2658932
Соединённое Королевство Великобритания	236118	923366	1674159	1689332	233305	463134	1056495	1086132
Франция	110121	445087	1501137	1529650	84931	259773	995100	965020
Германия	130760	486750	1357729	1426644	74067	462564	999712	956708
Швейцария	66087	232176	839899	889469	34245	86810	497611	543167
Япония	201440	278441	740965	831110	9850	50322	200151	214890
Бельгия	40636	179773	765019	736725	58388	195219	861547	670013
Испания	15652	129192	645038	655363	65916	156347	628299	603549
Канада	84813	237647	593580	616134	112850	212723	523247	561111
Италия	60195	180274	486424	475599	60009	121169	364456	337397
Австралия	37491	95978	340995	412902	80333	118858	426037	514027
Швеция	50720	123260	347557	336086	12636	93998	331932	348667
Ирландия	..	27925	273318	317708	..	127088	247466	247094
Дания	..	73117	210650	220981	..	73585	150251	143482
Люксембург	..	..	192381	191691	..	..	150594	133045
ОЭСР , всего	1786030	5410736	15983968	16595457	1460888	4515854	12398396	12383445
ЕС-27, всего	..	..	8915800	9059806	..	..	7533931	7165709
Россия	..	20141	302542	369076	..	32204	378837	493354
Китай	..	..	245800	310800	..	..	1314800	1476400

Источник: Статистика ОЭСР за соответствующие годы

Рейтинги ведущих международных финансовых центров

Город	2011 г.		2007 г.		Изменения по сравнению с 2007 г.	
	Место	Рейтинг	Место	Рейтинг	Изменение ранга	Изменение рейтинга
Лондон	1	781	1	765	0	16
Нью-Йорк	2	772	2	760	0	12
Гонконг	3	754	3	684	0	70
Сингапур	4	729	4	660	0	69
Токио	5	693	9	632	4	61
Цюрих	6	689	5	656	-1	33
Чикаго	7	688	8	636	1	52
Шанхай	8	687	24	676	16	11
Сеул	9	686	43	434	34	252
Торонто	10	685	12	611	2	74
Бостон	11	684	14	609	3	75
Сан-Франциско	12	683	13	607	1	76
Франкфурт	13	681	6	647	-7	34
Женева	14	679	10	628	-4	51
Вашингтон	15	677	20	594	5	83
Сидней	16	674	43	637	27	37
Ванкувер	17	667	27	558	10	109
Монреаль	18	658	21	580	3	78
Мюнхен	19	656	-	-	-	-
Мельбурн	20	653	18	603	-2	50
Джерси	21	652	-	-	-	-
Париж	22	650	11	625	-11	25
Люксембург	23	648	26	570	3	78
Осака	24	647	-	-	-	-
Стокгольм	25	645	29	558	4	87
Пекин	26	644	36	513	10	131
Тайбей	27	643	-	-	-	-
Калгари	28	642	-	-	-	-
Дубай	29	641	25	570	-4	71
Веллингтон	30	640	37	508	7	132

Источник: Подсчитано по The global financial centres index 2007, The global financial centres index 2012, City of London

Листинг и торговля иностранными акциями на биржевых площадках в 2011г..

		Число иностранн эмитент листинг	в % к общему числу эмитент биржи	Оборот иностранн акций (млн.долл.)	в % к общему объему
Америка					
Бермудская фондовая биржа		27	67,50	6	25,62
Лимская фондовая биржа		52	20,47	1170	18,82
Мексиканская фондовая биржа		348	73,11	9065	7,45
NASDAQ OMX		297	11,08	1166420	9,17
EURONEXT (США)		520	22,53	1694780	9,40
Биржа Сантьяго		38	14,23	5	0,01
Группа TMX (Торонто)		100	2,53	19177,5	1,24
Азиатско-Тихоокеанский регион					
Австралийская фондовая биржа		96	4,62	45522	3,80
Гонконгская фондовая биржа		24	1,60	10329	0,72
Корейская фондовая биржа		17	0,94	7077	0,35
Сингапурская биржа		311	40,23	-	-
Тайваньская фондовая биржа		52	6,31	29158	3,28
Токийская фондовая биржа		11	0,48	305	0,01
Европа -Африка-Ближний Восток					
Испанская фондовая биржа		35	1,07	7757	0,63
Немецкая фондовая биржа		76	10,19	56464	3,21
Йоханненбургская фондовая биржа		48	12,15	118898	31,95
Лондонская фондовая биржа		598	20,72	391897	13,81
Люксембургская фондовая биржа		271	90,94	24,4302	15,68
ММББ		1	0,35	346	0,07
NASDAQ OMX Nordic Exchange		30	3,88	54315	6,56
EURONEXT (Европа)		143	12,86	6117	0,29
Фондовая биржа Осло		44	18,49	46522	18,98
Швейцарская фондовая биржа		34	12,14	3085	0,35
Тель-Авивская фондовая биржа		17	2,87	-	-
Варшавская фондовая биржа		20	2,57	1004	1,16
Венская фондовая биржа		17	16,19	389	0,09

Источник: Статистика Всемирной Федерации Бирж

Динамика объявленных международных эмиссий акций
(млрд. долл.)

Страны	2009г.	2010г.	2011г.	1кв. 2012 г.	2кв. 2012 г.
Всего	734,8	707,6	485,3	124,2	110,6
Развитые страны	595,0	432,2	362,7	95,9	82,3
Австралия	36,4	17,4	10,0	2,1	2,2
Канада	33,7	37,3	39,4	11,1	5,0
Дания	3,9	2,8	4,9	1,5	0,1
Франция	30,4	10,9	5,6	6,0	0,2
Германия	16,7	31,2	30,6	1,3	2,6
Италия	15,7	12,7	22,1	10,3	0,4
Япония	27,3	20,6	5,9	1,0	0,2
Нидерланды	18,4	3,6	3,7	1,2	0,6
Испания	15,7	11,7	11,8	2,5	1,0
Швейцария	15,1	2,5	10,9	1,5	0,2
Соединенное Королевство	100,9	33,7	16,2	2,8	5,4
США	246,4	217,1	182,9	51,3	61,0
Офшорные центры	18,2	23,6	20,1	8,2	1,1
Гонконг	7,1	13,2	16,1	7,5	0,6
Развивающиеся страны	121,7	251,8	102,5	20,1	27,2
Африка и Средний Восток	5,6	8,1	4,4	1,0	2,7
Азия и Океания	84,5	127,7	58,0	13,1	17,6
Китай	51,2	72,3	31,8	3,5	9,8
Индия	17,8	25,8	8,4	5,9	1,0
Европа	11,1	18,9	16,6	1,4	1,5
Россия	7,2	8,8	11,1	0,2	0,2
Латинская Америка	20,5	97,1	23,5	4,6	5,4

Источник: Статистика БМР за 2009-2012 гг.

Доходы 10 ведущих банков от инвестиционной банковской деятельности за 2011г.

Место	Банки	Доходы от инвестиционной д-ти (млн.долл.)	Рост или сокращение (в % к 2010г.)	Распределение доходов по операциям (в %)			
				Облигации	Акции	Кредиты	Слияния и поглощения
1	JP Morgan	5517.62	1%	29	19	25	27
2	Bank of America Merrill Lynch	4945.45	11%	23	20	26	30
3	Morgan Stanley	4,066.30	0%	41	28	22	10
4	Goldman Sachs	3,852.95	-11%	46	24	21	9
5	Credit Suisse	3,434.32	3%	34	24	26	17
6	Deutsche Bank	3,178.15	-1%	27	23	34	16
7	Citi	3,166.33	2%	24	22	30	24
8	Barclays	2,793.70	0%	27	21	31	21
9	UBS	2,362.69	-8%	44	26	22	8
10	Wells Fargo	1,597.99	30%	8	17	24	51
	Total	79,769.80	-1%	37	21	21	21

Источник: "Financial Times"/ League, Tables5/08/2011

Активы под управлением институциональных инвесторов¹

	1995г.	2000г.	2005г.	2006г.	2007г.	2008г.	2009г.
<i>(трлн. долл.)</i>							
Институциональные инвесторы	21.9	33.5	49.0	56.6	62.8	52.5	60.3
инвестиционные фонды ²	6.3	12.1	18.2	21.5	24.9	20.6	24.0
страховые компании	8.0	10.4	16.3	18.1	19.9	18.3	20.0
пенсионные фонды (автономные)	7.2	10.8	14.3	16.5	17.7	13.3	15.9
прочие институциональные инвесторы	0.5	0.5	0.5	0.6	0.7	0.6	0.7
<i>(в % к ВВП)</i>							
Институциональные инвесторы	103.0	147.6	162.0	178.1	181.7	143.3	173.7
инвестиционные фонды ²	29.8	53.4	60.3	67.8	72.1	56.3	69.2
страховые компании	37.7	45.6	53.9	57.1	57.5	50.0	57.7
пенсионные фонды (автономные)	33.8	47.4	47.3	51.8	51.2	36.3	45.9
прочие институциональные инвесторы	2.5	2.2	1.6	1.9	1.9	1.6	2.0
Источники: Статистика ОЭСР и МВФ							

1. При подготовке таблицы были включены данные по следующим странам ОЭСР: Австралия, Австрия, Бельгия, Канада. Дания, Финляндия, Франция. Германия. Греция, Япония, Люксембург, Нидерланды, Норвегия. Испания, Турция, Соединенное Королевство и Соединенные Штаты.
2. «Инвестиционные фонды» включают инвестиционные фонды закрытого типа, управляемые инвестиционные компании, паевые инвестиционные фонды и паевые инвестиционные трасты.

Торговля производными финансовыми инструментами на европейских биржах
в 2011г.

(оборот- млн.евро)

Биржа производных инструментов	Страна	Опционы на акции		Фьючерсы на акции		Опционы на фондовые индексы		Фьючерсы на фидовые индексы	
		Число контрактов	Оборот по условной стоимости	Число контрактов	Оборот по условной стоимости	Число контрактов	Оборот по условной стоимости	Число контрактов	Оборот по условной стоимости
Афинская биржа деривативов	Греция	64 238	55,1	7 553 643	2 256,5	328 390	965,5	2 484 813	6 579,6
Испанская фондовая биржа	Испания	29 410 340	33 166,0	27 578 788	30 178,5	2 198 967	21 148,1	8 380 865	549 452,2
Бухарестская фондовая биржа	Румыния	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	54 337	24,0
Будапештская фондовая биржа	Венгрия	0	0,0	806 061	2 915,3	10	0,0	1 881 620	1 392,3
Пражская фондовая биржа	Чехия	//	//	630	1,9	//	//	1 417	6,0
Австрийская биржа деривативов	Австрия	560 419	932,8	4 430	33,8	28 332	13,4	342 162	14 767,1
EUREX	Германия/ Швейцария	275 313 248	719 899,7	174 288 816	579 978,9	468 384 000	12 086 143,0	486 325 504	18 533 102,0
NASDAQ OMX Nordic	Дания/Швеция/ Финляндия/ Исландия	29 836 600	38 916,6	4 011 568	2 963,8	12 485 788	140 866,2	37 462 176	452 703,0
Euronext.Liffe	Великобритания, Франция, Нидерланды, Бельгия, Португалия	150 562 240	380 307,0	250 441 792	667 302,0	51 286 052	2 358 778,0	97 223 112	4 968 258,0
Фондовая биржа Осло	Норвегия	4 239 482	2 696,8	1 776 050	1 174,0	642 926	404,7	6 142 177	3 842,0
Варшавская фондовая биржа	Португалия	n/a	n/a	737 742	1 828,5	947 841	5 826,5	13 671 721	84 651,3
Итого		489 986 567	1 175 974,0	467 199 520	1 288 633,2	536 302 306	14 614 145,4	653 969 904	24 614 777,5

Источник: Рассчитано по статистике Федерации европейских фондовых бирж за 2011г.

Распределение основных групп портфельных активов по десяти ведущим странам-инвесторам и в целом по миру на конец 2011г. (млн. долл.)

Место	Страна	Акции	Долговые инструменты, всего	Долгосрочные долговые инструменты	Краткосрочные долговые инструменты	Итого
1.	США	4 501 433	2 314 217	1 953 843	360 374	6 815 650
2.	Япония	665 849	2 709 395	2.683,676	25 719	3 375 244
3.	Англия	1.068,649	2 150 509	2 015 324	135 185	3 219 158
4.	Люксембург	1.034,931	1.635,573	1 311 101	324 472	2 670 504
5.	Германия	647 170	1.733,180	1.703,042	30 139	2.380,350
6.	Франция	505 401	1.861,046	1 620 833	240 213	2.366,447
7.	Ирландия	565 780	1.288,260	931 344	356 916	1.854,040
8.	Нидерланды	613 917	816 276	787 546	28 730	1.430,193
9.	Швейцария	426 351	658 262	593 972	64 290	1.084,613
10.	Италия	409 394	621 239	607 551	13 688	1.030,634
	Прочие	3 729 293	8 944 941	7 565 469	1 379 473	12 674 235
	Итого	14 168 169	24 732 900	21 773 702	2 959 198	38 901 067

Источник: Статистика МВФ

Динамика активов фондов взаимного инвестирования (США)
(млрд. долл.)

Годы	Накопленные активы					Движение средств				
	Акции	Гибриды	Облигации	Денежный рынок	Активы, всего	Акции	Гибриды	Облигации	Денежный рынок	Всего
1990	239,5	36,1	291,3	498,3	1 065,2	12,8	2,2	6,2	23,2	44,4
1991	404,7	52,2	393,8	542,5	1 393,2	39,4	8,0	58,9	5,5	111,8
1992	514,1	78,0	504,2	546,2	1 642,5	78,9	21,8	71,0	-16,3	155,4
1993	740,7	144,5	619,5	565,3	2 070,0	129,4	39,4	73,3	-14,1	228,0
1994	852,8	164,5	527,1	611,0	2 155,4	118,9	20,9	-64,6	8,8	84,1
1995	1 249,1	210,5	598,9	753,0	2 811,5	127,6	5,3	-10,5	89,4	211,8
1996	1 726,1	252,9	645,4	901,8	3 526,3	216,9	12,3	2,8	89,4	321,3
1997	2 368,0	317,1	724,2	1 058,9	4 468,2	227,1	16,5	28,4	102,1	374,1
1998	2 978,2	364,7	830,6	1 351,7	5 525,2	157,0	10,2	74,6	235,3	477,1
1999	4 041,9	383,2	808,1	1 613,1	6 846,3	187,7	-12,4	-5,5	193,6	363,4
2000	3 962,0	346,3	811,1	1 845,2	6 964,7	309,4	-30,7	-49,8	159,6	388,6
2001	3 418,2	346,3	925,1	2 285,3	6 975,0	31,9	9,5	87,7	375,6	504,8
2002	2 667,0	327,4	1 124,9	2 272,0	6 391,3	-27,7	8,6	140,3	-46,7	74,5
2003	3 684,8	436,7	1 240,9	2 051,7	7 414,1	152,3	32,6	31,0	-258,5	-42,6
2004	4 384,0	519,3	1 290,4	1 913,2	8 106,9	177,9	42,7	-10,8	-156,6	53,2
2005	4 940,0	567,3	1 357,4	2 040,5	8 905,2	135,5	25,2	31,3	63,1	255,2
2006	5 911,4	653,1	1 494,3	2 354,8	10 413,6	160,1	7,1	60,6	247,5	475,2
2007	6 521,4	713,4	1 678,9	3 085,8	11 999,5	95,6	22,2	108,6	661,5	887,9
2008	3 708,1	494,2	1 567,2	3 832,3	9 601,8	-237,7	-21,7	33,0	631,7	405,2
2009	4 957,6	640,7	2 206,2	3 316,2	11 120,7	-11,0	22,0	374,9	-539,4	-153,5
2010	5 666,6	738,9	2 608,2	2 803,9	11 817,6	-24,3	22,1	244,8	-524,2	-281,5
2011	5 207,1	838,7	2 886,4	2 691,6	11 623,8	-128,2	26,1	119,1	-123,5	-106,4

Источник: US mutual fund industry statistics, ICI, 2012

**Эмиссия облигаций в местных валютах по группам стран и
макроэкономическим детерминантам выпуска в 2005–2009 гг.**

Переменные	Все страны		Развитые страны		Страны с формирующимися рынками	
	Среднее значение	Медианное значение	Среднее значение	Медианное значение	Среднее значение	Медианное значение
Эмиссия облигаций в местных валютах (% ВВП)						
В целом, по всем группам	72,71	56,20	99,18	84,19	42,28	35,89
государственные	35,70	31,89	40,19	32,80	30,53	30,46
финансовые институты	29,59	15,40	49,91	30,51	6,22	1,25
корпоративные	7,43	4,22	9,08	6,82	5,52	1,94
Макроэкономические переменные						
ВВП на душу населения (долл., в пост. ценах 2000г.)	17023,66	15223,48	27825,86	27210,67	4817,18	3885,39
Фискальный баланс (% ВВП)	(0,82)	(1,24)	(0,41)	(0,51)	(1,38)	(1,83)
Экспорт к ВВП (%)	45,65	31,69	58,22	44,63	34,28	28,82
Волатильность валютного курса (%)	5,98	5,35	5,06	4,84	6,60	5,48
Объем банковского кредитования (% ВВП)	110,38	112,32	170,82	159,18	73,67	48,57
Уровень процентных ставок (%)	9,76	8,20	5,65	5,31	11,93	10,75
Рыночная капитализация компаний (в % к ВВП)	90,27	66,36	107,30	83,47	70,42	53,11
Институциональные переменные ⁶¹						
Инвестиционный климат (0- 10)	10,34	11,50	11,84	12,00	8,62	8,77
Законодательная база и правопорядок (0-10)	4,48	5,00	5,41	5,50	3,41	3,00
Эффективность государственного аппарата (0-10)	3,10	3,00	3,76	4,00	2,35	2,00
Бухгалтерские стандарты (0-100)	62,60	64,00	67,60	69,00	55,93	55,00
Переменные движения капиталов						
Контроль за движением капиталов (0-100)	79,64	87,50	92,72	100,00	63,82	62,50

Источник: Determinants of Local Currency Bonds and Foreign Holdings: Implications for Bond Market Development., ADB, May 2012, p. 44

⁶¹ По институциональным переменным и переменным движения капиталов оценка производится по шкале от 0 до 10 (первые три позиции) и от 0 до 100 (последние две позиции).