

МИНИСТЕРСТВО СЕЛЬСКОГО ХОЗЯЙСТВА РОССИЙСКОЙ
ФЕДЕРАЦИИ

Федеральное государственное бюджетное образовательное
учреждение высшего профессионального образования
«КУБАНСКИЙ ГОСУДАРСТВЕННЫЙ АГРАРНЫЙ УНИВЕРСИТЕТ»

Краткий конспект лекций
по курсу «Мировые фондовые рынки»

Код и направление подготовки 38.06.01 «Экономика», наименование
программы подготовки научно-педагогических кадров в аспирантуре
«Мировая экономика»

Краснодар-2015г.

Тема №1: Основные тенденции развития мировых фондовых рынков

План лекции:

1. Базовые понятия фондового рынка
2. Типы мировых финансовых рынков
3. История развития мировых фондовых рынков и фондовых бирж
4. Характеристика современного мирового фондового рынка по инструментам
5. Институциональное представительство мировых фондовых рынков
6. Система регулирования мирового фондового рынка

1. Основной задачей РЦБ является привлечение временно свободных денежных ресурсов для инвестирования в экономику. Размер инвестиций определяется экономической ситуацией в стране, оптимальностью соотношения между инвестиционными возможностями и инвестиционными потребностями и необходимостью поддержания этого равновесия. Рынок не может полностью сбалансировать потребности и возможности. Рыночные механизмы должны быть дополнены государственным регулированием через фискальную и кредитно-денежную политику. Для того, чтобы понять как РЦБ осуществляет функции финансирования экономики необходимо определить его место в системе консолидированного рынка. Как определенным образом построенная система рынок в широком смысле включает сл. элементы: рынок материальных благ (товаров и факторов производства), рынок услуг, кредитный рынок.

Кредитный рынок в свою очередь включает в себя денежный рынок и рынок капитала. На денежном рынке обращается краткосрочный ссудный капитал. На рынке капитала – среднесрочный, долгосрочный ссудный капитал банков и небанковских специализированных финансово-кредитных институтов, валюта, золото, ценные бумаги. Рынок капитала служит для его концентрации и перераспределения. В процессе его перераспределения капитал попадает на рынки товара, услуг и снова на кредитный рынок. Таким образом, существуют первичные рынки, куда капитал вкладывается и вторичные, где он накапливается. На практике происходит постоянный перелив капитала из одной сферы в другую.

Поскольку ценные бумаги служат лишь инструментами для выражения имущественных прав владельцев на материальные блага, денежные ресурсы, услуги и другие виды товаров, то рынок этих инструментов является величиной производной от рынков перечисленных выше товаров, вторичной по отношению к ним.

При другом аспекте рассмотрения изучаемой категории рынок ценных бумаг является не только сферой накопления денежного капитала, но и местом его эффективного вложения. Являясь товаром особого рода, ценные бумаги приносят доход своим владельцам, оформляют долговые отношения и отношения совладения.

Категорию «рынок ценных бумаг» можно определить как совокупность экономических отношений между участниками рынка по поводу выпуска, организации обращения и погашения ценных бумаг. На первичном рынке ценных бумаг происходит их начальное размещение среди первых покупателей. Участниками первичного рынка являются субъекты, нуждающиеся в финансовых ресурсах для инвестиций в основной и оборотный капитал, а также те, кто имеет свободные финансовые ресурсы и ищет сферу их выгодного вложения. На вторичном рынке обращаются ранее размещенные на первичном рынке ценные бумаги. Таким образом, вторичный рынок представляет собой совокупность актов купли-продажи и иных форм обращения ценных бумаг, в ходе осуществления которых происходит переход ценной бумаги от одного владельца к другому в течение всего срока ее существования. В своей деятельности первичные и вторичные рынки тесно связаны между собой. Первичный рынок насыщает товаром вторичный рынок, а эффективность процессов, происходящих на первичном рынке, напрямую зависит от сбалансированности и ликвидности вторичного рынка.

На организованных рынках обращаются ценные бумаги наиболее надежных эмитентов по обязательным для исполнения правилам между профессиональными участниками рынка. На неорганизованных рынках могут обращаться любые независимо от качества ценные бумаги без соблюдения единых правил для участников, среди которых могут быть профессионалы и непрофессионалы рынка.

Для стихийных рынков характерно отсутствие единых правил заключения сделок, системы гарантирования исполнения сделок и распространения информации, требований к отбору ценных бумаг и участникам торгов. Сделки на таких рынках заключаются в частном контакте продавцов и покупателей. Они и несут все риски при их исполнении. Для аукционных рынков характерна четкая система организации торга, отличающаяся публичностью и гласностью, открытым соревнованием продавца и покупателя, наличием механизма сопоставления заявок продавцов и покупателей. Аукционные технологии в основном применяются на организованных рынках.

Кассовые рынки (спот -, кэшрынки) предполагают исполнение сделки в день ее заключения или в течение 3-х банковских дней. На срочных рынках заключаются сделки с разнообразными сроками исполнения свыше 3-х банковских дней.

Объектом сделок на международных рынках являются фондовые ценности, номинированные в валютах, отличных от национальной. В результате совершения сделок на международных рынках происходит перелив капитала между странами. Национальный рынок ограничен территориальными рамками государства, перелив капитала между странами не происходит, номинал и рыночные цены выражаются в национальных денежных единицах. На региональных рынках происходит обращение

ценных бумаг между хозяйствующими субъектами и населением данного региона. Данный оборот имеет относительно замкнутый характер.

По статусу эмитентов ценных бумаг выделяют рынок государственных ценных бумаг, эмитентом на котором выступают органы государственной власти федерального уровня и субъекты РФ; рынок муниципальных ценных бумаг, где эмитентами являются территориально-муниципальные образования; рынок корпоративных и частных бумаг.

Социально-экономические функции РЦБ. К специфическим функциям относятся:

- накопление и перераспределение финансового капитала между сегментами экономики;
- обслуживание товаропотоков, денежных расчетов между различными субъектами хозяйственной жизни;
- страхование ценовых и финансовых рисков посредством выпуска и организации обращения производных ценных бумаг;
- финансирование дефицита государственного бюджета на неинфляционной основе через организацию рынка ГЦБ;
- регулирование денежно-кредитного обращения в стране в ходе осуществления операций ЦБ РФ на открытом рынке.

Социальные функции рынка ценных бумаг заключаются в создании условий для возрождения класса эффективных собственников, повышении уровня грамотности населения, усилении социальной неоднородности общества.

2. Финансовые рынки в экономической литературе делят на две большие группы:

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

Это деление появилось в конце 1980-х — начале 1990-х годов и допол-

нило классификацию стран мира по уровню экономического развития. К странам с развитыми рынками относится большинство развитых государств, с формирующимися рынками (ФР), соответственно, все остальные.

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

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

Афганистан, Эритрея, Босния и Герцеговина, Сербия, Черногория, Бруней, Либерия, Сомали, Восточный Тимор и карликовые государства, такие как Сан-Марино, Монако, Лихтенштейн, Кирибати, Тувалу и Науру.

За основу в прошлом часто принимали классификацию Международной финансовой корпорации, которая с 1981 г. вела информационную базу по ФР, причем рассматривала только рынки акций. Но и по классификации по-следней (сейчас Standard & Poor's) такие НИСы, как Сингапур и Гонконг, от-носятся к развитым рынкам, а Корея и Тайвань — к формирующимся (табл. 2). Естественно по мере развития, какие-то страны переходят из группы формирующихся в группу развитых.

Таблица 2 - Примеры развитых и формирующихся рынков

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

3. В современной экономической литературе в развитии РЦБ выделяют ряд этапов, неразрывно связанных с эволюцией форм денег, кредита и отношений собственности.

Первый этап – возникновение ценных бумаг исторически связано с появлением векселя. Элементы вексельного обращения имели место еще в эпоху средневекового феодализма (12-14 вв.). Первоначально роль векселя сводилась к простой мене, когда наличные деньги разменивались на безналичные. По мере развития товарно-денежных отношений функции векселя расширялись. Им стали оплачивать поставки товара. Таким образом, вексель стал обязательством об уплате в определенном месте и в определенное время. При этом важно, что момент поставки и оплаты имели разрыв во времени, что делало вексель кредитными деньгами.

Второй этап связан с развитием товарного векселя и возникновением облигаций в 16-17вв.

Третий этап непосредственно связан с возникновением АО, что было обусловлено развитием производительных сил на той стадии, когда создание крупных предприятий, строительство дорог, каналов требовало значительных инвестиций непосильных отдельным предпринимателям. Возникла потребность в их объединении.

В 60-70-е года 20 в. появился принципиально новый биржевой товар – производные ценные бумаги (фьючерсные и опционные контракты, свопы, депозитарные расписки). Катализатором внедрения в биржевую торговлю

производных инструментов явились и последние достижения научно-технического прогресса в области совершенствования технологии ведения биржевых торгов, расчетов по их итогам, учета прав владения ценными бумагами.

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

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

Наиболее обобщающим показателем масштабов рынка акций является **капитализация** — совокупная курсовая стоимость акций, допущенных к торговле на фондовых биржах.

Рост капитализации может происходить за счет двух факторов:

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

Второй фактор имеет существенное значение только на формирующихся рынках. На развитых рынках количество компаний, по которым рассчитывается капитализация, представляет собой величину достаточно стабильную: она росла, но относительно умеренными темпами. В этой связи можно сделать вывод, что капитализация на этих рынках росла за счет увеличения курсов ценных бумаг. Изучение данных по числу листинговых эмитентов акций по странам, группам за период 2006-2012гг. показывает, что в ср. по группе развитых стран наблюдается снижение числа листинговых эмитентов акций, по гр. развивающихся их рост на 35%.

Данные по капитализации мирового рынка акций в разрезе отдельных стран и их групп за 2006-2012г. показывает, что группе развитых стран наблюдается снижение капитализации рынков акций на 3881 млрд. дол. И рост в 2012г. по сравнению с 1990г. на 20349 млрд. дол. По развивающимся рынкам наблюдается рост капитализации на 2621 млрд. дол. (40%). По сравнению с 1990 наблюдается рост показателя более чем в 15 раз.

По сравнению с данными за 2000-2006г. в 2013г. мировой ВВП вырос в 24,5р, в 2014г. 25,6р. Анализ данных о долях отдельных стран в мировой капитализации показывает, что доля стран с высоким доходом лидирует (81%), с низким доходом ниже — 19%, но она растет по сравнению с 2006г. на 5 п.п. Большую долю мировой капитализации — 48% — обеспечивают всего три страны: США, Япония, Великобритания. А на «семерку» крупнейших приходится свыше 75% мировой капитализации. Абсолютный лидер по капитализации — США (от 30 до 35% мировой капитализации за два последних десятилетия).

По своим масштабам рынок долговых инструментов (главным образом облигаций) заметно превосходит рынок акций. Рост происходит за счет заметного повышения эмиссионной активности не только государства, но и частного сектора. 95% задолженности приходится на облигации (долгосрочные, среднесрочные и краткосрочные), небольшая часть - на депозитные сертификаты и коммерческие бумаги (инструменты денежного рынка), доля которых, одна-ко, не превышает в целом 5% (лишь в США она выше - 9%).

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

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

5. Секьюритизация как процесс повышения роли рынка ценных бумаг оказала заметное влияние на структуру финансового сектора большинства стран мира. В США доля **коммерческих и сберегательных банков** в активах финансовых учреждений сократилась при одновременном росте доли пенсионных фондов, взаимных фондов, брокеров/дилеров и других институтов, непосредственно связанных с рынком ценных бумаг. традиционные банки все больше превращаются в финансовые конгломераты, предоставляющие услуги, свойственные компаниям по ценным бумагам, страховым компаниям и портфельным управляющим. Можно говорить о том, что относительно уменьшается значение традиционных банковских функций по приему депозитов и предоставлению кредитов.

Одновременно небанковские финансовые институты, такие как взаимные фонды, компании по ценным бумагам (инвестиционные банки), пенси-онные фонды, страховые компании, в настоящее время активно конкурируют банками, как по пассивам, так и по активам. Усилению конкуренции способствует и то обстоятельство, что и нефинансовые корпорации все шире начинают предоставлять финансовые услуги. В результате финансовый сектор становится все менее сегментированным с размыванием границ между банками и не банками. Во многих странах банки активизировали деятельность на рынке цен-ных бумаг. Известны многочисленные случаи приобретения крупнейшими мировыми банками крупных брокерско-дилерских компаний. Происходит ослабление и отмена ограничений на совмещение деятельности инвестиционных и коммерческих банков (Канада, США, Япония), банки все чаще создают дочерние компании по ценным бумагам.

Банки приступили к страховой деятельности. Это явление получило название bankassurance, или allfinance. Некоторые европейские банки попытались создать страховое подразделение в своих рамках, однако большинст-

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

В Великобритании, Франции и других европейских странах начиная с 1980-х годов происходит процесс либерализации финансовой системы, включающий ее дерегулирование. Отменяются ограничения на сферы деятельности отдельных финансовых учреждений. Например, в Великобритании торговый банк может получить полную банковскую лицензию и в этом случае превращается просто в универсальный банк.

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

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

Наиболее серьезные барьеры на этом пути сохранялись и отчасти сохраняются в двух ведущих странах, на которые в совокупности приходится свыше 60% всех мировых финансовых ресурсов - в США и Японии. Одним из последствий секьюритизации стал рост доли в активах финансовой системы финансовых учреждений, за которыми в экономической литературе закрепилось название **институциональные инвесторы**. Институциональные инвесторы оказывают доминирующее влияние на первичный и вторичный рынок долгосрочных ценных бумаг, на денежный и валютный рынок, а также рынок деривативов.

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

Под институциональными инвесторами понимаются такие учреждения, как:

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

В свою очередь, институты коллективного инвестирования - это:

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

Ввиду важности институциональных инвесторов с 1997 г. ОЭСР начала издавать специальный статистический справочник - Institutional Investors. Statistical Yearbook, - позволяющий всесторонне оценить их роль в странах, имеющих наиболее высокий уровень экономического развития. В составе активов институциональных инвесторов свыше 90% приходится на ценные

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

6. Обычно регулирования международного фондового рынка происходит

именно саморегулируемыми организациями, различного рода объединениями, комиссиями, ассоциациями, группами экспертов и другими институтами. К основным из них относятся:

1. Ассоциация участников международных фондовых рынков (ISMA) - аффилированный член Международной организации комиссий по ценным бумагам (IOSCO). Создана в 1994 г. ISMA - саморегулируемая организация на международном фондовом рынке насчитывающей 700 членов из 50 стран. Штаб ее находится в Лондоне. Ассоциация осуществляет надзор за оборотом международных финансовых инструментов и устанавливает правила честной практики, занимается сбором, обработкой и предоставлением информации участниками фондового рынка.

2. Группа 30-ти (G30) - неправительственная международная группа экспертов по международным финансам со штаб-квартирой в Вашингтоне. Созданная в 1978 г. Объединяет научные и финансовые учреждения, а также ведущих специалистов в области экономических исследований. Деятельность организации направлена на исследование и разъяснение процессов, происходящих в мировой экономике и на международных финансовых рынках, для участников этих рынков, и разработке для международных организаций проектов решений в этих сферах.

3. Международная ассоциация по вопросам обслуживания ценных бумаг (ISSA) - создана в 1979 г. с участием крупнейших мировых кастодиальных банков. В настоящее время объединяет более 100 организаций-членов из 45 стран. К основным задачам Ассоциации относятся: анализ деятельности по осуществлению клиринга, расчетов и депозитарного хранения на рынке ценных бумаг. ISSA способствует поддержанию связей между компаниями, предоставляют инвестиционные услуги, повышению профессионализма участников фондового рынка, оказанию помощи по вопросам развития национальных фондовых рынков.

4. Международная ассоциация свопов и деривативов (International Swaps and Derivatives Association, Inc - ISDA) - создана в 1985г. и объединяла сначала 18 дилеров свопов и деривативов В настоящее время насчитывает более 550 членов ISDA. Основной целью деятельности Ассоциации является стандартизация функционирования рынка деривативов. Характерными для ISMA, IPMA и ISDA является то, что они представляют собой своеобразные СРО по правилам. деятельности в виде рекомендаций. Однако участники не всегда придерживаются этих правил. Это - главное, что отличает международные СРО от национальных, в которых за несоблюдение правил и

стандартов деятельности и участниками СРО накладываются жесткие и неизбежные санкции.

5. Международная ассоциация участников первичных рынков (International Primary Market Association, London - IPMA) - создана в 1974 году, и объединяет финансовых посредников, осуществляющих свою деятельность на первичных рынках акций и облигаций. Деятельность IPMA тесно связана с деятельностью ISMA.

6. Международная организация комиссий по ценным бумагам (IOSCO) - создана в 1974 году. Эта организация, членами которой стали регулятивные органы фондовых рынков стран-участниц, в начале 90-х годов выполняла в основном функции информационно-координационного центра. Сегодня - это влиятельная и авторитетная международная организация, координирующая деятельность мирового рынка капиталов и объединяет комиссии по ценным бумагам более 120 стран мира. Штаб-квартира IOSCO находится в Монреале.

7. Международная федерация фондовых бирж (FIBV) - создана в 1961 году со штаб-квартирой в Париже. Это международная саморегулируемая организация, которая выполняет важные функции по координации и разработки единых стандартов на рынке ценных бумаг. Федерация известна как эффективный посредник в гармонизации фондовых рынков разных стран.

8. Форум европейских комиссий по ценным бумагам (FESCO) - основан в декабре 1997 года семнадцатью европейскими надзорными органами. Членами FESCO являются органы надзора за рынком ценных бумаг стран-членов ЕС. Члены FESCO обязуются согласно Уставу тесно сотрудничать и развивать единые регулятивные стандарты надзора за финансовыми рынками. Главной целью указанной организации является улучшение защиты инвестора, повышение целостности и прозрачности рынков капитала.

Основными причинами выхода национальных эмитентов на зарубежные рынки являются:

- возможность привлечения большего объема средств, средний объем одного займа колеблется от 100 до 300 млн. долл. США.
- рынок евробумаг позволяет привлечь средства на более длительные сроки (минимальный срок составляет 3 года) без обеспечения. Условия привлечения средств определяются кредитным рейтингом эмитента. В любом случае процент по еврозаймам значительно ниже ставки рефинансирования в РФ.

Тема 2: Фондовый рынок США

План лекции:

1. Профессиональные посредники
2. Коммерческие банки на фондовом рынке США

3. Институциональные инвесторы

1. Среди фондовых рынков мира США занимают особое место в силу следующих причин:

- в результате значительных объемов рынка, на долю США приходится от трети до половины мировой капитализации.
- в силу исторических причин значение рынка ценных бумаг для финансовой системы и национальной экономики США намного выше, чем в большинстве стран мира.
- преобладающая часть инноваций в разработке новых финансовых инструментов и развитии теории управления портфелем ценных бумаг принадлежит американцам.
- система регулирования фондового рынка США характеризуется более высоким уровнем жесткости, организованности и эффективности по сравнению с другими странами.

На фондовом рынке США основными профессиональными участниками выступают брокерско-дилерские компании.

Крупнейшие брокерско-дилерские компании, такие как:

- Merrill Lynch,
- Pierce,
- Fenner & Smith,
- Paine Webber Incorporated,
- Prudential-Bach Capital Funding,

и **Shearson Lehman Brothers** и т.д. Крупнейшие брокерско-дилерские компании являются публичными корпорациями (т.е. акционерными обществами, значительная часть акций которых находится у широкого круга инвесторов). Величина капитализации корпораций такова, что позволяет отнести их к группе крупнейших американских компаний.

2. США банковская система долгое время развивалась под влиянием английской традиции, когда банки занимались классическими банковскими операциями по привлечению депозитов и кредитованию предприятий и населения, в то время как операции с ценными бумагами вели специализированные компании по ценным бумагам, подобные английским торговым банкам (merchant banks), или биржевым брокерским фирмам. Однако в начале XX в. широкое распространение получила практика создания **банковских холдингов**, в которые входили учреждения, выполнявшие функции инвестиционных банков. Во многих случаях трастовые банки начали заниматься операциями с корпоративными ценными бумагами.

В годы, предшествовавшие биржевому краху 1929 г., многие американские банки не только непосредственно занимались покупкой-продажей ценных бумаг через созданные ими дочерние компании. Необычайно широкого размаха достигло кредитование банками инвесторов (напрямую или че-рез брокеров) для покупки ценных бумаг.

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

Американские законодатели пришли к заключению, что одной из причин Великой депрессии 1929-1933 гг. стало совмещение банками фондовых и клиентских операций.

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

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

На протяжении нескольких десятилетий в США делались неоднократные попытки отменить Закон Гласса-Стигалла. Они активизировались в 1980-е годы при администрации Р. Рейгана.

Слушания в конгрессе происходили на протяжении 1997-1999 гг. и завершились принятием **Закона о финансовой модернизации, или Закона Грэмма-Лича-Блайли**. Закон вступил в силу в марте 2000 г.

Банки с 2000 г. получили право *создавать дочерние страховые компании и компании по ценным бумагам*. Допускается создание так называе-

мых финансовых холдинговых компаний (financial holding companies), кото-рые могут заниматься всеми финансовыми операциями. Финансовые холдин-говые компании должны обладать большим собственным капиталом, доста-точность которого определяется Правлением ФРС. При этом необходимо подчеркнуть, что по-прежнему коммерческий банк непосредственно не мо-жет заниматься операциями с корпоративными бумагами, как брокерско-дилерская компания.

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

Кроме того, у двух из пяти крупнейших американских коммерческих

банков примерно половина всех доходов на рубеже веков приходилась на операции, аналогичные операциям инвестиционных банков, а для всех банков эта цифра составляла примерно 40%.

Следует отметить, что запрет на операции с ценными бумагами никогда не касался государственных ценных бумаг. На этом рынке американские банки всегда выступали ведущими инвесторами и дилерами.

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

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

Крупнейшей группой институциональных инвесторов в США являются **пенсионные фонды**.

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

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

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

Инвестиционные компании (*investment companies*) превратились в США во вторую после пенсионных фондов группу инвесторов в ценные бумаги. Инвестиционные компании создаются исключительно с целью инвестирования в ценные бумаги, недвижимость, валюту. Средства для инвестирования мобилизуются путем выпуска собственных ценных бумаг, распространяемых преимущественно среди широких слоев населения. Покупая акцию инвестиционной компании, мелкий инвестор как бы приобретает долю в диверсифицированном портфеле самых разнообразных финансовых активов, преимущественно ценных бумаг. Составить самостоятельно диверсифициро-ванный портфель мелкий инвестор не может как в силу отсутствия необхо-димого объема свободных ресурсов, так и в связи с тем, что выбор ценных бумаг и управление их портфелем - сложный вид деятельности, требующий профессиональных знаний и навыков. В данном случае инвестор, по сути, доверяет свои средства профессиональному управляющему.

Среди нескольких видов инвестиционных компаний наиболее распространены так называемые **управленческие компании** (management companies). Управленческая компания, в свою очередь, может быть **диверсифицированной и недиверсифицированной**.

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

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

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

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

Наибольшее распространение в США получили **взаимные фонды**, они абсолютно доминируют и по количеству, и по величине активов, хотя в некоторых областях преобладают закрытые инвестиционные компании

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

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

Инвесторы приобретают акции взаимных фондов либо

непосредственно у управляющего, либо через брокерско-дилерскую компанию, банк, страховую компанию или у независимого агента.

Доходы взаимных фондов образуются за счет роста курсовой стоимости и дивидендов/процентов, полученных по находящимся у них в портфелях ценным бумагам.

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

Существуют также региональные фонды: Asia Pacific Fund, Scandinavia Fund,

New Asia Fund, Templeton Emerging Markets Fund и др. Большинство из них являются взаимными.

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

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

Тема 3: Особенности фондового рынка Великобритании

План лекции:

1. Профессиональные участники рынка
2. Банки на фондовом рынке
3. Институциональные инвесторы

1. В финансовом секторе Великобритании (банковское, страховое дело, портфельное управление, торговля ценными бумагами и деривативами, венчурное финансирование) производится примерно 5% ВВП страны, в нем занято более 1 млн. человек. Еще 3-4% производится в смежных отраслях. Финансовые учреждения, расположенные в Лондоне (в первую очередь банки), по данным Банка международных расчетов, совершают треть всех валютных операций в мире (по стоимости) - более 500 млрд. долл. в день. На долю финансовых учреждений, базирующихся в Лондоне, приходится 60% первичного рынка еврооблигаций и до 70% вторичного. В Лондоне находятся головные офисы 5 из 10 ведущих международных юридических фирм.

Непосредственно торговлей ценными бумагами занимаются в первую очередь специализированные *брокерско-дилерские фирмы (компании по*

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

2. Роль Банка Англии на рынке ценных бумаг традиционно была связана в первую очередь с регулированием и контролем рынка государственных облигаций (с недавнего времени эта функция передана Министерству финансов). Банк лицензировал маркет-мэйкеров по государственным ценным бумагам и следил за соблюдением ими требуемой структуры активов и пассивов.

Однако Банк сохранил свою роль крупнейшего участника вторичного рынка государственных ценных бумаг, поскольку операции на открытом рынке являются одним из важнейших инструментов денежно-кредитной политики. Банковские учреждения включают коммерческие (commercial (trading) banks) и инвестиционные банки (investment banks). Банковский сектор отличается высокой концентрацией. На четыре ведущих банка приходится около 40% всех банковских активов (или 80% активов исключительно английских банков). В настоящее время многие коммерческие банки Великобритании входят в финансовые группы, в составе которых имеются и специализированные инвестиционные банки. При этом они зарегистрированы как отдельные банки. Они могут заниматься не только андеррайтингом и услугами по слияниям и поглощениям (вопросами корпоративных финансов), но и брокерским обслуживанием клиентов. Тем не менее эта операция в целом остается функцией специализированных брокерско-дилерских (брокерских) фирм (компаний по ценным бумагам).

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

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

Основные виды инвестиционных фондов Великобритании - **юнит-**

трасы (unit trusts) и **инвестиционные трасты** (investment trusts). В 1990-е годы появились *инвестиционные компании открытого типа* (open-ended investment companies). Последние были созданы для привлечения иностранных (прежде всего американских) инвесторов, для которых юридическая конструкция инвестиционной компании открытого типа (взаимного фонда) более привычна.

Великобритания (а фактически Лондон) - ведущий европейский центр управления активами *хедж-фондов*.

Тема 4: Фондовый рынок Китая

План лекции:

1. Организация рынка и общая характеристика.
2. Финансовые инструменты
3. Основные институты – субъекты рынка

1. Исследование рынка ценных бумаг Китая представляет немалый научный интерес в силу слабой изученности этой темы в России, хотя в научном мире зарубежных стран к нему давно проявляют большой интерес.

В КНР, как и в России, до начала экономических преобразований рынки ценных бумаг фактически отсутствовали. Таким образом, с началом рыночных реформ перед обеими странами встала задача создания национальных рынков ценных бумаг. В Китае построение фондового рынка постоянно находилось под пристальным государственным контролем, в то время как в России основы рынка были заложены во многом стихийно.

По некоторым данным, торговля ценными бумагами на территории Китая зародилась в Шанхае в конце 60-х годов XIX века. Несколько иностранных компаний организовали торговлю иностранными акциями и облигациями. В 1891 г. в Шанхае уже была создана первая ассоциация брокеров. В 1904 г. был принят первый Закон о ценных бумагах. В 1918 г. основана Пекинская фондовая биржа. В 1920 г. открылась Шанхайская фондовая и товарная биржа, а в 1921 г. – Шанхайская Хуашангская (Huashang) фондовая биржа. В 1946 г. на базе последней возникла Шанхайская фондовая биржа. Однако в связи с аграрным характером экономики Китая акционерные компании играли малозаметную роль. Соответственно и роль бирж была незначительной. В 1949 г. Шанхайская фондовая биржа прекратила работу. После образования КНР были образованы две биржи – Пекинская в 1949 г. и Тяньцзиньская (г. Тяньцзинь) в 1950 г., на которых велась торговля государственными облигациями. Обе биржи были закрыты в 1952 г. как центры спекуляции, несовместимые с социалистической системой хозяйства.

РЦБ Китая начал возрождение в начале 1980-х годов. Сперва стали выпускаться гособлигации, затем появились акции. В 1990 г. была образована Шанхайская фондовая биржа, в 1991г. – Шэньчжэньская фондовая биржа (г. Шэньчжэнь), которые сформировали двухбиржевую

систему фондового рынка КНР.

Что касается общего современного состояния фондового рынка КНР, он достиг рекордной для себя рыночной капитализации 4,5 трлн. долл., что поставило его в один ряд с фондовыми рынками Японии (4,3 трлн. долл.), Великобритании (3,8 трлн. долл.), Панъевропейской фондовой биржей «Евронекст» (4,2 трлн. долл.). Необходимо сопоставить значение РЦБ Китая в экономике с банковским кредитованием, а также выявить его роль в формировании основных фондов народного хозяйства. Так, в 1994-2007 г.г. совокупный объем привлечения средств на РЦБ в отношении к выданным банковским кредитам составил: РЦБ в целом – 73,3%; в т.ч. по внутреннему рынку акций – 8,2%; внутреннему и зарубежному рынкам акций – 11,6%; рынку гособлигаций (казначейские и финансовые облигации) – 55,6%; рынку корпоративных облигаций – 6,1%. Рассматривая привлечения средств в отдельно взятом 2007 г., соотношения следующие: РЦБ в целом – 131,6%, в т.ч. внутренний рынок акций – 20,5%; внутренний и зарубежный рынки акций – 23,2%; рынок гособлигаций – 94,2%; рынок корпоративных облигаций – 14,2%.

Анализ приведенных данных приводит к выводу о сопоставимости роли РЦБ и банковского кредитования, привлечения на РЦБ превысили объем выданных кредитов. Доминирующим сегментом являются гособлигации.

КНР представляет собой единственный прецедент, в котором весьма значительный по объему фондовый рынок развился в рамках государства с многоукладной рыночно ориентированной экономикой и монополизированной политической сферой (в китайской официальной терминологии - «социализм с китайской спецификой», проявляющийся в том, что у власти продолжает находиться коммунистическая партия и ключевые предприятия принадлежат государству, однако в экономике присутствует значительный сектор частной собственности на средства производства, действуют принципы рыночной экономики, ценообразование в основном происходит на основе рыночной конкуренции).

Структура собственности РЦБ Китая характеризуется крупными пакетами, в значительной мере исключенными из рыночного оборота, относительно низким уровнем свободного обращения акций (free float). Как правило, в странах с таким типом рынка акций в национальной экономике преобладает долговое финансирование хозяйства (включающее банковские кредиты и облигации), так как контролирующие акционеры не заинтересованы в продаже акций, ведущей к разводнению их собственности, и прибегают в основном к долговому финансированию.

Для сохранения контроля над государственной собственностью, предотвращения неконтролируемого перетекания активов к частным (в том числе иностранным) инвесторам, в КНР было выделено несколько типов акций, предназначенных для обращения на различных сегментах рынка и рассчитанных на разные категории инвесторов. При этом вплоть до 2005 г.

две трети общего количества акций полностью или частично государственных компаний были запрещены для открытой продажи на рынке и оставались в собственности китайского правительства, министерств и ведомств, государственных организаций.

В качестве одного из факторов развития РЦБ необходимо определить роль долгового финансирования (оцениваемого по объему внутреннего кредита) в финансовой системе КНР и соотношение его объемов с объемом рынка акций. Внутренний кредит представляет собой общий объем заемных средств, представляемых резидентами для использования внутри страны, и состоит из совокупности банковских кредитов, задолженности по долговым ценным бумагам и прочим видам задолженности государственных органов и всех экономических субъектов. Долговое финансирование в Китае на протяжении всего рассматриваемого периода значительно превалирует над финансированием посредством рынка акций, что обуславливает долговой характер финансового рынка страны. Показатель отношения внутреннего кредита к объему рыночной капитализации рынка акций для Китая на порядок выше, чем для остальных стран BRIC.

Анализ воздействия фундаментальных факторов, произведенный выше, позволяет дать общую характеристику модели фондового рынка КНР.

Рассмотрение политической системы позволяет сделать вывод об уникальности модели РЦБ Китая вследствие того, что КНР представляет собой единственный прецедент государства с сочетанием многоукладной рыночно ориентированной экономики «социализма с китайской спецификой» с весьма значительным по объему фондовым рынком. Вместе с тем по ряду критериев она совмещает в себе черты как англо-американской, так и германской моделей.

По критерию значимости фондового рынка в национальной экономике (измеряемой как отношение рыночной капитализации рынка акций к объему ВВП) довольно сложно судить о китайском фондовом рынке в силу его чрезмерной спекулятивности и частотой образования «пузырей». Хотя формально к 2008 г. по этому показателю рынок акций Китая достиг рекордных 135%, но уже по итогам 2008 года в ходе масштабной рецессии и мирового финансового кризиса составил всего 42%.

Фундаментальный фактор структуры собственности на акционерные капиталы формирует фондовый рынок Китая как разновидность “stakeholder capitalism” в Китае основным собственником выступают государство и аффилированные с ним структуры. Однако усилия правительства направлены на постепенное снижение доли участия государства в акционерных капиталах и, как следствие, повышения уровня «free float».

Вместе с тем достигнутый уровень «free float» и ограничение притока иностранных инвестиций на внутренний рынок акций Китая позволили

создать прочную основу для национального инвестирования, и прежде всего розничных инвесторов. Планомерный рост благосостояния граждан и наличие самого высокого уровня национальных сбережений в мире, а также колоссальный интерес населения к динамичному рынку акций, дают основание предполагать, что в долгосрочной перспективе финансирование фондового рынка за счет частных сбережений сохранит лидирующие позиции. В настоящее время доля национальных розничных инвесторов на внутреннем рынке акций КНР составляет порядка 50%.

Воздействие фундаментальных факторов религии и традиционных ценностей населения Китая, предположительно, находит свое отражение в активном экономическом поведении инвесторов, массовой готовности к рисковому инвестированию на рынке акций с целью извлечения значительной прибыли. Это формирует такие характерные черты фондового рынка Китая, как «народность» и чрезмерная спекулятивность.

Финансовый рынок Китая носит долговой характер. Объем средств, привлекаемых в экономику посредством банковских кредитов и облигационных займов (главным образом правительственных) значительно превышает объемы финансирования путем выпуска акций. При этом ведущую роль в привлечении средств в реальный сектор играет банковское кредитование. Объем внутреннего кредита значительно превышает рыночную капитализацию рынка акций. Большую долю в структуре внутреннего кредита составляют льготные кредиты государственных коммерческих банков убыточным госпредприятиям, вследствие чего процент просроченных и «плохих» кредитов в структуре портфелей китайских банков один из самых высоких в мире.

По критерию состава профессиональных участников РЦБ китайский рынок близок к англо-американской модели. Операции осуществляют только специализированные небанковские финансовые институты (компании по ценным бумагам, страховые компании). Таким образом, коммерческие банки отделены от РЦБ (за исключением иностранных банков, которым присвоен статус квалифицированного иностранного институционального инвестора).

О развивающемся характере РЦБ Китая наглядно свидетельствует высокий уровень рыночного риска. По показателю волатильности котировок рынок акций Китая занимает одно из первых мест среди формирующихся рынков.

Количество доступных финансовых инструментов невелико. В начальной стадии развития находится рынок срочных инструментов

Все выше сказанное приводит к выводу, что модель РЦБ Китая как составная часть общеэкономической системы государства демонстрирует общую тенденцию развития в либеральном русле, а, следовательно, произведенное определение ее параметров носит промежуточный характер.

2. РЦБ Китая характеризуется ограниченным набором финансовых инструментов, будучи развивающимся рынком. В частности, рынок

производных финансовых инструментов находится лишь в начальной стадии развития и не играет пока существенной роли. В силу этого, инструментальную основу рынка в настоящее время составляют различные типы акций и облигаций. на РЦБ Китая количество видов ценных бумаг ограничивается 3 типами акций и 3 типами облигаций.

3. В силу доминирования на фондовом рынке КНР индивидуальных инвесторов, сектор институциональных инвесторов до последнего времени был относительно невелик. Развитие этого сегмента находится в числе важнейших приоритетов КУКЦБ.

В настоящее время по объемам инвестиций на фондовый рынок Китая доминируют инвестиционные фонды. Другие виды участников включают компании по ценным бумагам (брокерско-дилерские компании), страховые компании, Национальный фонд социального обеспечения, а также иностранные институциональные инвесторы, имеющие особый правовой статус – «квалифицированные иностранные институциональные инвесторы». Каждая из названных категорий имеет в Китае свои особенности развития, рассмотренные ниже.

Компании по ценным бумагам являются ключевыми участниками брокерско-дилерской деятельности на фондовом рынке. По состоянию на начало 2013 года, их доля в общем объеме инвестиций на рынок акций «А» составила 16,7% .

Большинство крупных компаний по ценным бумагам КНР учреждены в 1980-е годы либо различными экономическими агентами, подконтрольными государству (крупными госпредприятиями, госбанками), либо непосредственно государственными финансовыми органами. В 1990-е годы большинство их было акционировано и получило листинг на биржах КНР или в Гонконге. При этом контролирующим акционером осталось государство в лице финансовых органов либо госпредприятий. Ряд крупнейших компаний контролируется региональными властями.

Таким образом, находясь под правительственным контролем, большинство крупных компаний часто испытывает прямое вмешательство в свою деятельность. Известен ряд случаев, когда под давлением региональных властей компании по ценным бумагам - андеррайтеры фальсифицировали финансовые показатели кандидатов на проведение IPO из числа лоббируемых госкомпаний, «доводя» их до приемлемого уровня. Зачастую значимые решения компании вынуждены принимать с оглядкой на местную администрацию.

В крупных компаниях по ценным бумагам кандидатуры топ-менеджеров зачастую навязываются госорганами и подлежат одобрению соответствующих партийных комитетов. В компаниях действуют местные комитеты компартии (аналогично с госпредприятиями). Как правило, председатели комитетов являются членами наблюдательных советов компаний.

Однако необходимо отметить тенденцию к либерализации данной отрасли.

Практика большинства компаний показывает, что местные власти и КУКЦБ больше не пытаются директивно назначать топ-менеджеров, вместо этого действует механизм утверждения регулятором кандидатур, одобренных акционерными собраниями компаний. Также является теперь крайне затруднительным снятие руководителей компаний без законных и веских оснований.

В последние годы активизировался приток частного капитала в сектор компаний по ценным бумагам. Многие компании, имеющие острый дефицит активов, привлекают частный капитал посредством дополнительных эмиссий акций. Ряд крупнейших финансовых посредников уже имеет долю частных акционеров, достигающую 25%. Есть прецеденты крупных компаний, полностью принадлежащих частным акционерам.

В Китае существует два типа компаний по ценным бумагам:

1) *универсальные компании (инвестиционные банки, брокерско-дилерские компании)*, имеющие право выступать андеррайтерами при организации публичных размещений ценных бумаг. Их минимальный уставный капитал составляет 500 млн. юаней (60 млн. долл.);

2) *брокерские компании* (являющиеся зачастую дочерними по отношению к крупным универсальным компаниям). Их возможности сводятся к торговле акциями по поручению клиентов; минимальный уставный капитал – 50 млн. юаней (6 млн. долл.) [116, 680].

В таблице 3 обобщены основные этапы развития сектора компаний по ценным бумагам.

Таблица 3 - Основные этапы в развитии сектора компаний по ценным бумагам Китая

Период	Основные этапы развития
1990 - 1994	Зарождение и относительно стихийное развитие сектора в процессе формирования системы регулирования РЦБ
1994 - 2001	Осуществлено разделение банковского и инвестиционного дела; сформировались два типа компаний – универсальные и брокерские; на рынке большое количество участников с преобладающей долей небольших брокерских компаний
2001 - 2005	Повсеместная убыточность и стагнация сектора как следствие многолетней рецессии рынка акций; масштабное снижение доходов андеррайтеров и брокеров; массовое банкротство компаний
2005 – н.в.	Санация сектора со стороны регулятора; формирование системы контроля рисков в деятельности компаний; сокращение общего

числа участников рынка как результат банкротств, слияний и поглощений в секторе
--

Регулирование сектора компаний по ценным бумагам централизованно осуществляется КУКЦБ, которая в настоящее время практически полностью выстроила автоматизированную систему риск-мониторинга компаний, базирующуюся на расчете величины чистых активов. Общая стратегия мониторинга и санации выглядит следующим образом: после определения уровня рисков конкретных компаний им предоставляется определенное время на устранение нарушений.

В настоящее время в сфере доверительного управления конкурентное преимущество постепенно переходит от управляющих подразделений компаний по ценным бумагам к специализированным управляющим компаниям. Активизируется процесс создания коммерческими банками и страховыми компаниями дочерних управляющих компаний. Всё это усиливает конкурентный фон для компаний по ценным бумагам универсального типа.

Далее, растет давление со стороны иностранных (совместных) компаний. С приходом транснациональных банковских корпораций на китайский рынок возросла конкуренция в секторе брокерско-дилерских услуг. В этой связи показателен пример «Китайско-европейской инвестиционной компании», созданной при участии CLSA Group (Credit Lyonnais SA). В течение 2004 года она выступила главным андеррайтером и депозитарием в пяти проведенных IPO и двух SPO. Общий объем привлеченных средств составил 3 млрд. юаней

(363 млн. долл.) .

Необходимо отметить, что конкурентоспособность китайских компаний по ценным бумагам ослабляется тем, что им не разрешено выступать организаторами IPO за пределами КНР. Таким образом, этот сегмент является в настоящее время прерогативой иностранных и совместных компаний.

Еще одной проблемой, препятствующей более активному развитию сектора, расширению спектра деятельности, является жесткое регулирование фондового рынка КНР. Полномочия регулятора простираются от надзорных функций до возможности прямого административного регулирования. И, хотя за последние годы общий уровень регулирования несколько снизился, в целом он по-прежнему остается очень высоким.

Инвестиционные фонды в КНР создаются различными институциональными инвесторами посредством управляющих компаний (УК) и привлекают средства в процессе продажи инвестиционных паев. Собранные средства подлежат хранению в специализированных депозитарных учреждениях (кастодианах), в роли которых могут выступать лишь уполномоченные

КУКЦБ коммерческие банки. Таким образом, в Китае практикуется схема раздельного инвестиционного и депозитарного обслуживания инвестиционных фондов с целью снижения инвестиционных рисков владельцев паев. Активы фондов находятся в ведении УК, управление осуществляется от имени и по поручению всей совокупности владельцев паев.

В настоящее время все фонды в Китае являются контрактными (то есть фонды без образования юридического лица, действующие на основании трехстороннего соглашения между пайщиками фонда, соответствующей управляющей компанией и сторонним банком-депозитарием, являющимся также попечителем фонда) [150, 89]. В КНР функционируют инвестиционные фонды открытого и закрытого типов. Фонды открытого типа включают в себя фонды акций, облигаций, денежного рынка, смешанные фонды и фонды QFII.

Многие из них имеют листинг на бирже. Существуют также индексные фонды, обращающиеся на бирже (ETF).

С 2003 года доступ к рынку акций получили государственные пенсионные фонды. КУКЦБ уполномочила также шесть крупнейших китайских УК управлять активами Национального фонда социального обеспечения (создан правительством в 2001 году с целью финансирования дефицита региональных пенсионных фондов) в объеме 3,6 млрд. долл. MIRKIN.RU - <http://mirkin.ru>

Однако деятельность инвестиционных фондов сопряжена с определенными трудностями. Наиболее распространенной проблемой является периодический массовый вывод из инвестиционных фондов средств клиентов. Часто имели место случаи, когда стоимость их вложений опускалась ниже минимально разрешенной величины уставного капитала – 200 млн. юаней (около 30 млн. долл.). Такие крупномасштабные выводы средств в том числе объясняются тем, что с появлением новых типов фондов частные и институциональные инвесторы, являющиеся клиентами ранее существовавших фондов, стремятся повысить доходность и качество инвестиций и переводят свои вложения в новые фонды, способные лучше управлять рисками.

Существует, однако, и иная причина, связанная с недобросовестным поведением менеджеров УК. Так, КУКЦБ были выявлены случаи организации менеджерами компаний фиктивного притока краткосрочных вложений клиентов в период формирования фондов. Услуги фиктивных клиентов при этом оплачивались. Благодаря подобным манипуляциям, период подписки фондов выглядел более успешным, что позволяло привлечь большее количество частных инвесторов. Однако вскоре наступал массовый вывод средств [180, 18].

В настоящее время большинство действующих фондов не отличается разнообразием применяемых инвестиционных стратегий, что невыгодно их отличает от большинства фондов на развитых рынках.

Однако также имеют место позитивные тенденции. Все больше проявляется диверсификация фондов по типам вложений. Обширные перспективы развития инвестиционных фондов связаны с ростом рынка облигаций, и в первую очередь корпоративных бумаг.

Система регулирования РЦБ Китая, как и на многих развивающихся рынках, была создана по образцу США – с созданием специализированного правительственного органа для централизованного регулирования РЦБ. В КНР регулятором является Комиссия по управлению и контролю рынка ценных бумаг при Госсовете КНР (КУКЦБ), созданная в 1992 году.

Однако полномочия по централизованному регулированию Комиссия получала постепенно: так, до середины 90-х годов региональные рынки ценных бумаг находились в юрисдикции соответствующих региональных правительств, также лишь в 1998 году контроль над Шанхайской и Шэньчжэньской фондовыми биржами, равно как и над сектором финансовых посредников, перешел к КУКЦБ (комиссия по управлению и контролю РЦБ) от Народного банка Китая. Таким образом, в Китае было завершено формирование системы централизованного регулирования РЦБ, в то время как в США отдельные штаты выполняют определенные функции по регулированию.

Модель регулирования фондового рынка в Китае, как и в России – это система жестких предписаний, также перенятая из практики США, характеризующаяся жесткой регламентацией и обязательностью выполнения административных процедур в процессе выпуска ценных бумаг и допуска их к обращению. В их состав входят требования к составу пакета заявочных документов, порядок и сроки рассмотрения заявок регулирующим органом. Таким образом, в Китае, как и в США и России, законодательно запрещены выпуск и обращение эмиссионных ценных бумаг без регистрации выпуска регулирующим органом. Однако при КУКЦБ действует особый совещательный орган – Комиссия по вопросам публичных размещений ценных бумаг, состоящая из 25 экспертов и выносящая рекомендации по заявкам путем голосования.

В отличие от США и России, где публичные размещения ценных бумаг относительно свободно осуществляются исходя из рыночных потребностей эмитентов при соблюдении ими всех установленных регулятивных требований, в Китае действует система квотирования публичных размещений. Это политика, направленная на сдерживание роста рынка с учетом огромного эмиссионного потенциала китайской экономики. Таким образом, главным условием для возможности осуществления публичного размещения в Китае является первичное разрешение со стороны КУКЦБ и включение компании в соответствующую квоту.

Система квотирования претерпела определенные изменения в последние годы: если ранее квоты по IPO доводились до провинциальных правительств, зачастую отдававших предпочтение подконтрольным, но малоэффективным госкомпаниям, то теперь они распределяются среди

крупнейших инвестиционных банков, отбирающих претендентов на размещение и выступающих затем андеррайтерами.

Что касается аспекта саморегулирования, формально в Китае к саморегулируемым организациям (СРО) относятся Шанхайская и Шэньчжэньская фондовые биржи, Китайская ассоциация участников рынка ценных бумаг, Китайская ассоциация участников срочного финансового рынка, Китайская государственная депозитарно-клиринговая компания. Однако, принимая во внимание предельно централизованный характер регулирования, сложившегося в Китае, перечисленные организации являются СРО лишь по формальным признакам. В этой плане китайская модель не выдерживает параллелей с США, где Нью-Йоркская фондовая биржа и Национальная ассоциация дилеров рынка ценных бумаг (NASD) являются общепринятыми эталонами СРО.

Тем не менее, пусть и формальная, в Китае существует единая СРО для фондового рынка – Китайская ассоциация участников рынка ценных бумаг, объединяющая все категории финансовых посредников и общая для обеих фондовых бирж. Здесь также проявляются отличия от моделей США и России, где отдельно действуют СРО для различных бирж: в США – Нью-Йоркская фондовая биржа (NYSE) как СРО и собственно биржа, NASD для системы NASDAQ; в России действуют связки НФА – ММББ и НАУФОР – РТС.

Формально являясь СРО, ассоциация непосредственно подчинена и подконтрольна КУКЦБ. Среди наиболее практических функций, выполняемых ассоциацией, можно выделить организацию экзаменационных испытаний для лиц, желающих получить сертификат профессиональных участников РЦБ, а также тестовый контроль профессионального уровня руководства компаний по ценным бумагам, в особенности выступающих в качестве андеррайтеров.

То же самое можно сказать и в отношении фондовых бирж, которые, формально являясь СРО, напрямую подчинены регулятору. Достаточно указать факт, что КУКЦБ имеет полномочия по принятию кадровых решений не только в отношении высшего, но и среднего управленческого звена бирж. Это обстоятельство также отдаляет сложившуюся в Китае модель от американского образца, где фондовые биржи являются реально действующими СРО.

С прямой подконтрольностью фондовых бирж Комиссии связано и то обстоятельство, что процедура получения листинга становится простой формальностью, если IPO одобрено КУКЦБ. Поэтому можно констатировать, что в китайской практике фондового рынка любое одобренное регулятором первичное публичное размещение акций предполагает автоматическое получение листинга на одной из фондовых бирж. Это также идет в разрез с практикой США, где фондовые биржи в качестве СРО самостоятельно устанавливают требования для получения компаниями листинга и следят за их выполнением.

Что касается аспекта лицензирования профессиональной деятельности на РЦБ, законодательство США выделяет всего четыре категории профессиональных участников: брокер, дилер, инвестиционный консультант и андеррайтер. В Федеральном законе РФ «О рынке ценных бумаг» установлены следующие виды профессиональной деятельности: брокерская, дилерская, управление ценными бумагами, клиринг, депозитарная деятельность, ведение реестра владельцев ценных бумаг, организация торговли на рынке ценных бумаг. В соответствии с «Законом КНР о ценных бумагах», предусмотрены следующие основные виды профессиональной деятельности, подлежащие лицензированию: 1) брокерская деятельность, 2) дилерская деятельность, 3) инвестиционное консультирование, 4) брокерские услуги и инвестиционное консультирование; 5) андеррайтинг; 6) управление ценными бумагами. Кроме того, существуют дополнительные виды деятельности, также требующие лицензий. Они включают операции с иностранными ценными бумагами, проведение ссудных и заемных операций с ценными бумагами, деятельность по коллективному и специализированному трастовому управлению, деятельность в качестве квалифицированного иностранного институционального инвестора, квалифицированного отечественного институционального инвестора (инвестирование на зарубежных фондовых рынках). Таким образом, перечень лицензируемых видов деятельности в случае Китая шире.

Анализ воздействия фундаментальных факторов, произведенный выше, позволяет дать общую характеристику модели фондового рынка КНР.

Рассмотрение политической системы позволяет сделать вывод об уникальности модели РЦБ Китая вследствие того, что КНР представляет собой единственный прецедент государства с сочетанием многоукладной рыночно ориентированной экономики «социализма с китайской спецификой» с весьма значительным по объему фондовым рынком. Вместе с тем по ряду критериев она совмещает в себе черты как англо-американской, так и германской моделей.

По критерию значимости фондового рынка в национальной экономике (измеряемой как отношение рыночной капитализации рынка акций к объему ВВП) довольно сложно судить о китайском фондовом рынке в силу его чрезмерной спекулятивности и частотой образования «пузырей». Хотя формально к 2008 г. по этому показателю рынок акций Китая достиг рекордных 135%, но уже по итогам 2008 года в ходе масштабной рецессии и мирового финансового кризиса составил всего 42%.

Фундаментальный фактор структуры собственности на акционерные капиталы формирует фондовый рынок Китая как разновидность “stakeholder capitalism” в Китае основным собственником выступают государство и аффилированные с ним структуры. Однако усилия правительства направлены

на постепенное снижение доли участия государства в акционерных капиталах и, как следствие, повышения уровня «free float».

Вместе с тем достигнутый уровень «free float» и ограничение притока иностранных инвестиций на внутренний рынок акций Китая позволили создать прочную основу для национального инвестирования, и прежде всего розничных инвесторов. Планомерный рост благосостояния граждан и наличие самого высокого уровня национальных сбережений в мире, а также колоссальный интерес населения к динамичному рынку акций, дают основание предполагать, что в долгосрочной перспективе финансирование фондового рынка за счет частных сбережений сохранит лидирующие позиции. В настоящее время доля национальных розничных инвесторов на внутреннем рынке акций КНР составляет порядка 50%.

Воздействие фундаментальных факторов религии и традиционных ценностей населения Китая, предположительно, находит свое отражение в активном экономическом поведении инвесторов, массовой готовности к рисковому инвестированию на рынке акций с целью извлечения значительной прибыли. Это формирует такие характерные черты фондового рынка Китая, как «народность» и чрезмерная спекулятивность.

Финансовый рынок Китая носит долговой характер. Объем средств, привлекаемых в экономику посредством банковских кредитов и облигационных займов (главным образом правительственных) значительно превышает объемы финансирования путем выпуска акций. При этом ведущую роль в привлечении средств в реальный сектор играет банковское кредитование. Объем внутреннего кредита значительно превышает рыночную капитализацию рынка акций. Большую долю в структуре внутреннего кредита составляют льготные кредиты государственных коммерческих банков убыточным госпредприятиям, вследствие чего процент просроченных и «плохих» кредитов в структуре портфелей китайских банков один из самых высоких в мире.

По критерию состава профессиональных участников РЦБ китайский рынок близок к англо-американской модели. Операции осуществляют только специализированные небанковские финансовые институты (компании по ценным бумагам, страховые компании). Таким образом, коммерческие банки отделены от РЦБ (за исключением иностранных банков, которым присвоен статус квалифицированного иностранного институционального инвестора).

О развивающемся характере РЦБ Китая наглядно свидетельствует высокий уровень рыночного риска. По показателю волатильности котировок рынок акций Китая занимает одно из первых мест среди формирующихся рынков.

Количество доступных финансовых инструментов невелико. В начальной стадии развития находится рынок срочных инструментов

Все выше сказанное приводит к выводу, что модель РЦБ Китая как составная часть общеэкономической системы государства демонстрирует общую тенденцию развития в либеральном русле, а, следовательно, произведенное определение ее параметров носит промежуточный характер.

Тема5: Фондовые биржи мира

План лекции:

1. Фондовые биржи мира:
 - 1.Нью-Йоркская фондовая биржа
 - 2.Национальная ассоциация дилеров Американского фондового рынка.
 3. Лондонская фондовая биржа.
 4. Токийская фондовая биржа.
 5. ММВБ РФ

1. Расположенная на Уолл-Стрит в Нью-Йорке главная фондовая биржа США, крупнейшая в мире по обороту. На бирже определяется всемирно известный индекс Доу-Джонса для акций промышленных компаний (англ. *Dow Jones Industrial Average*), а также индексы NYSE Composite и NYSE ARCA Tech 100 Index. NYSE Composite Главный индекс Нью-Йоркской фондовой биржи – это сводный индекс NYSE Composite. Он включает в себя (учитывая корректировки дробления, слияния или поглощения) ценные бумаги всех компаний, зарегистрированных на Нью-Йоркской фондовой бирже, а их насчитывается более 2300 с общей капитализацией в \$20 трлн.

NYSE Composite Index – главный индикатор, который отражает ситуацию на бирже. Он также дополняется другими индексами по отдельным отраслям. В отличие от индексов DOW JONES, NYSE Composite измеряется не в пунктах, а в долларах и являет собой, по сути, среднюю стоимость всех акций биржи. Поэтому его уверенно можно брать, как основной показатель измерения «здоровья» американской экономики, тем более, что большинство компаний из листинга – это американские компании.

NYSE ARCA Tech 100 Index — американский фондовый индекс. Индекс рассчитывается на NYSE, однако в него включаются компании, чьи акции и ADR котируются и на других американских биржах. В индекс включаются инновационные компании из различных отраслей: производство компьютерного оборудования, ПО, полупроводников, телекоммуникационного и медицинского оборудования, биотехнологии, оборонная и аэрокосмическая промышленность (100 компаний).

NYSE ARCA Tech 100 Index является одним из старейших технологических индексов. Его история начинается в 1982 году. Инициатором учреждения индекса выступила Тихоокеанская биржа.

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

На NYSE торгуются акции, облигации, варранты, акции инвестиционных компаний. Оборот по облигациям очень невелик. Как отмечалось ранее, рынок облигаций в США в основном внебиржевой. Новыми инструментами, появившимися в 1990-е годы и приобретающими все большую популярность на бирже, являются акции биржевых фондов.

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

1. Минимальное число акционеров, владеющих 100 акциями и более, - не менее 2 тыс.
2. Количество акций в публичном владении не менее 1,1 млн. шт.

Рыночная стоимость акций, находящихся в публичном владении, - не менее 100 млн. долл. (для компаний, проводящих IPO, - 60 млн. долл.).

3. Прибыль до выплаты налогов за последний год - не менее 2,5 млн. долл.; прибыль за два предыдущих года - 2,0 млн. долл. (или 4,5 млн. за последний год и просто наличие прибыли за два предшествующих года).

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

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

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

По количеству акций (в разные годы от 3 до 5 тыс. эмитентов), вхо-

дящих в котировку NASDAQ, она занимает одно из первых мест в мире. Чтобы попасть в NASDAQ, надо удовлетворять ряду *требований листинга, не столь высоких, как на NYSE*.

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

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

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

До появления NASDAQ внебиржевой рынок был чисто «телефонным» или существовал в форме «розовых листов» (Pink Sheets) - бюллетеня, в котором компании по ценным бумагам помещали котировки по бумагам, не имевшим листинга на бирже.

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

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

В 1988 г. появилась система электронной подачи заявок и автоматического подтверждения сделки маркет-мейкерами (ранняя версия электронной почты) - система Order Confirmation Transaction service (OCT), в 1990 г. переименованная в SelectNet.

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

Значительная часть сделок, совершаемых в NASDAQ, - так называемые внутренние, т.е. сделки клиентов компании по ценным бумагам, совершенные для них последней в качестве маркет-мейкера. В этом случае

факт купли-продажи акций отражается на внутренних счетах компании.

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

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

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

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

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

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

После Второй мировой войны происходила постепенная интеграция английских фондовых бирж, в результате чего все нелондонские биржи, включая биржу в Дублине (Ирландия), в конце концов превратились в региональные подразделения Лондонской фондовой биржи (1973 г.). Причем ввиду особенностей организации торговли сделки в торговом зале с конца 1986г. здесь не совершаются. В декабре 1995 г. Дублинская фондовая биржа от-

делилась в самостоятельную Ирландскую фондовую биржу.

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

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

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

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

Члены LSE делятся **на четыре группы:**

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

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

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

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

4. *Денежные брокеры фондовой биржи* (stock exchange money brokers) - члены биржи, имеющие право предоставлять займы денежные

средства и ценные бумаги другим членам биржи.

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

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

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

4.Токийская фондовая биржа была основана в 1878 году. Токийская биржа является неприбыльной членской организацией, являющейся юридическим лицом и обладающая широкими правами в области самоуправления.

Биржа входит в Федерацию фондовых бирж Азии и Океании. В 2012 Токийская фондовая биржа осуществила поглощение фондовой биржи Осаки, объединенная компания, основанная 1 января 2013, получила название Japan Exchange Group, Inc.^[2]

Членами **биржи** являются:

- регулярные члены (компании по **ценным бумагам**, которые могут вести операции, как за свой счет, так и в интересах клиента);
- сайтори члены (компании по **ценным бумагам**, являющиеся **посредниками** между регулярными членами биржи);
- специальные члены (компании, связывающие **биржевые рынки**, выполняющие на Токийской фондовой бирже те приказы, которые не могут быть выполнены на региональных биржах) и другие члены;
- небанковские компании по **ценным бумагам** (находящиеся в ассоциированной связи с **банками**).

Токийская фондовая биржа по рыночной капитализации уступает только Нью-Йоркской площадке. Сейчас на ней торгуется около 2300 ценных бумаг японских компаний и свыше 30 бумаг зарубежных эмитентов. Среди крупнейших компаний, разместивших свои акции на Токийской бирже, можно встретить множество транснациональных гигантов из разных отраслей: автомобильных концернов Honda, Mazda, Mitsubishi, Toyota, производителей высокотехнологичных устройств Konica Minolta, Nikon, Olympus, Casio, Sony, крупнейших японских банков и других финансовых организаций.

На долю токийской биржи приходится свыше 80 % биржевого оборота страны. Основными продавцами и покупателями являются институциональные владельцы ценных бумаг. В Японии индивидуальные владельцы имеют лишь 20 % обращающихся на бирже акций, а 80 % принадлежит финансовым учреждениям, страховым компаниям и корпорациям. Владельцы акций рассчитывают не на дивиденды (в начале 1990 г. они были в 70 раз меньше рыночной стоимости акций), а на

повышение курса акций и получение дохода в результате продажи акций по более высокому. Основной метод торговли — открытый двойной аукцион, торговля с голосав биржевой толпе «зараба».