

Б.Б. Рубцов

## **Тенденции развития мировых фондовых рынков**

Последние два десятилетия ушедшего века отмечены заметным расширением финансовых рынков в развитых и развивающихся странах и появлением, а точнее, их воссозданием в странах с переходной экономикой. Наиболее динамичным сегментом финансового рынка стал рынок ценных бумаг.<sup>1</sup> Каковы особенности и количественные параметры его развития, какое влияние он оказывает на экономику, какие проблемы уже возникли или могут возникнуть в этой связи, и какие уроки для России можно извлечь из анализа процессов, происходящих в мире?

### **1. Масштабы фондовых рынков**

Учитывая многообразие финансовых инструментов, относимых обычно к ценным бумагам,<sup>2</sup> целесообразно рассмотреть отдельно основные сегменты фондового рынка по видам инструментов: акций, облигаций (долговых инструментов) и деривативов.<sup>3</sup>

#### ***1.1 Акции***

Наиболее обобщающим показателем масштабов рынка акций является капитализация - совокупная курсовая стоимость акций, имеющих листинг (т.е. допущенных к торговле) на фондовых биржах (Табл.1). Рост капитализации может происходить за счет двух факторов: 1)роста курсовой стоимости и 2)увеличения общего

---

<sup>1</sup> Термин "рынок ценных бумаг" в данной работе используется как синоним "фондового рынка".

<sup>2</sup> В данной работе к ценным бумагам отнесены и деривативы - производные финансовые инструменты, которые некоторыми авторами выделяются из категории ценных бумаг.

<sup>3</sup> Для анализа обобщающих показателей по рынку акций с 1980 по 2002 гг. использованы преимущественно базы данных Emerging Stock Markets Database, в первую очередь ежегодник Emerging Stock Markets Factbook (до 1999 г. велась Международной финансовой корпорацией /International Finance Corporation/, с 2000 г. - Standard & Poor's), а также Мировой федерации бирж (World Federation of Exchanges (до 2001 г. называлась Fédération Internationale des Bourses de Valeurs) <http://www.world-exchanges.org>; [www.fibv.com](http://www.fibv.com)). Статистика по долговым инструментам и деривативам взята из изданий Банка международных расчетов ([www.bis.org](http://www.bis.org)). При этом данные по России приведены по российским изданиям, поскольку, как показало обсуждение проблемы в мае 2001 г. в БМР, сотрудники этой организации учитывают только часть задолженности по ценным бумагам, выпущенным российскими эмитентами.

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: оно росло, но относительно умеренными темпами (Табл.2). Таким образом, очевидно, что рост капитализации связан в основном с ростом курсовой стоимости акций.

Если рассмотреть динамику не абсолютного, а относительного количества листинговых компаний (т.е. по отношению к численности населения) за длительный исторический период (с начала по конец XX в., см. Табл.3), то картина окажется достаточно пестрой: в ряде стран относительное количество листинговых эмитентов значительно возросло (в США с 4 до 29 компаний на миллион жителей), в других сократилось (в Бельгии со 109 до 14), в третьих осталось практически неизменным (Франция - 13-16). Какой-либо четкой закономерности здесь не прослеживается.

За 20 лет (1980-1999 гг.) капитализация мировых рынков акций выросла почти в 13 раз, в то время как совокупный ВВП увеличился за тот же период примерно в 2,5 раза. В результате соотношение капитализации и ВВП в мире в целом повысилось с 23 до 118% (Табл.4). Обращает на себя внимание факт заметного роста данного показателя именно в последние двадцать лет XX в., особенно в 90-е годы. С 2000 г. началось повсеместное сокращение абсолютной и относительной величины капитализации в связи с кризисом на мировых рынках акций.

Являлась ли ситуация конца XX в. уникальной в истории развития финансовых систем? Как свидетельствуют данные Таблицы 4, в целом ряде стран Европы в начале XX в. относительный уровень капитализации был заметно выше, чем в 60-80-е годы. Лишь во второй половине 90-х был достигнут уровень 1913 г. (Франция, Германия). А в некоторых странах и в конце 90-х относительная капитализация оставалась ниже, чем в начале века.

Причем, как свидетельствуют приводимые цифры, по уровню капитализации многие континентальные страны Европы в прошлом превосходили США - страну, которую традиционно приводят как пример экономики с преобладанием роли ценных бумаг в качестве источника финансирования<sup>4</sup>.

---

<sup>4</sup> В экономической литературе 80-90-х годов широко дискутировалась проблема сравнительных преимуществ двух основных типов финансовых систем: "основанных на банках" (bank based) и основанных на фондовом рынке (market based). В качестве первых обычно рассматривались финансовые системы Германии и Японии, вторых - США и Великобритания. См. Demirguc-Kunt A., Levine R., "Bank-based and market-based financial systems: Cross-country comparisons", 1999, World Bank, mimeo; Laporta, Lopez-de-Silanes R.F., Shleifer A., Vishny R.W., "Law and finance", *Journal of Political Economy*, 1998, №106(6), p.1113-55; King R.G., Levine R. "Finance and growth: Schumpeter might be right", *Quarterly*

К тому же заключению можно прийти, проанализировав динамику показателя "эмиссия акций/валовые инвестиции в основной капитал" (Табл. 5). В первой трети XX в. роль эмиссии акций в финансировании инвестиций, оказывается, была во многих случаях даже выше, чем в конце XX в. Причем, эту особенность демонстрировали в первую очередь страны, которые после Второй мировой войны имели относительно небольшие фондовые рынки и чьи финансовые системы с точки зрения их организации относились к разряду "основанных на банках" (bank based).

Еще в работах Р.Голдсмита, Р.Маккиннона и Е.Шоу<sup>5</sup> в 60-70-е годы была продемонстрирована положительная зависимость между уровнем экономического потенциала и степенью развитости финансовой системы страны. В 90-е годы в Мировом банке было подготовлено несколько работ, в рамках которых исследовалась та же проблема применительно к формирующимся рынкам.<sup>6</sup> И здесь была установлена аналогичная зависимость.

В 90-е годы ряд авторов предпринял попытку определить, каким образом особенности структуры финансовой системы влияют на экономическое развитие: является ли модель, "основанная на банковском кредите", предпочтительней, по сравнению с моделью, "основанной на выпуске ценных бумаг".<sup>7</sup> Говоря в целом, их исследования не выявили явных преимуществ ни той, ни другой модели.

Тем не менее, практически повсеместно в странах, в которых после Второй мировой войны предприятия традиционно опирались в основном на банковский кредит при внешнем финансировании, а рынок ценных бумаг (в т.ч. акций) находился в относительно подавленном состоянии, в 90-е годы в законодательство вносятся изменения, которые должны стимулировать развитие фондовых рынков. В частности, это касается положений, направленных на защиту прав мелких акционеров (раскрытие информации, принцип "одна акция - один голос", возможность заочного голосования и т.п.). Считается, что в этом плане наиболее совершенным является законодательство США и Великобритании. Соответственно и изменения, вносимые в законодательство,

---

*Journal of Economics*, 1993, №108(3), p.717-37; Rajan R. G., Zingales L. The Great Reversals: The Politics of Financial Development in the 20<sup>th</sup> Century. OECD Economics Department Working Papers No.265 P. 2000; Kotaro Tsuru. Finance and Growth. Some theoretical considerations and a review of the empirical literature/ Economics Department Working Papers No. 228. P., 2000 (<http://www.oecd.org/eco/eco>)

<sup>5</sup> Goldsmith R. Financial structure and development. New Haven, Yale University Press. - 1969; McKinnon R. Money and capital in economic development. Washington DC: Brookings Institution. - 1973; Shaw E.S. Financial deepening in economic development, New York: Oxford University Press. - 1973.

<sup>6</sup> См., например, Levine, R. Financial Development and Economic Growth - Views and Agenda// Working paper 1678. The World Bank, Washington, DC. - 1996

<sup>7</sup> См. работы, перечисленные в сноске 4.

например, континентальных европейских стран, так или иначе приближают его к англо-саксонской модели. В 1999 г. ОЭСР приняла эталонные принципы корпоративного управления (OECD Principles of Corporate Governance)<sup>8</sup>, которые в целом основаны на англо-американской модели.

Кодекс корпоративного поведения, утвержденный Правительством РФ осенью 2001 г. и призванный как раз решить многие проблемы в деятельности акционерных обществ, в принципе основывается на указанном документе ОЭСР. В Закон об акционерных обществах 1995 г. летом 2001 г. внесены поправки, призванные укрепить права акционеров. Впрочем, в России причины неразвитости рынка акций заключаются скорее не в недостатке соответствующих правовых норм (хотя и это тоже имеет место), а в отсутствии эффективной системы исполнения законодательства (то, что в англоязычной литературе называется enforcement). Но эта проблема уже связана с общими недостатками системы правосудия в России, а также особенностями российского капитализма и ее политической системы.

В 90-е годы во всех странах резко активизировалась торговля акциями. Показатель оборота, взятый по отношению к капитализации, характеризует ликвидность национального рынка акций. В связи с тем, что принципы расчета данного показателя на разных биржах разные<sup>9</sup>, страновые показатели не всегда сопоставимы. Поэтому мы ограничимся лишь примером по США. За 1990-2000 г. оборот торговли в системе НАСДАК вырос с 452 до 19799 млрд.долл. (ликвидность рынка - со 146% до 550%), на Нью-Йоркской фондовой бирже - с 1325 до 11060 млрд.долл. (ликвидность - с 50% до 100%)<sup>10</sup>. Двумя важными факторами роста оборотов стали либерализация финансовых рынков и устранение барьеров на пути движения капиталов, а во второй половине 90-х годов - широкое распространение Интернет, что резко сократило издержки инвесторов, ускорило поступление информации и позволило торговать населению прямо из дома фактически в режиме реального времени.

Основной причиной роста рынков акций в конце XX в. являлась, безусловно, благоприятная экономическая конъюнктура. В США наблюдался самый длительный в послевоенный период экономический подъем, что отражалось на прибылях корпораций, а через них - на ценах акций. Достаточно хорошая ситуация была характерна и для большинства других развитых стран, за исключением Японии. Тем не

---

<sup>8</sup> С текстом на русском языке можно ознакомиться на сайте Института фондового рынка и управления <http://www.ismm.ru>

<sup>9</sup> См. Рубцов Б.Б. Мировые фондовые рынки: современное состояние и закономерности развития. -М.: Финансовая академия при Правительстве РФ. - 2000. - С. 117.

<sup>10</sup> В 2001 г. оборот на всех биржах снизился, на НАСДАК - почти в два раза. В 2002 г. падение продолжилось.

менее, известно, что рынок акций отличается большой подвижностью (волатильностью). Рост капитализации в фазе подъема значительно опережает рост базовых показателей. Но и падение ее также бывает значительно более стремительным.

Динамика показателя относительной капитализации по США в XX в. демонстрирует цикличность, которая увязывается с "большими циклами конъюнктуры" (Рис.1). Продолжительность цикла составляет примерно 35 лет. Пики приходятся на конец 20-х, вторую половину 60-х и конец 90-х годов. За пиками следуют периоды общего спада. Конечно, динамика показателя относительной капитализации является лишь индикатором, однако данный индикатор очень наглядно отражает объективные процессы, протекающие в экономике, а его колебания можно рассматривать как закономерность. Так в конце 90-х годов был достигнут очередной циклический максимум, за которым должно последовать очередное долговременное относительное сокращение рынка.

Возможность использования для экономического анализа динамики показателя относительной капитализации по США за длительный исторический период обусловлено тем, что по этой стране существует наиболее подробная и, главное, доступная статистика. Кроме того, в США на экономику в значительно меньшей степени, чем в других странах, оказывали влияние политические факторы (войны, социальные потрясения), которые могли бы повлиять на ход объективных экономических процессов. В отношении большинства других стран подобные условия отсутствуют. Тем не менее, и в большинстве прочих развитых стран к концу 90-х годов произошло перенакопление фиктивного капитала (если воспользоваться терминологией К.Маркса), воплощенного в акциях, если судить по таким показателям, как "цена/прибыль" и "дивидендная доходность", достигшим экстремальных значений за последние 20-30 лет.<sup>11</sup>

В 2000 г. все основные фондовые индексы - эти главные обобщающие индикаторы цен акций - практически повсеместно снизились (Табл. 6). В 2001-2002 гг. это снижение продолжилось. Внешние факторы - террористические атаки в Нью-Йорке и Вашингтоне и последовавшие за этим события, стали лишь дополнительным толчком, ускорившим этот процесс.

С марта 2000 г. по октябрь 2002 г. фондовый индекс S&P 500 упал почти на 49%, NASDAQ на 78%. Более сильное падение наблюдалось в США лишь в период Великой Депрессии 1929-33 гг. Капитализация американского рынка сократилась более чем на 7 трлн.долл., что равно примерно 2/3 годового ВВП.

---

<sup>11</sup> Рубцов Б.Б. Мировые фондовые рынки: современное состояние и закономерности развития. - С.23.

Все прочие основные развитые рынки также демонстрировали падение третий год подряд, причем зачастую еще более глубокое, чем в США. На самой низкой точке в октябре 2002 г. рынок Японии падал на 72% от максимума (1990 г.), Германии - на 68%, Франции - на 59%. Единственными среди развитых рынков акций, избежавших глубокого падения, были рынки Австралии и Новой Зеландии в силу сырьевого характера их экспорта.

Какое воздействие может оказать сокращение рынков акций в развитых странах на формирующиеся рынки и на Россию? С одной стороны, известно, что в краткосрочной перспективе существует достаточно тесная положительная корреляция между целым рядом формирующихся рынков акций, в том числе российским, и рынком США, прежде всего с системой NASDAQ. Причины этого в том, что на том же российском рынке значительная часть акций приобретается спекулятивными иностранными инвесторами. Для них акции формирующихся рынков имеют тот же уровень рисков, что и акции молодых компаний США (большая их часть имеет листинг в NASDAQ). Падение акций NASDAQ - сигнал для переоценки всех портфелей с аналогичным, с их точки зрения, уровнем риска. Отсюда и сброс акций формирующихся рынков. Однако в долгосрочной перспективе снижение цен на развитых рынках может способствовать росту интереса к акциям формирующихся рынков. Дело в том, что норма прибыли от операций с акциями США в 90-х годах была выше, чем от операций с акциями большинства других развитых и формирующихся рынков при более низкой рискованности (определяемой показателем среднеквадратического отклонения, или дисперсии). Снижение доходности на развитых рынках должно способствовать притоку капитала на формирующиеся рынки, в том числе России. Правда, для этого необходимо, чтобы на самих формирующихся рынках не происходило кризисных явлений и принимались действенные меры по защите прав акционеров. То есть данный вывод справедлив "при прочих равных условиях".

В условиях биржевого кризиса 2001-2002 гг. в развитых странах целый ряд формирующихся рынков продемонстрировал положительную динамику. Так, за 2002 г. рынок Пакистана вырос почти на 80%, России - 60% (Табл.6).

## ***1.2 Долговые инструменты***

Соотношение между совокупной курсовой стоимостью всех обращающихся акций и задолженностью по облигациям (долговым бумагам) во второй половине 90-х годов по всему миру было равно 2:3. Причем ситуация в этот период являлась в своем роде

исключительной, характеризовавшейся небывалым ростом капитализации рынка акций. В “нормальных” условиях пропорции будут иными - еще больше в пользу долговых инструментов. То же самое можно сказать и о торговых оборотах. Для сравнения: в 1998-1999 гг. оборот торговли акциями в США составлял примерно 40-50 млрд. долл. в день, в то время как оборот торговли только государственными долговыми обязательствами – 180-200 млрд. долл. Иными словами, по своим масштабам рынок долговых инструментов (главным образом облигаций) заметно превосходит рынок акций.

В 90-е годы темпы роста задолженности по ценным бумагам, хотя и уступали темпам роста капитализации акций, были также более высокими, чем темпы роста ВВП (Табл.7). За 1990-2001 гг. размеры общей мировой задолженности по ценным бумагам относительно ВВП выросли с 73% до 123%. Рост происходил за счет заметного повышения эмиссионной активности не только государства<sup>12</sup>, но и частного сектора. Размеры всей частной задолженности относительно мирового ВВП выросли за тот же период с 34 до 57%. Снижение данных показателей в 2000 г. было связано в первую очередь с оздоровлением государственных финансов в США, Великобритании, Италии, Франции и Германии. Наступление экономического спада в развитых странах заставило правительства увеличить государственные расходы с одновременным сокращением налоговой нагрузки (США), что привело к новому росту государственных заимствований в форме выпуска облигаций.

Наиболее быстрыми темпами росла задолженность по бумагам, размещаемым на международном рынке капитала. Несмотря на то, что в связи с либерализацией финансовых рынков все большая часть бумаг внутреннего долга, т.е. изначально ориентированных на внутренний рынок, приобретает иностранными инвесторами, что означает на деле стирание различий между ними и международными ценными бумагами, существующая статистика и практика эмиссии выделяет две категории долговых бумаг (domestic bonds и international bonds). В конце 90-х годов доля бумаг внутреннего долга составляла примерно 88%, международных бумаг - 12%. В начале нового столетия удельный вес последних вырос почти до 20%.

Международные бумаги - те, которые размещаются на зарубежном для данного эмитента рынке. Большая часть подобных бумаг подпадает под определение

---

<sup>12</sup> В большинстве развитых стран рост задолженности остановился во второй половине 90-х годов. Исключение составила лишь Япония, экономика которой все десятилетие не могла преодолеть последствий кризиса 1990 г.. Сохраняющиеся проблемы реструктуризации и оздоровления финансового сектора потребовали, например, государственной поддержки на сотни миллиардов долларов. Эти средства были получены за счет выпуска государственных облигаций.

"международные облигации" - international bonds.<sup>13</sup> К ним относятся еврооблигации (eurobonds) и "зарубежные облигации" (foreign bonds).<sup>14</sup> Основной массив (более 90% по стоимости) международных облигаций представлен еврооблигациями.

Как и в случае с рынком акций, подавляющая часть всей задолженности по ценным бумагам (примерно 97% в 1990 и 93% в 2001 г.) приходится на развитые страны. 95% задолженности приходится на облигации (долгосрочные, среднесрочные и краткосрочные), небольшая часть - на депозитные сертификаты и коммерческие бумаги (инструменты денежного рынка), доля которых, однако, не превышает в целом 5% (лишь в США она выше - 9%).

В конце 90-х годов 41-44% всей мировой задолженности по ценным бумагам приходилось на частных эмитентов и, соответственно, 56-59% - на государственных. Однако за этими цифрами скрываются заметные различия для отдельных государств. Если для развитых рынков эта пропорция примерно одинакова для всех, то для формирующихся рынков она весьма различна. В некоторых странах главным эмитентом выступает частный сектор (Аргентина, Корея), в других доля государства превышает 80-90% (Турция, Индия, Венгрия). В России большая часть задолженности по облигациям приходится на государственный сектор (а до 1999 г. практически полностью). (Правда, здесь не учитывается задолженность по векселям, которые в российских условиях нередко выполняют роль облигаций). Тем не менее, рынок корпоративных облигаций в России развивается с 2000 г. быстрыми темпами. По мнению Я.М.Миркина, в силу ряда фундаментальных факторов и, прежде всего, структуры акционерной собственности, в России складывается модель, основанная на долговом, а не на долевым финансировании (как, впрочем, на большинстве формирующихся рынков). Поэтому при объективной потребности в привлечении внешних источников финансирования именно данный сегмент финансового рынка в России имеет наибольшие перспективы роста<sup>15</sup>.

Постараемся дать более детальную характеристику составу эмитентов долговых бумаг. Он заметно различается по странам (см. Табл. 8).

---

<sup>13</sup> В английском языке облигация может определяться двумя терминами: bond и note (а в британском английском - stock).

<sup>14</sup> Зарубежные облигации размещаются на конкретном иностранном рынке в валюте данной страны по ее законодательству и при помощи андеррайтеров из этой страны (облигации янки, самурай, бульдог и т.п.). Еврооблигации размещаются с помощью международного синдиката андеррайтеров на нескольких рынках и сконструированы таким образом, что на них не распространяется национальное законодательство, т.е. они обращаются на своеобразном "наднациональном" или "экстерриториальном" рынке.

<sup>15</sup> Миркин Я.М.. Рынок ценных бумаг России: воздействие фундаментальных факторов, прогноз и политика развития. - М.: Альпина Паблишер. - 2002. - С.211-231.



Картина, как мы видим, достаточно пестрая. В большинстве случаев ведущим эмитентом облигаций выступает государство. Под государственными бумагами (public sector securities) обычно понимаются бумаги, выпускаемые правительством и правительственными учреждениями и органами власти более низкого уровня (субъектами федерации, муниципалитетами и пр.).

Огромные масштабы эмиссии правительствами развитых стран связаны с хроническим дефицитом бюджета. Величина государственного долга относительно ВВП в развитых странах колеблется от 50 до 136% ВВП.

Правительственные ценные бумаги могут быть представлены ценными бумагами министерства финансов и правительственных учреждений. Доля последних заметно различается по странам. Наиболее крупный рынок ценных бумаг правительственных учреждений - в США. Речь идет прежде всего об организациях, связанных с ипотечным финансированием (GNMA, FNMA, FHLB, FHLMC). Некоторые из них, в частности, крупнейшая - FNMA, являются частными корпорациями с правительственными гарантиями. В 2001 г. задолженность по их ценным бумагам составляла почти 5 трлн.долл., что сопоставимо с задолженностью по ценным бумагам Японии<sup>16</sup>.

Нецентральные органы власти непосредственно выступают крупными эмитентами в США, Канаде и Австралии. Общий объем задолженности нецентральных органов власти США в конце 2001 г. превышал 1,7 трлн.долл.<sup>17</sup>, то есть был равен более 10% от общей задолженности по долговым инструментам американских эмитентов.

В ФРГ федеральные земли, традиционно пользующиеся большими правами, если исходить из данных об эмиссии ценных бумаг, не являются серьезными заемщиками. Однако это не так. Просто финансовые потребности правительств земель удовлетворяются за счет кредитов банков. А банки, в свою очередь, выступают основной группой эмитентов облигаций в ФРГ.

Доля нефинансовых компаний среди эмитентов облигаций также заметно различается: наиболее высокая - в США, Японии, Англии, Франции, низкая - в ФРГ, Италии. В ФРГ потребности в долгосрочном капитале нефинансовых компаний удовлетворяются за счет банковского кредита, источником которого в значительной мере являются ресурсы, привлеченные за счет выпуска облигаций банками.

Более существенно различается структура эмитентов в странах с “формирующимися” рынками. Как видно из таблицы 8, в этой группе есть страны, у

---

<sup>16</sup> Financial Flow Accounts, 1995-2001. - Board of Governors of Federal Reserve. - Washington. - 2002. - March 7. - P.80 ([www.federalreserve.gov](http://www.federalreserve.gov)).

<sup>17</sup> Ibid. - P.81.

которых практически все внутренние (domestic) ценные бумаги приходится на государство (Польша, Турция), и одновременно есть ряд стран, где в качестве эмитентов преобладают частные институты (это характерно для азиатских “новых индустриальных стран”).

В России первые внутренние эмиссии облигаций частными компаниями стали осуществляться реально лишь с 1999 г. Тем не менее, этот сегмент фондового рынка развивается весьма динамично, причем это первый пример, когда российские предприятия действительно используют фондовый рынок для привлечения капитала. Ведь почти все эмиссии акций, осуществлявшиеся российскими акционерными обществами после приватизации, носили чисто технический характер и были связаны с переоценкой основных фондов.

### *1.2.1 Векселя и коммерческие бумаги*

Одной из особенностей недавней российской истории развития финансового рынка являлся бурный рост вексельного обращения. После августовского кризиса 1998 г. вексельный рынок сохранил свои объемы и обороты. По экспертным оценкам<sup>18</sup>, объем вексельной задолженности в конце 2001 г. составлял (в долларовом эквиваленте) примерно 15 млрд.долл. (эта задолженность не вошла в приводимые нами таблицы). А насколько велики вексельные рынки в других странах?

Вексель традиционно является инструментом коммерческого кредита. Причем в качестве инструмента коммерческого кредита повсеместно используется почти исключительно переводный вексель (bill of exchange, lettre de change, wechsel).

Значение векселя как инструмента финансирования на развитых рынках в современных условиях в целом ничтожно мало. Вексель - инструмент ранних стадий развития капитализма, в основном XIX в.<sup>19</sup> Объемы вексельных рынков там, где они еще сохранились, крайне невелики и в большинстве случаев сокращаются.

В монографии английского исследователя Д.Уилсона<sup>20</sup>, специалиста по сравнительному анализу финансовых систем различных стран, приводятся сведения о денежных рынках дюжины стран, включая семь крупнейших - США, Японии, Великобритании, ФРГ, Франции, Италии, Канады, а также Австралии, ЮАР, Индии, Сингапура. Из крупных стран заметная роль рынка переводных векселей (в форме

---

<sup>18</sup> Миркин Я.М.. Рынок ценных бумаг России: воздействие фундаментальных факторов, прогноз и политика развития. С.41.

<sup>19</sup> Чрезвычайно активно вексель использовался в XIX в. См., например, Маркс К. Капитал, т. 3 .

<sup>20</sup> Wilson J.S.G. Money Markets. The International Perspective. - L. - 1993.

банковских акцептов) сохраняется лишь в Великобритании и, но уже в меньшей степени, в странах Содружества (Канада, Австралия, Индия). В США рынок переводных векселей (в форме банковских акцептов) в последние десятилетия из года в год сокращается (табл.9). В остальных странах он либо полностью прекратил существование (Италия), либо, по свидетельству автора, играет ничтожную роль.

Банковский акцепт - это переводный вексель, или тратта (bill of exchange, draft), выписанный на банк и акцептованный им. После того как банк акцептовал тратту, она может быть продана на рынке. Основная сфера применения банковских акцептов - внешняя торговля.

Акцептное финансирование может осуществляться при поставке товаров внутри США, однако его значение в этой области невелико (10% от общей задолженности по банковским акцептам в начале 90-х) и постоянно падает. Общий объем банковских акцептов (по задолженности) составлял в 1984-1991 гг. от 50 до 80 млрд.долл., а к 2001 г. снизился до 5 млрд.долл.

Акцептованные банками векселя могут быть переучтены федеральными резервными банками по учетной ставке ФРС. Для этого они должны обладать рядом свойств, отраженных в Федеральном резервном акте 1913 г. и других нормативных документах. Отвечающие всем требованиям векселя называются подлежащими учету eligible for discount. Основное требование - акцепты должны быть обеспечены реальной поставкой товара. Обычно Федеральный резервный банк не переучитывал векселя, срок погашения которых превышал 90 дней.

В первые годы после появления акцептов (1910-1920-е) банки ФРС активно поддерживали зародившийся рынок. За 1916-1931 гг. они держали в своем портфеле в среднем 1/3 всех акцептов, а порой эта цифра доходила до 50%.

При поддержке ФРС рынок банковских акцептов показал очень высокие темпы роста. В период 1925-1931 гг. с помощью акцептного кредитования финансировалась треть всей внешней торговли США, а в 1931 г. (пик) половина.

Поддержка ФРС резко сократилась в 1932 г., а в 1934-1946 гг. ее вообще не было. Соответственно произошло драматическое сокращение рынка банковских акцептов. В 1943 г. на них приходилось всего 3% финансирования внешней торговли.<sup>21</sup>

Рынок вновь начал расти после Второй мировой войны. ФРС снова вышла на рынок в 1955 г., когда Комитет по операциям на открытом рынке ФРС уполномочил ФРБ Нью-Йорка заключать соглашения репо с акцептами в целях проведения денежно-кредитной политики. ФРС начала поддерживать рынок, но уже не в таких масштабах, как

---

<sup>21</sup> Instruments of the Money Market. Federal Reserve Bank of Richmond. Richmond. - 1993. - P.132-134.

в 20-е годы. Однако постепенно эта деятельность стала сворачиваться. В 1977 г. ФРС прекратила покупку и продажу акцептов, а в 1984 г. прекратила и операции репо с ними.

Начиная с середины 80-х годов объем этого рынка постоянно сокращается, что связано с переходом к финансированию с помощью выпуска коммерческих бумаг, еврокоммерческих бумаг и банковских займов. За период 1983 -1991 гг. доля внешней торговли США, профинансированная с помощью банковских акцептов, сократилась с 25% до 10% (сейчас она, соответственно, еще меньше).

В Великобритании переводные векселя учитываются дисконтными домами и могут переучитываться Банком Англии. В послевоенные годы значение переводных векселей постоянно падало и были годы, когда их доля в активах дисконтных домов составляла всего 4%. В 70-80-е годы их значение снова возросло и доля в активах дисконтных домов доходила до 40%.

### *Коммерческие бумаги*

Одновременно с уменьшением рынка переводных векселей растет рынок коммерческих бумаг (commercial paper) (КБ) - инструментов, напоминающих простые финансовые векселя или краткосрочные облигации.

Самый крупный рынок КБ - американский. Он имеет давнюю историю. В начале XIX в. отдельные американские компании начали продавать свои векселя на открытом рынке вместо получения банковских ссуд.

На протяжении первых ста лет эмитентами в основном выступали нефинансовые предприятия: текстильные компании, железные дороги, предприятия пищевой промышленности. Большая часть бумаг размещалась за небольшое вознаграждение через дилеров. Основными покупателями выступали банки.

В 1922 г. в США насчитывалось примерно 2200 эмитентов КБ. В 20-е годы наблюдалось постоянное свертывание рынка, а Великая депрессия сопровождалась его фактическим закрытием. Тем не менее, в 30-е годы рынок КБ приобрел черту, которую он сохранил в дальнейшем: он стал элементом рынка потребительского кредита.

Быстрое развитие рынка КБ возобновилось в 50-е годы в связи с растущими потребностями финансовых компаний по финансированию покупок в кредит товаров длительного пользования. В 60-е годы дополнительным стимулирующим фактором стала политика правительства США по сдерживанию банковского кредита.

Но его особенно быстрый рост приходится на 80-е годы и связан с быстрым развитием взаимных фондов денежного рынка (money market mutual funds) и

интенсификацией процесса секьюритизации и устранения банковских посредников (disintermediation).

Еще в начале 80-х годов рынок КБ существовал практически только в США, Канаде и Австралии. В следующее десятилетие рынки КБ появились во многих странах. В конце 1986 г. доля США составляла 90%, к 1992 г. она снизилась до 60% (к 1995 г. вновь повысилась до 75%). В Европе рынок КБ стал развиваться с 80-х годов. В конце 2000 г. объем задолженности по КБ в мире составлял 2200 млрд.долл. (из них 1900 млрд. - внутренние (domestic) КБ, Табл. 10).<sup>22</sup>

Расширение рынка КБ в большинстве стран связано с тем, что их выпуск помогал обойти различные законодательные ограничения на выпуск классических бумаг. В США, например, корпорации, выпуская КБ, обходят требования по раскрытию информации, которые они обязаны соблюдать, эмитируя акции и облигации. Кроме того, к его приемам можно отнести понижение рейтинга коммерческих банков в 80-е годы, в сравнении с рейтингом крупнейших небанковских компаний, что позволяло последним получать более дешевые заемные ресурсы путем выпуска КБ, нежели прибегая к банковским займам.

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

Появление французского и шведского рынков в середине 80-х годов тесно связано с процессом дерегулирования финансовой системы в этих странах. В Испании, где рынок поначалу развивался вне системы государственного регулирования, огромные объемы эмиссии пришлось на 1989 и 1990 гг., что явилось реакцией на введение ограничений на банковские кредиты. В Германии КБ некоторое время являлись единственным инструментом денежного рынка, помимо межбанковских кредитов, и пережили период бурного роста с момента зарождения в 1991 г., однако ко второй половине 90-х гг. их рынок сжался.

В Австралии рост начался после 1983 г., когда был отменен гербовый сбор (stamp duty) на простые векселя и другие обращающиеся инструменты денежного рынка.

Рынок евроКБ начал развиваться фактически лишь в середине 80-х годов, но к началу 90-х его объем достигал примерно 10% совокупного объема национальных рынков КБ. Примерно та же пропорция сохранилась и во второй половине 90-х годов (объем рынка евроКБ по задолженности составлял 150-250 млрд. долл.).

---

<sup>22</sup> BIS Quarterly Review. Statistical Annex. - March, 2001. - P.70.

Вексельные программы российских предприятий, в первую очередь банков, по сути своей напоминают программы выпуска КБ. Вероятно, в дальнейшем произойдет трансформация российского вексельного рынка в рынок КБ.<sup>23</sup>

### ***1.3 Деривативы (производные финансовые инструменты)***

Рынок деривативов (производных ценных бумаг или производных финансовых инструментов) - наиболее динамичный сегмент финансового рынка. К числу производных ценных бумаг относят опционы и фьючерсы на товары, ценные бумаги, валюту, процентные ставки и фондовые индексы, свопы на процентные ставки и валюту, форвардные контракты, а также различные их комбинации, иногда называемые структурированными продуктами (structured products). Деривативы известны еще с XVII в. Твердые и условные сделки (сделки с премией или опционы) с товарами и ценными бумагами практиковались на Амстердамской бирже еще в первые десятилетия ее существования. Фьючерсные контракты на поставку риса были известны еще в средневековой Японии. С середины XIX в. фьючерсные контракты на сельскохозяйственные товары становятся важнейшим инструментом в торговле зерном на североамериканском рынке. Фьючерсы и опционы - основные инструменты торговли на всех современных товарных биржах (фьючерсы и опционы на нефть и нефтепродукты, цветные металлы, кофе, какао и пр.).

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

В 70-е годы рост происходил в основном за счет биржевого рынка, причем только США. В 80-е и особенно в 90-е годы наибольший прирост приходился на внебиржевой рынок.

По статистике Банка международных расчетов, в 1998 - 2000 гг. номинальная стоимость базисных активов обращающихся биржевых деривативов составила 13-14 трлн.долл.- в 19 раз больше, чем в 1987 г. Номинальная стоимость базисных активов внебиржевых контрактов за тот же период равнялась 80-94 трлн. долл. – примерно в 60-70 раз выше 1987 г. (Табл.11). Для сравнения: мировой объем ВВП составлял примерно 30-31 трлн. долл. В 2001-2002 гг. произошло заметное расширение торговли

---

<sup>23</sup> В настоящий момент (начало 2003 г.) в нормативных документах РФ понятие "коммерческие бумаги" отсутствует.

на деривативных биржах, очевидно, в связи с ростом нестабильности, связанной с экономическим спадом в экономике развитых стран.

Оборот торговли фьючерсами и опционами на биржах (без учета фьючерсов и опционов на товары и акции) в начале 90-х годов составлял 100-200 трлн.долл., (Табл. 12), к концу десятилетия вырос до 350-390 трлн.долл. При всей условности данного показателя, следует подчеркнуть, что это в несколько раз превышает оборот торговли базовыми активами.

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

Примерно третья часть совокупного биржевого и внебиржевого рынка деривативов приходится на контракты типа “своп”, из них на процентные свопы - более 90% (табл. 11).

Свыше половины как оборота, так и номинальной стоимости базовых активов биржевых деривативов в конце 90-х - начале 2000-х годов приходилось на США, что, впрочем, примерно соответствовало доле США на рынке акций и облигаций. В 90-е годы прочие рынки росли опережающими темпами, по сравнению с США, что связано просто с более поздним их открытием. Однако в настоящее время они уже достигли достаточно высокого уровня развития и, очевидно, пропорции конца 90-х в ближайшие годы сохранятся.

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

Рынки производных финансовых инструментов позволяют каждому контрагенту, независимо от другой стороны в сделке, перегруппировать или устранить риски. Например, чтобы устранить валютный риск по сделке, например, иена-доллар, банк может заключить соглашение типа своп, которое позволяет обменять платежи в иенах на доллары по заранее фиксированному курсу. Для устранения процентного риска банк может заключить процентный своп, по которому платежи по плавающей ставке (например, ЛИБОР) заменяются платежами по фиксированной процентной ставке. А для устранения кредитного риска банк может заключить контракт на рынке кредитных деривативов, который переносит риск дефолта на контрагента в сделке.

В действительности одновременное осуществление всех трех операций могло бы превратить иеновую ссуду с плавающей процентной ставкой в безрисковую ссуду в

долларах и с фиксированной процентной ставкой. Перенос риска наиболее явно проявляется в операциях типа своп, но эту же роль играют и другие деривативы (фьючерсы, форварды, опционы) и даже первичные ценные бумаги с элементами производных (конвертируемые облигации, варранты).

Объем рисков в экономике, конечно, не уменьшается, происходит именно их перенос или перераспределение от хеджеров к спекулянтам (профессиональным участникам рынка). При этом компенсацией спекулянтов выступает более высокая норма доходности на этом рынке, обеспечиваемая наличием большого кредитного рычага (левериджа), недоступного при игре на рынках непосредственно базовых активов.

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

Среди новых продуктов, предназначенных для дробления рисков, наиболее быстро развивающимися являются кредитные деривативы (credit derivatives). Мировой объем рынка кредитных деривативов оценивался в середине 1998 г. в 150-200 млрд. долл. и более 1000 млрд.долл. в конце 2001 г.<sup>24</sup>

Рынок кредитных деривативов представлен в основном 4 видами продуктов: дефолтными свопами (credit default swaps), свопами на совокупный доход (total rate of return (TROR) swaps), связанными кредитными нотами (credit-linked notes), опционами на кредитный спред (credit spread options). Все кредитные деривативы за определенную плату переносят кредитный риск с одного контрагента в сделке на другого. Из 4 основных видов кредитных деривативов свопы на совокупный доход и опционы на кредитный спред наиболее часто используются на рынке долга развивающихся стран и стран с переходной экономикой (примерно 1/2 всего рынка кредитных деривативов).

---

<sup>24</sup> International Capital Markets: Developments, Prospects and Key Policy Issues. IMF, Washington D.C. - August 2001. - P. 23.



Дефолтные свопы и связанные кредитные ноты чаще всего используются при торговле банковскими займами. Именно этот сегмент рынка растет наиболее высокими темпами.<sup>25</sup>

## **2. Глобализация фондовых рынков**

Одной из закономерностей экономического развития является интернационализация хозяйственной жизни - все бóльшая вовлеченность национальных экономических субъектов в хозяйственные отношения с зарубежными партнерами. Интернационализация приводит к созданию всемирного хозяйства, а в финансовой сфере - глобального или мирового финансового рынка.

По степени открытости национальных экономик и уровню их интернационализации ситуация конца 90-х годов близка той, которая сложилась перед Первой мировой войной. Тот период характеризовался практически полной свободой перемещения товаров, капиталов и отчасти рабочей силы.

Перед Первой мировой войной показатель уровня экспорта капитала, измеряемый величиной сальдо текущего платежного баланса по отношению к национальному доходу, составлял в ведущих странах 4-5%. Величина зарубежных активов (капиталовложений) по отношению к ВВП увеличилась с 7% в 1870 г. до 20% в 1914 г. В связи с интеграцией рынков капитала различия в уровнях процентных ставок в разных странах стали минимальны.<sup>26</sup>

Мировая война потрясла до основания мировое хозяйство. После некоторой стабилизации в 20-х годах, в 1929 г. разразился мировой экономический кризис, характеризовавшийся практически повсеместным переходом стран к автаркии и ростом протекционизма - возведением барьеров на пути движения товаров, услуг и капитала. В 20 – 30-е годы международные потоки капитала сократились и к концу 30-х достигали лишь 2% национального дохода. Зарубежные активы сократились до уровня 8% ВВП в 1930 г. и 5% в 1945 г. Дисперсия процентных ставок выросла примерно в два раза.

После Второй мировой войны предпринимается успешная попытка восстановить международные хозяйственные связи, устранить барьеры на пути движения товаров. Тем не менее, валютные курсы остаются фиксированными, как и предусматривалось Бреттонвудскими соглашениями, остаются в силе и ограничения на перемещение

---

<sup>25</sup> Подробнее о кредитных деривативах см. Кавкин А.В. Кредитные деривативы. - М.: Экзамен. - 2001; Scott-Quinn B., Walmsley J. The Impact of Credit Derivatives on Securities Markets. ISMA Center, University of Reading, UK. - 1998 (на сайте <http://www.isma.rdg.ac.uk/>).

<sup>26</sup> Obstfeld M. The Global Capital Market: Benefactor or Menace? //NBER Working Paper 6559. Cambridge, Mas. - 1998. - May. - P.4-5.

капитала. За 1945-1960 гг. уровень экспорта капитала относительно национального дохода снизился до 1%, несмотря на рост своего абсолютного объема.

В 70-е годы начинается современный период развития международных валютно-финансовых отношений - эпоха плавающих валютных курсов. Введение плавающих курсов способствовало интеграции рынков капитала, поскольку сопровождалось практически полной отменой контроля за его перемещением. Именно в этот период наблюдался небывалый рост интенсивности финансовых потоков, прерываемый отдельными событиями типа долгового кризиса начала 80-х или кризиса на формирующихся рынках 1997-98 гг.

Стабилизация и реинтеграция мировых рынков капитала привела к тому, что дисперсия процентных ставок в разных странах в 90-е годы стала сопоставимой с периодом до Первой мировой войны.<sup>27</sup>

Наибольшей интенсивности финансовые потоки достигли в 90-е годы. В это десятилетие темпы роста заимствований на международных рынках капитала составляли от 20 до 50% в год, в то время как темпы роста ВВП и экспорта в текущих ценах равнялись примерно 5-8%.

В 1995 г. мировой экспорт товаров и услуг составлял за день 18 млрд. долл., в то время как ежедневный оборот валютного рынка равнялся 1200 млрд.долл. Таким образом, оборот валютного рынка в 67 раз превосходил ежедневный экспорт товаров и услуг - трехкратный рост, по сравнению с 1985 г. А в 1998 г. ежедневный оборот валютного рынка достигал уже 1,5 трлн. долл.<sup>28</sup>

По данным международных депозитарно-клиринговых организаций Euroclear и Cedel (Clearstream), общий оборот торговли долговыми и долевыми ценными бумагами, прошедший через эти организации (а это практически вся международная торговля ценными бумагами, по крайней мере ценными бумагами развитых стран) в 1995 г. составил 35 трлн.долл., а в 2002 г. примерно 150 трлн. долл. (в т.ч. Euroclear 60%).

---

<sup>27</sup> Basu S., Taylor A. Business Cycles in International Historical Perspective//NBER Working Paper 7090. Cambridge, Mas. - 1999. - April. - P.2-3. Любопытно, что при этом кое в чем даже в конце 90-х не достигнут уровень интернационализации начала века. Так, доля внешней торговли в экономике Японии тогда была выше, чем сейчас. Прямые зарубежные инвестиции в промышленно-развитых странах составляют 5-6% от объема внутренних инвестиций, в то время как в начале века у Великобритании прямые иностранные инвестиции были равны внутренним (BIS 68<sup>th</sup> Annual Report. Basle. - 1998. - P.31). А средний уровень сальдо текущего платежного баланса еще не достиг уровня, наблюдаемого в период перед Первой мировой войной.

<sup>28</sup> Central Bank Survey of Foreign Exchange and Derivatives Market Activity 1998. BIS. - 1999. -P.2 (<http://www.bis.org>). . В 1999 г. в связи с введением евро оборот валютного рынка заметно сократился.

Общее количество сделок, обработанных этими организациями в 2001-2002 гг., составляло примерно 280 млн. в год.

Наиболее красноречиво о росте интернационализации фондовых рынков говорят данные о объемах международных операций с акциями и облигациями относительно ВВП той или иной страны. Если еще в 1975 г. этот показатель составлял от 1 до 5%, то к концу 90-х гг. он вырос до 100-700% (в США - с 4 до 230%, Германии - с 5 до 330%, Франции - с 5 до 400%, Италии - с 1 до 670%)<sup>29</sup>. Учитывая тот факт, что в последующем оборот на международном рынке продолжал расти, можно утверждать, что в новом столетии эти значения еще выше.

Говоря о глобализации финансовых рынков, в первую очередь имеют в виду свободу перемещения капиталов. В современных условиях большая их часть связана именно с фондовым рынком.

Международная статистика, в частности, статистика Международного валютного фонда выделяет три группы инвестиций, включаемых в баланс движения капитала: прямые инвестиции, портфельные инвестиции и прочие.

Согласно рекомендациям ОЭСР и МВФ, предприятие прямого иностранного инвестирования определяется как компания, в которой иностранный инвестор владеет 10% и более голосующих акций или капитала. Прямой инвестор в состоянии оказывать влияние или участвовать в управлении предприятием.<sup>30</sup> Приобретение контрольного пакета акций зарубежного предприятия будет входить в категорию прямых инвестиций, просто акций, не дающих возможности оказывать влияние или участвовать в управлении - портфельных. **Прямые инвестиции, соответственно, связаны с фондовым рынком лишь в части приобретения контрольных пакетов акций зарубежных предприятий.**

Портфельные инвестиции включают приобретение долевых ценных бумаг (не приводящее к установлению контроля над предприятием), долговых ценных бумаг - облигаций, инструментов денежного рынка и деривативов.<sup>31</sup> Иными словами, **портфельные инвестиции полностью связаны с фондовым рынком.**

Прочие инвестиции - это торговые кредиты, банковские ссуды, лизинг, приобретение валюты и размещение средств на депозитах.

---

<sup>29</sup> Bank for International Settlements - 68<sup>th</sup> Annual Report. - Basle. - 1998. - P.100; Bank for International Settlements - 69<sup>th</sup> Annual Report. - Basle. - 1999. - P.118.

<sup>30</sup> Benchmark Definition of Foreign Direct Investment, Third Edition. - Paris: OECD. - 1996. - P. 8.

<sup>31</sup> Следует, правда, иметь в виду некоторую условность этого деления. Существующая статистика не всегда позволяет проводить строгое деление между различными видами движения капитала. Так, в прямые и портфельные инвестиции попадают некоторые виды кредитов. Иностранные инвестиции, учитываемые в одних странах как прямые, в других рассматриваются как портфельные и т.п.

За 1970 - 2000 гг. годовой объем прямых инвестиций из семерки ведущих промышленно-развитых стран вырос примерно в 50 раз, портфельных - в 150<sup>32</sup> (Табл.13). Начиная с 80-х годов вывоз капитала в форме портфельных инвестиций стал превосходить прямые инвестиции, хотя с конца 90-х соотношение между прямыми и портфельными инвестициями начало снова меняться в пользу первых.

Несмотря на очень заметный рост прямых зарубежных инвестиций, он был достаточно неравномерным. Если в 80-е годы темпы роста ПЗИ значительно опережали темпы роста внешней торговли, то в 1990-1996 гг. их реальные темпы роста (с учетом роста цен) составляли всего 1%. Лишь в 1997 г. наблюдался резкой прирост, связанный с волной слияний и поглощений. Слияния и поглощения обеспечили большую часть прямых инвестиций и в 1998, и в 1999, и в 2000 гг.

**Основная часть прямых инвестиций во второй половине 90-х годов связана с операциями по слияниям и поглощениям. На них в 1996-1999 гг. пришлось от 70 до 90% всех ПЗИ в группе ОЭСР.** В 1997 г. объем межстрановых сделок, связанных со слияниями и поглощениями, достиг 341 млрд. долл. В 1998-1999 гг. произошел настоящий взрыв межстрановых слияний и поглощений, в значительной мере пришедшийся на зону ЕС. По данным аудиторской компании KPMG, их объем составил, соответственно, 541 и 798 млрд. долл., причем на долю ЕС пришлось более 70%.<sup>33</sup> За 10 лет, с 1990 по 1999 г. объем сделок по слияниям и поглощениям вырос в 5 раз (со 159 до 798 млрд.долл.).

Инвестиции по приобретению американских компаний выросли с 54 млрд.долл. в 1990 г. до 293 млрд.долл. в 1999 или на 443% (226 млрд. в 2000г.). Американские инвестиции по приобретению иностранных фирм за тот же период выросли с 22 до 154 млрд., или на 600% (136 млрд.долл. в 2000 г.). В 2001-2002 гг. объемы подобных сделок в США заметно сократились.

Аналогичные инвестиции в страны Западной Европы выросли за десятилетие с 64 до 359 млрд. долл., из Западной Европы – с 97 до 582 млрд.долл. (главным образом за счет внутрирегиональных сделок).

Приток инвестиций, связанных с приобретением местных фирм в регионе Латинской Америки вырос с 8 до 39 млрд.долл., азиатско-тихоокеанском регионе – с 16 до 56 млрд.долл., в Центральной и Восточной Европе – с 6 до 13 млрд.долл. В условиях экономического спада в развитых странах Запада в 2001-2002 гг. приток прямых

<sup>32</sup> В 2001-2002 гг. общий объем прямых инвестиций из развитых стран в связи со спадом заметно сократился

<sup>33</sup> Цит. по Коммерсантъ, №27, 18.02.2000. Более подробно о статистике слияний и поглощений см. сайт международной аудиторской фирмы KPMG <http://www.kpmg.com>

инвестиций в целом на формирующиеся рынки вырос в отличие от портфельных и прочих, которые резко снизились.

10 крупнейших сделок последнего десятилетия пришлись на 1998-2000 гг., например (долл.), Vodafone → Airtouch (\$69,30 млрд.) BP → Amoco (\$61,00 млрд.), BP Amoco → Atlantic Richfield (\$25 млрд.), Unilever → Bestfoods (\$20 млрд.), Credit Suisse Group → Donaldson, Lufkin & Jenrette (\$12,4 млрд.), Vivendi → Seagram (\$24 млрд.) и, наконец, Vodafone → Mannesman (\$172 млрд., 2000 г. - данные KPMG)

Ведущими отраслями за 1990-1999 гг. стали связь (304 млрд.долл.), газо и нефтедобыча (254 млрд.долл.), химическая индустрия (263 млрд.долл.) и финансово-банковский сектор (226 млрд.долл.).<sup>34</sup>

Иными словами, прямые инвестиции во второй половине 90-х годов были связаны преимущественно с рынком ценных бумаг.

**Портфельные инвестиции**, как отмечалось выше, в 90-е годы росли опережающими темпами, и в целом их совокупный объем превышал объем прямых инвестиций. Большая часть портфельных инвестиций связана с приобретением долговых ценных бумаг.

Крайне негативно на динамике портфельных инвестиций сказался “азиатский кризис” 1997-98 гг., в результате которого их объем в 1998 г. сократился, по сравнению с предшествующим годом, в 1,6 раза. В значительной мере сокращение связано с уводом средств с “формирующихся рынков”.

Портфельные инвестиции, наряду с займами, представляют наиболее подвижную часть мировых финансовых потоков. А, учитывая масштабы подобных инвестиций, очевидно, что их свободный, неконтролируемый перелив способен серьезно дестабилизировать финансовую систему практически любого “формирующегося рынка”.

Все чаще фирмы прибегают к иностранным рынкам для размещения своих ценных бумаг. За 1990-2000 гг. зарубежные эмиссии акций фирм промышленно-развитых стран выросли в 34 раза: с 7,4 млрд. долл. до 253 млрд. долл. (по всем странам 314 млрд.долл.).<sup>35</sup> В 2001- 2002 гг. в связи со спадом в мировой экономике объем размещенных за рубежом акций сократился вдвое, по сравнению с рекордным 2000 г.<sup>36</sup>

---

<sup>34</sup> <http://www.kpmg.com>

<sup>35</sup> Подсчитано по: International Capital Markets: Developments, Prospects and Key Policy Issues. IMF, Washington D.C. - 1998. - September. - P.188; BIS Quarterly Review. 2001. - March. -P A80.

<sup>36</sup> BIS Quarterly Review. 2002. - Dec. - P. A96

За тот же период (1990-2000) задолженность по международным долговым ценным бумагам (бумагам, специально размещаемым на зарубежных рынках) выросла примерно в 3,9 раза; с 1,6 до 6,3 трлн. долл. (см. Табл. 15). Наступление спада в экономике развитых стран не повлияло на объем привлеченных за счет выпуска международных облигаций ресурсов.

Как отмечалось выше (раздел 1.2), примерно 2/3 общей мировой задолженности по ценным бумагам приходится на государство. За 1983-1997 гг. доля нерезидентов на рынке государственного долга промышленно-развитых стран повысилась в среднем более чем вдвое и достигает в большинстве стран 20-40%. Учитывая, что в развитых странах на долю внутренних (domestic) ценных бумаг, выпущенных государством, приходится 96% всей задолженности по государственным ценным бумагам, очевидно, что размывается грань между внутренними (domestic) и международными (international) ценными бумагами, как и грань между внутренним и внешним долгом.

Еще бóльшая доля задолженности по государственным ценным бумагам приходится на зарубежных инвесторов в развивающихся странах и странах с переходной экономикой, что, впрочем, естественно, учитывая что эти государства являются импортерами капитала. Так, в 1998 г. от четверти до трети задолженности по внутренним рублевым долговым обязательствам Российской Федерации (ГКО-ОФЗ) приходилось на нерезидентов. При этом ценные бумаги в иностранной валюте (ОВГВЗ, ОГВЗ и еврооблигации), составлявшие тогда более 20% всей государственной задолженности по ценным бумагам (без учета переоформленной в специальные бумаги Внешэкономбанка (PRIN, IAN) задолженности бывшего СССР частным банкам), преимущественно принадлежали иностранцам (еврооблигации практически полностью, ОВГВЗ, ОГВЗ в значительной мере). В условиях обесценения рублевых долговых обязательств в результате дефолта августа 1998 г. и переоформления задолженности банкам - членам Лондонского клуба кредиторов в августе 2000 г. на сумму более 20 млрд.долл. на долю валютных облигаций (которые в основном принадлежат иностранцам) стало приходиться более 70% всего рыночного (выраженного ценными бумагами) государственного долга РФ<sup>37</sup>.

Интернационализация фондовых рынков проявляется также и в том, что одними и теми же инструментами все шире торгуют на разных рынках. Все более широкое

---

<sup>37</sup> По данным Минфина РФ, при общей внешней задолженности РФ на 01.01.2002 г. в размере 130 млрд.долл. на еврооблигации приходилось 35,3 млрд.долл., облигации валютного займа (ОВГВЗ и ОГВЗ) - 10 млрд.долл. ([www.mimfin.ru](http://www.mimfin.ru)). При этом задолженность по рублевым бумагам в долларовом эквиваленте равна примерно 18 млрд.долл. (Банк международных расчетов занижает эту цифру, не учитывая рублевые бумаги, находящиеся в портфеле Банка России, приводя цифру примерно 7 млрд.долл.).

распространение получает листинг акций на нескольких (помимо национальной) биржах. Это означает, что акции крупнейших эмитентов могут продаваться одновременно в Нью-Йорке, Лондоне, Франкфурте, Токио и т.п.<sup>38</sup> А распространение Интернет позволило торговать акциями иностранных эмитентов целого ряда стран любому инвестору, обладающему даже скромными финансовыми ресурсами, находясь у экрана своего компьютера.

На рынке деривативов фьючерсными контрактами на германские долгосрочные государственные облигации (bund-future) торгуют одновременно и в Лондоне на LIFFE, и в Германии на Eurex (бывшая DTB).<sup>39</sup> В Сингапуре на Сингапурской бирже (а раньше на Сингапурской международной валютной бирже - SIMEX) продают фьючерсный контракт на японский фондовый индекс Никкей 225, как и на Осацкой фондовой бирже. На американских деривативных биржах торгуют контрактами не только на основные валюты, но и валюты развивающихся стран, включая бразильский реал, мексиканское песо, южноафриканский ранд, российский рубль, малайзийский рингит, тайландский бат и индонезийскую рупию.

Еще более интернациональным является рынок внебиржевых деривативов, который преимущественно и развивался как рынок международный.

Одним из проявлений процесса интернационализации стало слияние различных национальных институтов фондового рынка - создание торговых систем и депозитарно-клиринговых организаций. Особенно активно этот процесс разворачивается в Западной Европе, чей фондовый рынок, по сравнению с американским, является раздробленным и, по общему признанию, менее эффективным.

На общеевропейском уровне еще с конца 80-х годов предпринимались попытки создания единой системы, связав все биржи воедино (например, проекты PIPE, Euroquote), но дальше планов дело не пошло. Попытки создать общеевропейскую фондовую биржу провалились. Однако, если на общеевропейском уровне проекты создания единой биржи окончились неудачей, весьма впечатляющие успехи достигнуты в конце 90-х годов на уровне отдельных бирж.

---

<sup>38</sup> Самой интернациональной фондовой биржей мира остается Лондонская фондовая биржа. В 2002 г. здесь имели листинг примерно 2800 эмитентов акций, из которых более 400 - иностранные. Доля иностранных акций в общем обороте торговли акциями на этой бирже в 90-е годы составляла примерно 40%, в 2001 г. - 60%. Известно, что оборот торговли акциями многих континентальных эмитентов (из Бельгии, Швеции, Нидерландов, Голландии) на ЛФБ больше, чем этими же акциями на национальных фондовых биржах.

<sup>39</sup> Фьючерсный контракт на долгосрочные облигации германского правительства сначала появился в Лондоне и лишь потом во Франкфурте. Многие годы оборот LIFFE по этому инструменту значительно превышал оборот на DTB. Однако в конце 90-х годов Франкфурт смог перетянуть практически полностью к себе торговлю фьючерсами на бунды (bunds).

В июне 1998 г. возникло объединение ряда фьючерсных рынков европейских стран под названием Euro-GLOBEX. Сначала в него вошли 2 французские и испанская срочные биржи: MATIF, MONEP и MEFF, в конце 1998 г. к ним присоединилась итальянская срочная биржа MIF.

Еще ранее произошло объединение германской DTB и швейцарской SOFFEX под названием EUREX (EUREX Deutschland, EUREX Switzerland), которая в 1998 г. превратилась в крупнейшую срочную биржу Европы, опередив английскую LIFFE, а в 1999 г. по количеству выписанных контрактов заняла первое место в мире. В октябре 1998 г. к ней подключилась финская биржа HEX. Таким образом вся срочная торговля в Европе оказалась сосредоточенной в рамках 4 групп: LIFFE, EUREX, Euro-GLOBEX и NOREX Alliance (биржи Дании, Швеции, Исландии и Норвегии).

В сентябре 2000 г. произошло объединение Парижской биржи с Euronext. В конце 2001 г. к ним присоединилась Лиссабонская биржа. Весьма вероятно подключение к ней в скором времени Варшавской биржи. В 2001 г. Euronext приобрела LIFFE. Официальное название биржи после слияния - Euronext.liffe. Под ее "крышу" полностью перешел весь деривативный бизнес Euronext.

Лондонская фондовая биржа и Немецкая биржа с июля 1998 г. пытались создать совместную торговую платформу для торговли акциями ведущих эмитентов (голубых фишек) на базе SETS и XETRA. В мае 2000 г. на лентах информационных агентств появилось сенсационное сообщение о слиянии Лондонской фондовой биржи и Немецкой биржи и образовании новой супер-биржи под названием iX. Все лето 2000 г. в прессе появлялись статьи о новой организации, однако в сентябре проект рухнул.

Таким образом, если создание единого европейского рынка акций и облигаций - дело будущего, то создание региональных систем - уже налицо. Вполне вероятно, что в ближайшие годы мы будем наблюдать процесс перехода всех европейских бирж на торговые системы ведущих европейских биржевых центров: Лондона (SETS), Франкфурта (XETRA) и Парижа (NSC). Например, Венская фондовая биржа с ноября 1999 г. использует торговую систему Немецкой биржи XETRA, при этом оставаясь независимым учреждением и сохраняя независимую систему клиринга и расчетов. Торговая система Парижской биржи NSC использовалась на биржах Брюсселя, Лиссабона (всего на 30 биржах мира), что облегчило создание межнациональной биржи Euronext. В Вене с 1998 Немецкая биржа совместно с Венской биржей реализовала проект создания фондовой биржи для стран Центральной и Восточной Европы NEWEX (начала функционировать осенью 2000 г.). Используемая торговая система - также XETRA.



Швейцарская биржа и английская Tradepoint создали европейскую электронную биржу для торговли акциями ведущих эмитентов ("голубых фишек") Virt-X с использованием торговой системы швейцарской биржи EBS (первые торги проведены в июне 2001 г.).

Между биржами устанавливаются также формальные отношения кооперации. Первый совместный проект связал SIMEX и CME (Chicago Mercantile Exchange) еще в сентябре 1984 г. По этому проекту на двух биржах появился общий контракт - на евродоллары. Как открыть, так и закрыть позицию с тех пор можно на обеих биржах. В настоящее время подобные связи стали широко распространены. Достигнута договоренность о связи Eurgex с американской CBOT (Чикагской торговой палатой), Euronext - с CME (Чикагской товарной биржей).

Процесс интернационализации фондовых рынков имеет резервы дальнейшего углубления. Современная теория управления портфелем (portfolio theory) гласит, что оптимально-диверсифицированный портфель должен быть составлен таким образом, чтобы доля бумаг одной страны соответствовала доле этой страны в совокупных активах (обычно для упрощения используют показатель доли страны в мировой капитализации). Доля иностранных активов в портфелях институциональных инвесторов развитых стран (а это основная группа инвесторов, на которую приходится примерно 40% мирового объема акций и облигаций) составляла в конце 90-х годов только 20%.

В 1991 г. К. Френч и Д. Потерба опубликовали данные, согласно которым, в конце 80-х годов доля иностранных акций в совокупном портфеле акций инвесторов США составляла 6%, инвесторов Японии - 2%, инвесторов из Европы - 1% (не включая европейских эмитентов).<sup>40</sup> И хотя в 90-е годы эта доля выросла (в США, например, до 10% в 2000 г.), она остается относительно низкой.

Интернационализация фондовых, как и всех финансовых рынков - объективный процесс и в целом имеет позитивные последствия для развития мировой экономики. Вместе с тем, она порождает ряд проблем. В частности, интеграция финансовых рынков приводит к тому, что финансовый кризис, начавшийся в одной стране, распространяется на соседние страны. В экономической литературе в 90-е годы появилось и широко обсуждалось такое понятие, как "эффект эпидемии" (contagion).<sup>41</sup>

<sup>40</sup> French K. R., Poterba J. M. Investor Diversification and International Equity Markets// American Economic Review. - 1991. - May. - P. 222-226. Правда, в послевоенный период доходность американских акций была выше, чем иностранных, при более низкой волатильности. Так что с этой точки зрения поведение американских инвесторов вполне рационально.

<sup>41</sup> Kawai M., Newfarmer V.R., Schmukler S. Crisis and Contagion in East Asia: Nine Lessons// World Bank Working Paper. - Washington. - 2001. - February, 27 ([www.worldbank.org](http://www.worldbank.org))  
Bordo M.D., Murshid M.P. Are Financial Crisis Becoming Increasingly More Contagious? What is the Historical Evidence on Contagion? //NBER Working Paper 7900. - 2000. - September ([www.nber.org](http://www.nber.org))

С начала 70-х годов по начало 2000 г. можно выделить одиннадцать фондовых кризисов, затронувших как большую часть стран мира, так и отдельные регионы (Северная Америка и Европа, Латинская Америка и Азия).<sup>42</sup>

С начала 70-х по конец 80-х годов в мире произошло четыре фондовых кризиса на развитых рынках, каждый из которых оказался менее сильным, чем предыдущий. Продолжительность кризисов для развитых рынков сократилась с 59 месяцев (кризис июня 1973 г.) до 17 месяцев (кризис августа 1987 г.) Глубина падения сократилась с 40% до 22%. Однако последний кризис (с 2001 г.) нарушил казалось бы появившуюся закономерность и характеризовался очень глубоким и длительным падением.

За тот же период (начало 70-х - 2002 гг.) в Латинской Америке произошло четыре и в Азии три кризиса. Однако в отличие от развитых рынков здесь вообще не приходится говорить о снижении их интенсивности. Кризисы на развивающихся рынках отличаются глубоким и быстрым падением с долгим периодом восстановления. Максимальное падение рынка составляло примерно 40% в случае 6 кризисов и превышало 60% в двух других случаях.

В случае всех 11 кризисов краху предшествовал очень значительный рост. В среднем за три года, предшествовавшие кризису, годовая норма прибыли (прирост курсовой стоимости и дивиденды) составляла 49%.<sup>43</sup>

Данные о падении цен на региональных рынках свидетельствуют о наличии эффекта “эпидемии” (contagion) в рамках региональной группы (в кризисе участвует большая часть группы и степень падения, как и длительность кризиса, примерно равны), однако нет явных доказательства того, что “распространение заразы” происходит между регионами.

Но и в рамках одной группы нельзя говорить о полной синхронности в динамике фондового рынка. Особенно заметно несовпадение динамики между основными промышленными странами и странами - экспортерами сырья: Австралия, Канада, ЮАР, Новая Зеландия. Последние показывали относительно хорошие результаты в 30-е, 40-е, 70-е годы, когда рынки США и Европы находились в упадке. И наоборот, результаты этих рынков в 20-е, 50-е и 80-е годы были хуже, чем у США и Европы. То же самое наблюдалось и в условиях кризиса 2001-2002 гг.

---

<sup>42</sup> Под кризисом мы рассматриваем ситуацию, когда **региональный индекс акций** падает ниже 20% на развитых рынках и ниже 35% на развивающихся.

<sup>43</sup> Patel S., Sarkar A. Stock Market Crises in Developed and Emerging Markets. Federal Reserve Bank of New York. - 1998. - April. - P.8.

В 90-е годы рынок США переживал период невиданного подъема, в то время как Японии - сильнейшего спада.

Это несовпадение предоставляет прекрасную возможность диверсификации портфеля акций для крупных инвесторов и позволяет снизить уровень систематического риска.

Частота кризисов на мировых фондовых рынках заметно увеличилась в 70-е - 90-е годы, а главное, они начали приобретать более интернациональный характер. Ситуация заметно контрастирует с периодом 50-60-х годов, когда и масштабы падения были ниже, и не наблюдалось совместного или группового "погружения" в кризис.

Основной канал распространения финансовой "эпидемии" следующий. При возникновении кризисных явлений на каком-либо крупном региональном формирующемся рынке инвесторы из развитых стран полностью переоценивают риски, связанные с вложениями в ценные бумаги всех формирующихся рынков, и начинают выводить свои инвестиции, либо просто прекращается приток капитала. Так, после того как в 1997 г. начался кризис в ряде стран Восточной и Юго-Восточной Азии, сопровождавшийся падением курсов национальных валют, снижением цен на акции местных компаний, резким ухудшением положения банков, иностранные портфельные инвесторы, которые тогда доминировали на российском рынке акций, осенью 1997 г. начали уходить с российского рынка. Затем это отразилось и на рынке государственного долга. По мнению Я.М.Миркина<sup>44</sup>, именно кризис на российском рынке акций спровоцировал (явился "спусковым крючком") общий финансовый кризис августа 1998 г.

События в России оказали воздействие на Бразилию, в которой также произошел финансовый кризис, поскольку, опять же, иностранные инвесторы рассматривали эти две страны как имеющие одинаковые уровни риска.

В случае с формирующимися рынками большую роль играет эффект масштаба. По причине их небольших абсолютных размеров, действия портфельных инвесторов из развитых стран способны быстро дестабилизировать обстановку. В этих условиях представляется просто опасным допускать абсолютную свободу перемещения иностранного капитала. В этом отношении заслуживает внимания опыт Чили, где долгое время репатриация капитала была разрешена не раньше, чем через год после его поступления в страну.

---

<sup>44</sup> Миркин Я.М. Рынок ценных бумаг России: воздействие фундаментальных факторов, прогноз и политика развития. - М.: Альпина Паблишер. - 2002. - С.61-64.

### **3.Секьюритизация и институциональные изменения на фондовом рынке**

Повышение роли рынка ценных бумаг в экономике обычно определяется термином "секьюритизация" (от англ. securitization). Секьюритизация оказала заметное влияние на структуру финансового сектора большинства стран мира.

В США доля коммерческих и сберегательных банков в активах финансовых учреждений сократилась с 47% в 1970 г. до 20% в 2000 г.<sup>45</sup> при одновременном росте доли пенсионных фондов, инвестиционных компаний, брокеров/дилеров и других институтов, непосредственно связанных с рынком ценных бумаг. Впрочем, столь низкая доля банков характерна лишь для США. Во второй половине 90-х годов доля банков в активах финансовых учреждений составляла 50-60% в Великобритании и Голландии и 70-80% во Франции, Германии, Италии, Швейцарии.<sup>46</sup> Но при этом в структуре как пассивов, так и активов банков заметно выросла доля ценных бумаг.

В 90-е годы усилились тенденции, имевшие место в прошлом: традиционные банки все больше превращаются в финансовые конгломераты, предоставляющие услуги, свойственные компаниям по ценным бумагам, страховым компаниям и портфельным управляющим. Можно говорить о том, что относительно уменьшается значение традиционных банковских функций по приему депозитов и предоставлению кредитов.

Одновременно небанковские финансовые институты, такие как взаимные фонды, компании по ценным бумагам (инвестиционные банки), пенсионные фонды, страховые компании, в настоящее время активно конкурируют с банками как по пассивам, так и по активам. Усилению конкуренции способствует и то обстоятельство, что и нефинансовые корпорации все шире начинают предоставлять финансовые услуги. Все крупнейшие промышленные компании - "Вольво", "Рено", "Бритиш Петролеум", "Дженерал Электрик", "Форд" - предоставляют кредит в той или иной форме (в основном через финансовые компании). В Англии такие крупные и известные торговые фирмы, как "Сэйнсбери", "Маркс энд Спенсер", "Теско", уже давно работают в режиме розничных банков.

В результате финансовый сектор становится все менее сегментированным с размыванием границ между банками и небанками.

---

<sup>45</sup> Flow of Funds Accounts of the United States. Board of Governors of the Federal Reserve System. Washington, D.C. за разные годы. PP. 60-73 (нумерация страниц во всех изданиях одинаковая). [www.federalreserve.gov](http://www.federalreserve.gov)

<sup>46</sup> White W. R. The Coming Transformation of Continental European Banking? //BIS Working Papers No.54. - 1998. - June. P.28 ([www.bis.org](http://www.bis.org)). См. также Belaisch A., Kodres L., Levy J., Ubide A. Euro-Area Banking at the Crossroads// IMF Working Paper. - 2001. - March ([www.imf.org](http://www.imf.org))

Во многих странах банки активизировали деятельность на рынке ценных бумаг. Известны многочисленные случаи приобретения крупнейшими мировыми банками крупных брокерско-дилерских компаний. Так, еще в 80-е годы Midland Bank приобрел английский торговый банк (merchant bank) Samuel Montagu, в 90-е Deutsche Bank приобрел Morgan Grenfell, Dresdner Bank - Kleinwort Benson, Swiss Bank Corporation - S.G. Warburg, в 1996 г. голландский ING приобрел обанкротившийся Barings. 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 начали заниматься страхованием. Это явление получило название “bankassurance” или “allfinanz”. Некоторые европейские банки попытались создать в рамках банка страховое подразделение, однако большинство их просто приобрело страховые фирмы.

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

Конкуренция усиливает процессы концентрации посредством слияний и поглощений банков. В развитых странах объединение происходит в основном на национальной основе. В 90-е годы произошло слияние японских банков Mitsui и Taiyo Kobe с образованием Sakura; Bank of Tokyo слился с Mitsubishi. С конца 2000 г. здесь развернулась новая волна слияний, в результате которой японские банки вновь заняли первые строчки в списке крупнейших банков мира: в конце 2000 г. Dai-Ichi Kangyo Bank, Fuji Bank и Industrial Bank of Japan образовали новый банк Mizuho, весной 2001 г. Sakura Bank и Sumitomo Bank образовали Sumitomo-Mitsui. В результате к 2002 г. из 10 городских банков (так в Японии называются крупнейшие коммерческие банки) осталось 5.

Американские Chemical Bank, Manufacturers Hanover Trust слились с образованием Chemical Banking Corporation, а затем последний слился с Chase Manhattan Bank. В 1998 г. в США в банковской системе произошли самые крупные слияния за всю ее историю: Citicorp - Travellers, BankAmerica - NationsBank, Bank One - First Chicago, NorthWest - West Fargo. В начале 2001 г. Chase Manhattan слился с J.P. Morgan.

В 1998 г. слияние двух ведущих швейцарских банков Union Bank of Switzerland и Swiss Bank Corporation привело к созданию одного из крупнейших в мире банков - UBS.

Усилению объединительных процессов в странах ЕС способствовало введение евро. В феврале 1999 г. слияние французских банков BNP и Paribas привело к образованию крупнейшего по активам банка Франции.<sup>47</sup>

В Великобритании, Франции и других европейских странах, начиная с 80-х годов проходит 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 тенденция к универсализации - размыванию различий между инвестиционными и коммерческими банками - наиболее заметна в тех из них, где эти различия существовали раньше; в Германии же, Австрии и Швейцарии банки как были универсальными, так и остаются.

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

В 1933 г. году американский Конгресс принял Закон о банках 1933 г., известный под названием Закона Гласса-Стигала (Glass - Steagall Act). Этот закон однозначно решал вопрос о недопустимости совмещения банками коммерческих и инвестиционных функций. Отныне коммерческие банки не имели права ни осуществлять инвестиции в ценные бумаги корпораций, ни участвовать в их андеррайтинге, ни проводить каких-либо брокерско-дилерских операций с такими ценными бумагами. Те банки, которые раньше активно участвовали в торговле ценными бумагами, были вынуждены провести реорганизацию. Так, известный банкирский дом Моргана был разделен на две компании: коммерческий банк "Морган Гэранти" и инвестиционный "Морган Стэнли". Дочерние компании банков 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-Стигала. Они активизировались в 1983 г. при администрации Р.Рейгана. В конце 90-х в Конгрессе США опять был рассмотрен очередной проект отмены Закона Гласса-Стигала. Слушания проходили на протяжении 1997-1999 гг. и

---

<sup>47</sup> В начале 2000 г. рассматривался вопрос о слиянии двух ведущих банков Германии: Deutsche Bank и Dresdner Bank, и, хотя оно в итоге не состоялось, общая тенденция на объединение в рамках еврозоны продолжает действовать.

завершились принятием Закона о финансовой модернизации, или Закона Грэмма – Лич – Блайли (Financial Services Modernization Act - The Gramm-Leach-Bliley Act). 12 ноября 1999 г. был подписан президентом США и вступил в силу в марте 2000 г.

Банки получили право создавать дочерние страховые компании и компании по ценным бумагам. Допускается создание так называемых финансовых холдинговых компаний (financial holding companies), которые могут заниматься всеми финансовыми операциями. При этом, однако, финансовые холдинговые компании должны обладать большим собственным капиталом, достаточность которого определяется Правлением ФРС.

Впрочем, и до принятия этого Закона с конца 1980-х годов происходила фактическая эрозия Закона Гласса-Стигала. Еще в 1987 г. Правление ФРС разрешило трем банковским холдинговым компаниям (Banking Holding Companies) осуществлять через так называемые “Section 20 subsidiaries” - дочерние компании по ценным бумагам - некоторые малозначительные (negligible) операции, например андеррайтинг коммерческих бумаг, однако доход от этих операций не должен был превышать 5% общих доходов этого дочернего предприятия. В 1989 г. этот лимит был повышен до 10%, а в 1996 г. - до 25%, причем им было разрешено заниматься андеррайтингом также корпоративных облигаций и акций.

В 1989 г. Правление ФРС предоставило права по андеррайтингу и дилингу по акциям и облигациям корпораций еще двум банковским холдинговым компаниям. А к началу 1999 г. уже более 52 банков создали дочерние компании по ценным бумагам, причем половина из них являлась дочерними компаниями иностранных банков.

Эти изменения привели к серии слияний и поглощений банков и компаний по ценным бумагам еще до отмены Закона Гласса-Стигала: Bankers Trust приобрел Alex Brown, Inc., BankAmerica - Robertson Stephens, NationsBank - Montgomery Securities, а Citibank слился с Travellers, которой принадлежит Salomon/Smith Barney.

Таким образом, американские коммерческие банки по сути дела превращаются в универсальные финансовые комплексы.<sup>48</sup>

---

<sup>48</sup> Следует, однако, подчеркнуть, что операции с корпоративными ценными бумагами непосредственно коммерческим банкам США запрещены по-прежнему. Кстати, этот запрет сыграл положительную роль в условиях экономического спада и кризиса на рынках акций в 2001-2002 гг. В отличие от континентальных европейских банков, которые являются крупными владельцами акций нефинансовых компаний, американские учреждения не имеют инвестиций в корпоративные ценные бумаги и на них кризис на фондовом рынке оказал значительно меньшее воздействие, чем в Европе.

В начале 2000 г. крупнейший инвестиционный банк США “Меррил Линч” объявил о том, что он в полном объеме приступает к депозитно-расчетным операциям как коммерческий банк.

Аналогичный американскому запрет существовал и в Японии. По Закону о ценных бумагах и биржах 1948 г. (статья 65), принятому при участии американской оккупационной администрации, банкам было запрещено выполнять брокерско-дилерские и андеррайтинговые операции с корпоративными ценными бумагами (хотя, в отличие от США, запрета на инвестиции в акции здесь не было). Они были отданы на откуп так называемым инвестиционным домам или брокерско-дилерским фирмам, существовавшим в Японии, но не игравшим прежде заметной роли.

Демократизация акционерного капитала после Второй мировой войны, проведенная американской оккупационной администрацией, резко изменила ситуацию, и прежде малоизвестные фирмы, работавшие с ценными бумагами, стали быстро расти и приобретать влияние в экономике.

В результате в Японии мы имеем коммерческие банки и компании по ценным бумагам, среди которых доминируют три крупнейшие - Nomura, Daiwa, Nikko (до банкротства Yamaichi в 1997 г. их было 4).

В 1992 г. в Японии был принят Закон о финансовой реформе, вступивший в силу 1 апреля 1993 г. Закон частично упразднил барьеры, существовавшие между банками и брокерскими фирмами. На основе этого Закона японским банкам (сначала долгосрочного кредита, а затем и прочим) было разрешено осуществлять андеррайтинг процентных ценных бумаг. Одновременно брокерско-дилерским фирмам был открыт доступ к доверительным банковским операциям.

В 1994 г. Министерство финансов разрешило городским банкам (так в Японии называются крупнейшие коммерческие банки) учреждать дочерние компании по торговле ценными бумагами (без права совершать сделки с акциями и производными от них ценными бумагами).

В рамках реформы финансовой системы Японии, проводимой с 1998 г. (названной по аналогии с английской реформой 1986 г. Big Bang), предполагается практически полностью устранить существующие барьеры между банками и брокерско-дилерскими фирмами.

Аналогичный (Закону Гласса-Стигала) закон был принят в Италии в начале 30-х годов, в результате чего здесь действовал фактически единственный инвестиционный банк - Mediobanca. В 1988 г. этот закон был отменен.



С 1942 по 1967 г. во Франции существовало деление банков на депозитные и деловые (*banques d'affaires*). Последние не имели права принимать депозиты и предоставлять кредиты на срок менее 2 лет и по своим функциям напоминали американские инвестиционные банки. Этот запрет был отменен в 1967 г., что было закреплено Банковским законом 1984 г. В 90-е годы такие банки, как Paribas или Indosuez, относившиеся в прошлом к группе деловых банков, выполняли весь комплекс банковских услуг наравне с BNP или Credit Agricole.<sup>49</sup> В конце 90-х годов в результате очередной волны слияний многие бывшие деловые банки слились с депозитными. Так, например, образовался BNP- Paribas.

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

Дискуссия о конфликте интересов и о целесообразности Закона Гласса-Стигала шла в США десятилетия. Многие американские экономисты утверждали, что в период до принятия Закона Гласса-Стигала коммерческие банки, занимавшиеся операциями с ценными бумагами, не использовали ситуацию конфликта интересов в своих целях и что их положение было не хуже, чем банков, которые не вели подобных операций.<sup>50</sup> В конечном счете их позиция и способствовала отмене Закона Гласса-Стигала.

Существуют три основных модели включения в деятельность коммерческого банка операций с ценными бумагами. Наиболее распространенные: 1) просто универсальный банк, 2) банк с дочерней фирмой по ценным бумагам и 3) холдинговая компания, которой принадлежит самостоятельные банк и компания по ценным бумагам. В случае универсального банка операции с ценными бумагами осуществляются непосредственно в рамках самого банка. В двух других моделях операции с ценными бумагами осуществляются в юридически самостоятельных предприятиях с разными командами менеджеров.

Эффективность разделения достаточно спорна. Однако в тех странах, где банки имеют максимум прав в выборе модели, они выбирают модель универсального банка (Германия, Италия, Нидерланды, Швейцария) или проводят операции с ценными бумагами через дочернюю компанию по ценным бумагам (Великобритания). Модель

---

<sup>49</sup> Матук Ж. Финансовые системы Франции и других стран. - М.: Финстатинформ. - 1994. - Т.1, книга 2. - С. 117-118.

<sup>50</sup> См. например, Santos J.A.C. Commercial banks in the securities business: a review// BIS Working Papers. - 1998. - No.56. - June. - P.11 ([www.bis.org](http://www.bis.org)).

холдинга реализуется фактически только в США, что, впрочем, является результатом нормативных предписаний.

Опыт большинства стран мира свидетельствует, что при надлежащей системе регулирования для устранения конфликта интересов в банке достаточно наличия эффективных “китайских стен” (chinese walls или firewalls) между соответствующими структурными подразделениями. Попытки ограничить деятельность банков на фондовом рынке под лозунгом защиты финансовой системы и инвесторов не являются продуктивными и идут вразрез с общемировыми тенденциями.

#### **4. Система регулирования**

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

Либерализация и дерегулирование финансового сектора, наряду с глобализацией и секьюритизацией, стали ключевыми словами, характеризовавшими его развитие в 80-90-е годы. Дергулирование выразилось в отмене контроля над процентными ставками и движением капитала, ограничений на совмещение видов деятельности на финансовом рынке (о чем говорилось выше).

Однако параллельно этому процессу повсеместно во всех развитых странах были повышены требования к собственному капиталу банков и других финансовых учреждений, ужесточены нормы, направленные на борьбу с "отмыванием денег".

Особое место в ряду новых мероприятий стоит принятие положений, касающихся торговли с использованием инсайдерской информации и манипулирования на фондовом рынке. В 80-е годы в США было принято два закона, непосредственно относящихся к торговле с использованием инсайдерской информации. Они предусматривали значительное увеличение размера штрафа (известны случаи выплат на сотни миллионов долларов) и срок тюремного заключения (до 10 лет) за их нарушение.

В Европейском Союзе во исполнение Директивы о торговле с использованием инсайдерской информации 1989 г. все страны внесли в свое законодательство нормы, определяющие торговлю с использованием инсайдерской информации как уголовное преступление, установив меру ответственности за их нарушение в виде штрафов и/или тюремного заключения.<sup>51</sup>

---

<sup>51</sup> Подробнее см. Рубцов Б.Б. Мировые фондовые рынки: современное состояние и закономерности развития. - С.205-208.

Для того чтобы Россия рассматривалась как цивилизованная страна, ей необходимо привести свое законодательство в этой области в соответствие с тем, которое действует в других странах (например в ЕС). По состоянию на конец 2001 г. проблема торговли с использованием инсайдерской информации фактически не имела отражения в российских нормативных документах. Принятие антиинсайдерских норм было бы логичным продолжением внесения поправок в наше законодательство, направленных на противодействие отмыванию денег, и принятых Федеральным Собранием в 2001 г. В течение 2002 г. работа по разработке соответствующих документов велась ФКЦБ России и, вероятно, в 2003 г. необходимый закон попадет в Законодательное собрание.

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

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

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

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

В свете борьбы с "приписками" корпораций, обнаружившимися в 2001-2002 гг. и самым негативным образом повлиявшими на доверие инвесторов к корпоративному сектору Америки, 30 июля 2002 г. Д.Буш подписал Закон о реформе системы

отчетности публичных (public) компаний и защите инвесторов. Закон заменяет систему саморегулирования, существовавшую прежде, регулированием со стороны государственного органа (Управления по контролю за отчетностью публичных компаний Public Company Accounting Oversight Board, подотчетного Комиссии по ценным бумагам и биржам), а также повышает требования к аудиторам и менеджменту компаний. Одновременно Нью-Йоркская фондовая биржа приняла более жесткие стандарты информации, предоставляемой листинговыми компаниями. В Великобритании Институт сертифицированных бухгалтеров Англии и Уэльса принял новые рекомендации, усиливающие независимость аудиторов.

Заметно активизировалась работа по выработке общих стандартов деятельности на финансовых рынках и на уровне международных организаций: Комитета по банковскому надзору Банка международных расчетов, Международной организации комиссий по ценным бумагам (IOSCO).<sup>52</sup>

В конце 1997 г. для выработки общих подходов к регулированию фондовых рынков в рамках ЕС было создано неформальное объединение – Форум европейских комиссий по ценным бумагам (Forum of European Securities Commissions, FESCO).<sup>53</sup>

После кризиса 1997-98 гг. была образована неформальная организация - Форум по вопросам финансовой стабильности (Financial Stability Forum - [www.fsforum.org](http://www.fsforum.org)), в рамках которой проводилась работа по созданию механизмов, позволяющих предотвращать мировые финансовые кризисы. Форум объединяет ведущие международные экономические и финансовые организации (МВФ, Мировой банк, БМР, ОЭСР, ИОСКО, ФАТФ и т.п.).

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

В целом ряде стран в ответ на консолидацию финансового сектора была проведена реформа регулятивной системы, заключавшаяся в том, что взамен целого ряда регулятивных учреждений, занимавшихся мониторингом и контролем за различными финансовыми институтами (банками, компаниями по ценным бумагам, страховыми компаниями, пенсионными фондами и т.п.) был создан единый регулятор, осуществляющий комплексный контроль над всей финансовой системой. Подобная

---

<sup>52</sup>[www.bis.org](http://www.bis.org); [www.iosco.org](http://www.iosco.org)

<sup>53</sup>[www.europefesco.org](http://www.europefesco.org)

структура сложилась в странах Скандинавии (Швеция, Дания, Норвегия), Финляндии, Австралии, Южной Кореи, Канаде, ЮАР, Венгрии и Сингапуре. Рациональность объединения регуляторов в этих малых и средних странах продиктована в немалой степени размерами их финансовых рынков и стремлением сэкономить средства. Однако по такому же пути пошли и крупные страны - Великобритания и Япония. В Великобритании уже несколько лет действует единый мегарегулятор Financial Services Authority, осуществляющий надзорные функции над всеми банками, брокерско-дилерскими фирмами, управляющими портфелями ценных бумаг и фондовыми биржами. В Японии аналогичный орган сформировался в рамках реформы финансового сектора.

В странах, где создан единый регулятор, реально произошла интеграция финансовых рынков, образовались универсальные финансовые комплексы, контроль над которыми действительно рационально осуществлять из одного центра. В США, где в силу исторических причин и масштабов страны возникло и существует большое число регулятивных органов (только банковских не менее трех) и где опять же, в силу тех же причин, уровень концентрации ниже и степень интеграции различных учреждений меньше, об этом речи пока не идет.

Одно время в России также обсуждался проект создания единого мегарегулятора, подготовленный группой английских консультантов.<sup>54</sup> На первый взгляд, идея рациональна, учитывая малые размеры российского рынка и возможную экономию на управленческих расходах. Однако есть ли в России те же экономические основы для создания мегарегулятора, которые, послужили причиной для его появления в указанных выше странах?

Нельзя не согласиться с Я.М.Миркиным, который отмечает "... для формирования в России мегарегулятора *нет экономической базы*: а) финансовый рынок крайне раздроблен, основан на очень мелких финансовых институтах, с низкой капитализацией, которым только предстоит вырасти в более диверсифицированный и крупный бизнес, б) региональные рынки замкнуты, отсутствует не только трансграничное, но даже в большой мере трансрегиональное предложение финансовых продуктов, в) финансовые продукты и деятельность российских финансовых институтов имеют упрощенную структуру, г) не существует группы и даже отдельных финансовых конгломератов, которые бы имели доминирующее положение в

---

<sup>54</sup> Аналитическая записка по результатам исследования «Перспективы возрождения и развития российского рынка капитала» // Cadogan Financial. – 1999. - Ноябрь. – С.43

нескольких секторах рынка и представляли бы собой «переплетенный», со сложной организационной структурой универсальный бизнес, д) функциональным регуляторам только предстоит в будущем «вырастить» внутри своих секторов финансового рынка крупные компании, которые бы на основе реорганизаций и приобретений стали бы занимать ощутимые доли на рядом стоящих рынках финансовых продуктов"<sup>55</sup>.

\* \* \*

Итак, завершая обзор основных тенденций в развитии мировых фондовых рынков, следует еще раз подчеркнуть, что нынешнее положение не является уникальным. Роль и масштабы фондовых, как и в целом финансовых рынков в экономике были не меньшими в начале XX в., чем в его конце. Что отличает современную ситуацию, так это совершенно иные абсолютные размеры фондовых рынков, намного более сложная их структура с точки зрения используемых инструментов, необычайно возросшая скорость осуществления финансовых операций, когда суммы на многие миллиарды долларов переводятся с одного рынка на другой в доли секунды, что, безусловно, значительно повысило волатильность финансовых рынков. Если до Второй мировой войны финансовый рынок ограничивался масштабами развитых стран Европы, Северной Америки и Австралии, то в настоящее время он принял действительно глобальный характер. То, что на протяжении многих десятилетий финансовые рынки находились в подавленном состоянии по сравнению с началом века, - это предупреждение о том, что в современных условиях они совсем не обязательно будут расширяться и впредь. Разбухание фиктивного капитала обязательно заканчивается его сжатием, что и наблюдается с марта 2000 г. Тем не менее - и в этом тоже отличие современной ситуации от прошлого - сейчас как никогда раньше сильна международная координация действий между странами, выстроена система контроля и мониторинга финансового сектора (чего, по сути, не было в начале XX века). Это позволяет предполагать, что глубоких потрясений финансового сектора не произойдет.

---

<sup>55</sup> *Миркин Я.М.* Рынок ценных бумаг России: воздействие фундаментальных факторов, прогноз и политика развития. - С.348

Таблица 1

Капитализация мировых рынков акций, конец года, млн. долл.

Страна	1980 г.	1985 г.	1990 г.	1995 г.	1997 г.	1998 г.	1999 г.	2000 г.	2001 г.	2002 г.
Австралия	59700	60163	107611	245218	295766	328929	427655	372794	375131	119092
Великобритания	205200	328000	848866	1407737	1996225	2372738	2955000	2576992	2149501	1765199
Германия	71700	183765	355073	577365	825233	1093962	1432167	1270243	1071749	686014
Гонконг	39100	34504	83397	385247	413323	343567	609090	623398	506073	463055
Италия	25300	58502	148766	209522	344665	569732	728240	768364	527397	461670
Канада	118300	147000	241920	366344	567635	547841	789180	842110	615266	579723
Нидерланды	29300	59363	119825	356481	468736	603182	695196	640456	519878	414513
Сингапур	24400	11069	34308	132742	106317	96473	198040	152827	115689	99607
США	1448100	2324646	3059434	6857622	11308779	13451352	16773000	15104037	13983849	9065461
Франция	54600	79000	314384	522053	674368	991484	1 496 938	1446634	1174328	936425
Швейцария	37600	90000	160044	433621	575338	689199	693133	792316	527356	936425
Япония	379700	978663	2917679	3667292	2216699	2495757	4455348	3157222	2264528	612667
Прочие развитые	138100	141828	393463	680908	1084403	1394633	1624013	1646560	1344342	2069299
<i>Все развитые рынки</i>	2631100	4496503	8784770	15842152	20877487	24978849	32877000	29393953	25175087	18728664
Бразилия	9200	42768	16354	147636	255478	160886	227962	203570	186238	126761
Индия	7600	14364	38567	127199	128466	105188	185000	142780	111020	125500
Индонезия	100	117	8081	66585	29105	22078	64045	26813	22998	30067
Китай		-	2028	42055	206366	237036	330703	591029	530000	463480
Корея	3800	7381	110594	181955	41881	114593	306128	148361	256000	215694
Малайзия	12400	16229	48611	222729	93608	95561	139908	113156	118981	126778
Мексика	13000	3815	32725	90694	156695	91746	154044	125204	126258	103941
Россия		-	.	15863	128207	20598	50000	41000	70000	107000
Тайвань	6100	10432	100710	187206	287813	260498	376508	247602	292621	261211
Турция	500	-	19065	20772	61090	33646	112 716	69659	47150	34217
ЮАР		55439	137540	280526	232069	150671	192683	204301	147472	161998
Прочие формирующиеся	44200	20718	99346	556699	608730	602786	749508	719423	591262	455786
<i>Все формирующиеся рынки</i>	96900	171263	613621	1939919	2229508	1895287	2889205	2632898	2500000*	2212433
<b>Весь мир</b>	2728000	4667766	9398391	17782071	23106995	26874136	35766205	32026851	27675087*	20941097

Составлено по: Emerging Stock Markets Factbook, IFC, Washington 1995-1998; World Federation of Exchanges database ([www.world-exchanges.org](http://www.world-exchanges.org)); FEAS Yearbook 1999/2000 ([www.feas.org](http://www.feas.org)); данные бирж.



Таблица 2

Количество национальных листинговых эмитентов акций

Страна	1985 г.	1990 г.	1995 г.	2000 г.	2001 г.	2002 г.
Австралия	1004	1089	1178	1330	1334	1355
Великобритания	2116	1701	2078	1926	1923	2405
Германия*	472	413	678	744	748	715
Гонконг	260	284	518	779	857	968
Италия	147	220	250	291	288	288
Канада	912	1144	1196	4000	3949	3771
Нидерланды	232	260	217	234	204	179
Сингапур	122	150	212	417	424	321
США	8022	6599	7671	7281	6120	5854
Франция	489	578	450	808	791	874
Швейцария	131	182	233	252	263	258
Япония	1829	2071	2263	2470	2471	2460
Прочие развитые	2017	1632	1611	2477	3589	4372
Все развитые рынки	17753	16323	18555	23904	22961	23820
Бразилия	541	581	543	464	438	396
Индия	4344	6200	5398	5853	6836**	6840
Индонезия	24	125	238	286	315	330
Китай	-	-	323	1035	1080	1224
Корея	342	669	721	702	688	682
Малайзия	222	282	529	787	804	857
Мексика	157	199	185	173	167	163
Россия***	-	-	170	228	300	300
Тайвань	127	199	347	531	584	638
Турция	-	110	205	315	310	288
ЮАР	462	732	640	583	510	429
Прочие формирующиеся	2697	3769	8718	9361	10268	10153
Все формирующиеся рынки	8916	12866	18017	20318	22300	22300
<b>Весь мир</b>	<b>26669</b>	<b>29189</b>	<b>36572</b>	<b>44222</b>	<b>45261</b>	<b>46120</b>

\* Без учета акций неофициального регулируемого рынка (Freiverkehr)

\*\* С учетом Национальной фондовой биржи. Ранее Федерация предоставляла сведения только по Бомбейской фондовой бирже. Национальная индийская статистика приводит еще большую цифру - 9600 эмитентов.

\*\*\* Эмитенты, чьи акции торгуются на биржах (формальный листинг имеют не более 50)

Составлено по: Emerging Stock Markets Factbook . Washington, за ряд лет; FIBV (World Federation of Exchanges) Annual Report, Focus Newsletter and Statistics; данные бирж

Таблица 3

Количество листинговых компаний на один миллион населения  
(цифры округлены до целого)

Страна	1913 г.	1929 г.	1938 г.	1950 г.	1960 г.	1970 г.	1980 г.	1990 г.	2000 г.
Развитые рынки									
Австралия	68	77	85	122	94		69	64	65
Бельгия	109			55	43	38	23	19	14
Великобритания	47						47	30	31
Германия	16	13	11	13	11	9	7	7	11
Испания							25	11	22
Италия	6	6	3	3	3	2	2	4	5
Канада				67	62	55	51	43	111
Нидерланды	63				21	16	15	17	15
США	4	7	7	7	6	7	23	26	29
Франция	13		25	29	20	17	15	10	16
Швейцария	24	20	22	19	18	21	28	50	34
Швеция	21	16	15	13	14	13	12	14	31
Япония	8	17	19	9	8	15	15	17	20
<i>Формирующиеся рынки</i>									
Аргентина	15				27	16	10	6	4
Бразилия	12	10	5			4	4	4	4
Египет	17	13			11	2	14	11	14
Индия	1	2	3	3			3	7	6
Россия	2								2
Чили	21				45	39	21	16	19
ЮАР				69	61	51	42	21	16

Источник: Rajan R. G., Zingales L. The Great Reversals: The Politics of Financial Development in the 20<sup>th</sup> Century//OECD Economics Department Working Papers. - 2000. - No.265  
ECO/WKP(2000)38. - P.40 (<http://www.oecd.org/eco/eco>); база данных Мировой федерации бирж (www.fibv.com)

Таблица 4

Размеры капитализации национальных эмитентов относительно ВВП, %

	1913 г.	1929 г.	1938 г.	1950 г.	1960 г.	1970 г.	1980 г.	1990 г.	1995 г.	1997 г.	1999 г.	2000 г.
Аргентина	17				5	3	11	27	15	20	15	16
Австралия	13	43		38	45	68	40	37	67	75	109	98
Австрия	76						3	17	14	18	16	16
Бельгия	99	178			32	23	8	33	37	57	74	80
Бразилия	16						6	3	25	32	41	38
Великобритания	109		192	86	115	199	38	87	122	155	206	182
Германия	45	35	18	15	35	16	9	22	24	39	68	68
Греция							..	..	14	28	159	95
Дания	37	19	17	10	14	17	8	30	33	55	60	69
Индия	2	7	7	7	7	6	4	12	36	31	41	31
Ирландия							..	..	40	67	75	86
Испания							8	23	27	55	72	90
Италия	17	23	26	7	42	14	6	14	19	30	62	71
Канада			100	57	159	175	45	43	66	92	124	112
Китай								..	6	23	32	55
Корея							6	43	40	10	76	32
Малайзия							51	114	259	95	182	127
Мексика							6	16	32	39	35	22
Нидерланды	56		74	25	67	42	17	42	72	130	176	173
Новая Зеландия							..	20	53	45	53	36
Норвегия							..	23	30	43	44	42
Россия	18						..	..	5	29	27	17
Сингапур									195	113	225	166
США	41	75	56	33	61	66	50	56	98	133	181	152
Таиланд									95	19	45	24
Турция							..	..	12	34	59	34
Финляндия							..	17	35	61	272	241
Франция	78		19	8	28	16	8	26	33	49	104	112
Швейцария	58					50	42	69	129	226	262	327
Швеция	47	41	30	18	24	14	10	40	75	116	157	144
ЮАР				68	91	197	123	123	195	164	152	162
Япония	49	120	181	5	36	23	36	99	69	53	102	66
Весь мир	41	39	44	32	30	35	23	42	62	80	118	102

Источник: OECD Financial Market Trends. - 1998. - N69. - February. - P.18; Цифры за 1913 - 1970 гг. - Rajan R. G., Zingales L. The Great Reversals: The Politics of Financial Development in the 20<sup>th</sup> Century. OECD Economics Department Working Papers. - P.39 ([www.oecd.org/eco/eco](http://www.oecd.org/eco/eco)); база данных Мировой федерации бирж ([www.fibv.com](http://www.fibv.com)), World Economic Outlook Database ([www.worldbank.org](http://www.worldbank.org))

Таблица 5  
Доля валовых эмиссий акций в финансировании инвестиций, %

	1913 г.	1929 г.	1950 г.	1960 г.	1970 г.	1980 г.	1990 г.	1995 г.	1997 г.	1999 г.	2000 г.
Австралия		13	9	4	5	5	8	14	23	15	21
Бразилия			20	19	19	6	1			27	6
Великобритания	14	35	8	9	1	4	6	12	11	9	14
Германия	7	17	0	4	2	1	4	6	2	6	6
Индия										8	
Индонезия								6	9	3(1998)	6
Испания	1	33	8	11	7	3	6			10	
Италия	7	26	2	8	2	4	4	6	3	12	5
Канада		134	3	3	1	4	1	9	17	7	11
Корея								6	2	11(1998)	5
Мексика									2	5(1998)	1
Россия	17								0	0	0
США	4	38		2	7	4	4	9	20	12	13
Нидерланды	38	61	2	2	0	1	10	14	26	67	
Филиппины								13	4	36(1998)	6
Франция	14	26	5	5	4	6	2	5	9	12	
Швеция	8	34	1	3	0	0	3	10		10	29
Швейцария	3			2			2	3	4	20(1998)	44
ЮАР					33	8	10	24	48	14	55
Япония	8	13		15	3	1	25	0,5	0,8	8	1

0 - менее 0,5%

Источник: The Great Reversals: The Politics of Financial Development in the 20<sup>th</sup> Century.  
OECD Economics Department Working Papers . - P.38 (<http://www.oecd.org/eco/eco>); база  
данных Мировой федерации бирж ([www.fibv.com](http://www.fibv.com))

Рис.1 Капитализация/ВВП США, 1946-2002, %

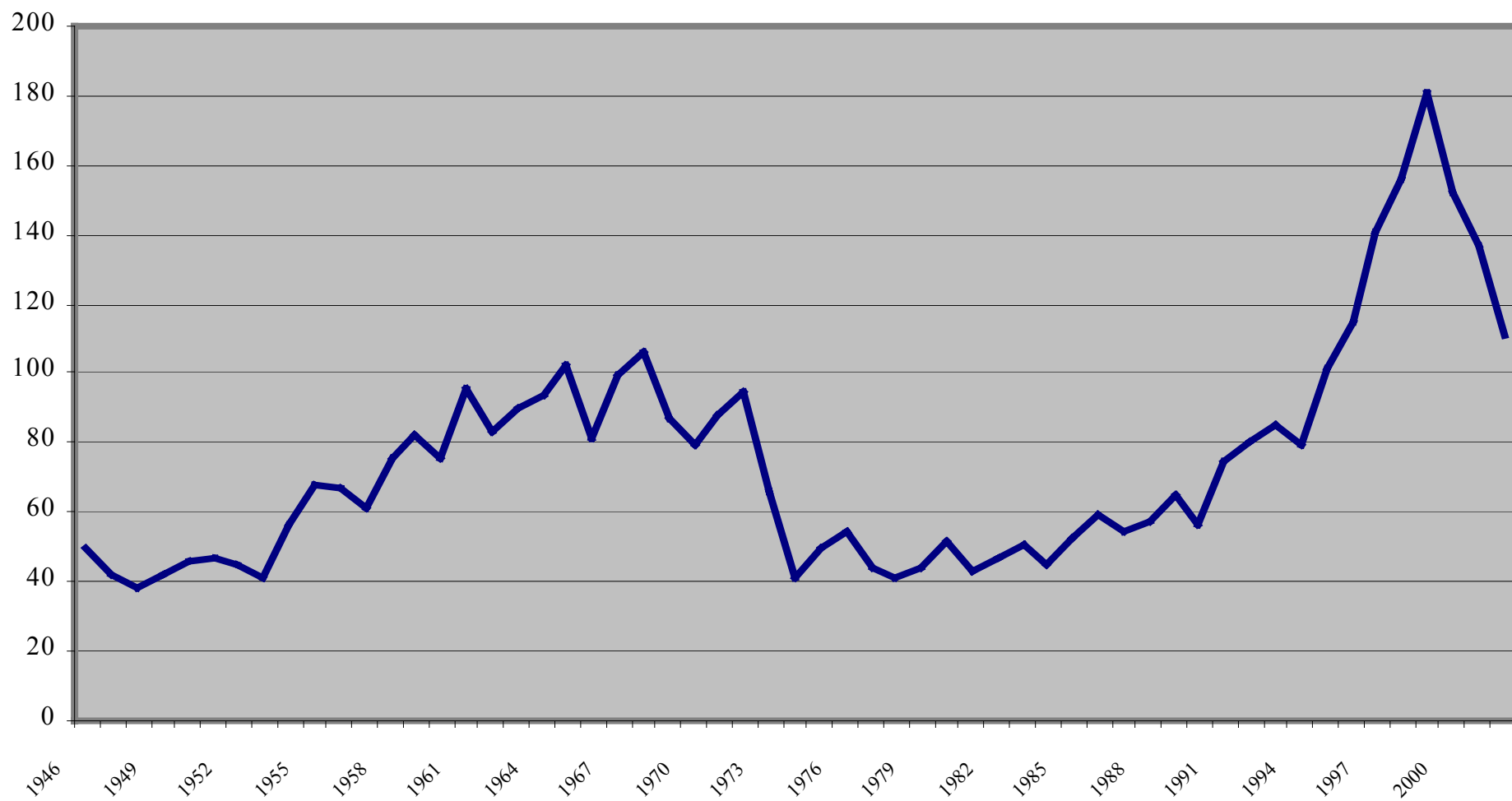




Таблица 6

Динамика фондовых индексов в 1990-2002 гг. (значение на конец года)

Страна	Индекс	1990 г.	1991 г.	1992 г.	1993 г.	1994 г.	1995 г.	1996 г.	1997 г.	1998 г.	1999 г.	2000 г.	2001 г.	2002 г.	2002 /2001	2001/ 2000	2000/ 1999
Весь мир	MSCI	461,53	535,36	497,13	598,50	618,59	734,28	820,36	936,59	1149,95	1420,88	1221,25	1003,52	792,22	-21,06%	-17,83%	-14,1%
Европа	MSCI Europe	478,69	526,40	487,71	616,27	616,00	733,45	869,13	1056,66	1336,97	1525,77	1378,40	1085,76	867,45	-20,11%	-21,23%	-9,7%
Весь мир без США	MSCI EAFE	788,98	869,35	748,62	976,90	1037,86	1135,63	1185,56	1188,39	1405,04	1760,04	1646,62	1491,30	952,65	-36,12%	-9,43%	-6,44%
Развитые рынки																	
Австралия	All Ordinaries	1 279,80	1 651,40	1 549,90	2 173,60	1 912,70	2 203,00	2 424,60	2 616,50	2 813,40	3 152,50	3 154,70	3359,90	2975,50	-11,44%	6,50%	0,07%
Австрия	Vienna SE Index	502,26	418,98	348,46	270,15	429,64	387,36	429,20	486,96	464,32	493,32	456,86	464,81	479,21	3,10%	1,74%	-7,4%
Бельгия	General Price Index									9632,38	8794,42	8 189,71	7472,09	5765,64	-22,84%	-8,76%	-6,9%
Великобритания	FT SE 100	2 143,50	2 493,10	2 846,50	3 418,40	3 065,50	3 689,30	4 118,50	5 135,50	5 882,60	6 930,20	6 222,50	5217,40	3940,36	-24,48%	-16,15%	-10,2%
Германия	DAX Price						1857,29	2334,95	3383,21	3 933,96	5 409,33	4 934,85	3887,48	2141,78	-44,91%	-21,22%	-8,8%
Голландия	AAX	-	-	-	-	378,84	439,04	598,31	838,57	1 000,00	1 296,75	1 222,09	966,11	631,40	-34,65%	-20,95%	-5,8%
Гонконг	All Ordinaries	1 982,88	2 806,97	2 951,06	6 075,18	4 074,52	4 770,57	6 539,64	5 284,23	4 319,20	7 134,79	6 107,89	4885,63	4113,06	-16,81%	-20,01%	-14,4%
Дания	Total Share Index	314,80	352,56	261,59	367,40	349,10	366,33	471,95	675,98	637,52	774,66	906,82		166,56	-21,37%		17,1%
Ирландия	ISEQ Overall	1 201,77	1 380,23	1 227,35	1 888,94	1 850,76	2 232,45	2 725,63	4 053,80	4 995,82	5 071,54	5 722,53	5707,00	3995,03	-30,00%	-0,27%	12,8%
Испания	MSE General Index	223,25	246,24	214,25	322,77	285,01	320,07	444,77	632,55	867,80	1 008,57	880,71	824,40	633,99	-23,10%	-6,39%	-12,7%
Италия	MIB Historical	8 007,00	7 830,00	6 916,00	9 500,00	9 813,00	9 138,00	10 332,00	16 341,00	23 035,00	28 169,00	29 681,00	22232,00	16954,00	-23,74%	-25,10%	5,4%
Канада	TSE 300 Composite	3 256,75	3 512,36	3 350,44	4 321,43	4 213,61	4 713,54	5 927,03	6 699,44	6 485,94	8 413,75	8 933,68	7688,41	6614,54	-13,97%	-13,94%	6,2%
Новая Зеландия	NZSE Gross Index	514,02	671,67	761,71	1 155,60	1 075,94	1 273,29	1 527,08	1 571,59	1 520,10	1 777,83	1 616,31	1886,46	1965,61	4,20%	16,71%	-9,1%
Норвегия	Oslo SE Total Index	456,54	413,55	372,12	613,08	656,78	732,96	968,37	1 273,61	934,16	1 359,60	1 232,86					-9,3%
Португалия	BVL	638,30	623,63	553,71	848,54	919,95	877,69	1 163,54	1 922,72	2 427,33	2 732,36	2 507,90	2030,50	1611,15	-20,65%	-19,04%	-8,2%
Сингапур	SES All Share Index	323,28	404,50	394,63	628,66	533,57	555,39	536,12	425,94	380,51	668,79	502,38	426,33	348,80	-18,19%	-15,14%	-24,9%
США	Dow Jones Industrial Average	2 633,66	3 168,83	3 301,10	3 754,09	3 834,44	5 117,12	6 448,27	7 908,25	9 181,43	11 497,12	10 786,85	10021,50	8341,63	-16,76%	-7,10%	-6,2%
	Nasdaq Composite	373,84	586,34	676,95	776,80	751,96	1 052,13	1 291,03	1 570,35	2 192,69	4 069,31	2 470,52	1950,40	1336,61	-31,63%	-21,05%	-39,3%
	NYSE Composite	180,49	229,44	240,21	259,08	250,94	329,51	392,30	511,19	595,81	650,30	656,87	589,80	472,87	-19,83%	-10,21%	1,0%
	Standard & Poor's 500	330,22	417,09	435,71	466,45	459,27	616,71	740,47	970,43	1229,43	1469,25	1320,28	1148,08	879,82	-23,37%	-13,04%	-10,1%
Финляндия	HEX	1 000,00	781,84	829,00	1 582,12	1 846,59	1 704,20	2 495,93	3 302,26	5 564,87	14 578,68	13 033,74	8805,01	6775,37	-34,41%	-32,44%	-10,6%
Франция	SBF 250	1 000,00	1 126,41	1 140,14	1 511,73	1 250,66	1 232,86	1 561,66	1 944,91	2 500,01	3 810,86	3 771,25	2981,35	2063,26	-31,13%	-20,95%	-1,0%
Швеция	SX General	865,00	912,00	912,07	1 387,70	1 451,00	1 716,00	2 371,00	2 936,00	3 235,00	5 382,00	4 735,35		149,57	-37,43%		-12,0%
Швейцария	Swiss Performance Index (SPI)	908,30	1 052,80	1 238,60	1 867,80	1 725,00	2 123,40	2 515,60	3 898,10	4 497,10	5 022,90	5 621,13	4382,94	3246,60	-25,95%	-22,03%	11,9%
Япония	TOPIX	1 733,83	1 714,68	1 322,10	1 439,31	1 559,09	1 577,70	1 470,94	1 175,03	1 086,99	1 722,20	1 283,67	1032,14	643,29	-18,30%	-19,59%	-25,5%
	Nikkei 225	23848,7	22983,8	16925,0	17417,2	19723,1	19868,2	19361,3	15258,7	13842,2	18934,3	13785,7	10542,60	8578,95	-18,63%	-23,53%	-27,2%

Формирующ иеся рынки																	
Аргентина	Stock Exch. Value Index	2 202,87	17 856,02	13 427,51	20 607,23	15 855,62	16 237,81	18 494,87	23 071,71	17 408,76	21 227,75	16 072,79	13341,51	26509,41	91,20%	-16,99%	-24,3%
Бразилия *	Bovespa	25,16	607,77	6 780,50	3 754,53	4 353,93	4 299,00	7 039,90	10 196,00	6 784,00	17 091,00	15 259,00	13577,00	11268,00	-17,01%	-11,02%	-10,7%
Венгрия	BUX					1470,10	1528,92	4134,31	7999,10	6 307,67	8 819,45	7849,75	7 131,13	7798,29	9,36%	-9,2%	-11,0%
Венесуэла						1348,83	2019,39	6690,06	8656,04	4788,68	5418,01						
Греция	ASE General price Index	932,00	809,71	672,31	877,26	868,91	914,15	933,50	1 479,63	2 737,55	5 535,09	3 388,86	2591,56	1746,42	-32,63%	-23,53%	-38,8%
Египет	CSE General Index	-	-	-	-	-	296,68	359,85	382,77	382,77	624,51	626,16					0,3%
Израиль	General Share	224,33	363,03	191,64	270,15	163,77	186,66	184,84	249,87	257,49	423,44	424,71	396,49	317,68	-19,88%	-6,64%	0,3%
Индия	BSE Sensitive Index	-	-	-	-	3926,90	3110,49	3085,20	3658,98	3 055,41	5 005,82	3 972,12	3262,33	3377,28	3,52%	-17,87	-20,6%
Индонезия	JSE Composite	417,78	247,39	274,33	588,77	469,64	513,85	637,43	401,71	398,04	676,92	416,32	392,04	424,95	8,39%	-5,83%	-38,5%
Иран	TEPIX	-	-	445,09	382,78	570,53	1 288,13	1 972,08	1 631,41	1 531,05	1 989,73	2 880,68	3554,35	5044,05	41,91%	23,39%	44,8%
Китай	SSE Index					647,87	555,29	917,02	1194,10	1 146,70	1 366,58	нд	1645,97	1357,65	-17,52%		
Корея	KOSPI	696,11	610,92	678,44	866,18	1 027,37	882,94	651,22	376,31	562,46	1 028,07	504,62	693,70	627,55	-9,54%	37,47%	-50,9%
Малайзия	KLSE Composite	505,92	556,22	643,96	1 275,32	971,21	995,17	1 237,96	594,44	586,13	812,33	679,64	696,09	646,32	-7,15%	2,42%	-16,3%
Мексика	Price & Quotations Index (IPC)	628,79	1 431,46	1 759,44	2 602,63	2 375,66	2 778,47	3 361,03	5 229,35	3 959,66	7 129,88	10 786,85		6127,09	-3,85%		51,3%
Пакистан	KSE 100	-	-	-	-	2049,11	1497,76	1339,93	1753,82	945,24	1408,91	1507,6	1273,1	2285,9	79,55%	-15,55%	7,0%
Перу	General Index IGBVL	-	100,00	372,90	930,47	1 414,92	1 243,37	1 429,02	1 792,71	1 335,88	1 835,57	1 208,41	1176,45	1391,97	18,32%	-2,64%	-34,2%
Польша	WIG	-	919,10	1 040,70	12 439,00	7 473,10	7 585,90	14 342,80	14 668,00	12 795,60	18 083,60	17 847,55	13922,16	14366,65	3,19%	-21,99%	-1,3%
Россия	Индекс PTC	-	-	-	-	-	82,92	198,97	396,86	58,93	177,71	143,29	226,49	359,07	57,39%	58,06%	-19,4%
Словения	SBI	-	-	-	1 000,00	1 396,80	1 448,75	1 183,26	1 404,70	1 705,77	1 806,26	1 807,94	2151,59	3340,20	55,24%	19,01	0,09%
Таиланд	SET	612,86	711,36	893,42	1 682,85	1 360,69	1 280,81	831,57	372,69	355,81	481,92	269,19	303,85	356,48	17,32%	12,88%	-44,1%
Тайвань	TSE Weighted Stock (TAIEX)	4 503,16	4 600,67	3 377,06	6 070,56	7 124,66	5 173,73	6 933,94	8 187,27	6 418,43	8 448,84	4 743,09	5551,24	4462,45	-19,79%	17,04%	-43,9%
Турция	ISE Composite	32,56	43,69	40,04	206,83	272,57	400,25	975,89	3 451,00	2 575,82	15 208,78	9 437,21	13782,76	10369,92	-24,76%	46,05%	-37,9%
Филиппины	PSE Composite Index	653,11	1 154,26	1 272,40	3 241,86	2 785,81	2 594,18	3 170,56	1 869,23	1 968,78	2 142,97	1 494,50	1168,08	1018,41	-12,81%	-21,84%	-30,3%
Шри Ланка	All Share Price	-	-	-	986,73	978,97	663,70	603,00	702,20	597,30	572,50	447,57	621,00	815,11	31,26%	38,75%	-21,8%
Чехия	PX 50				705,2	557,20	425,90	539,60	495,30	394,20	489,70	478,5	394,6	460,7	16,75%	-17,53%	-2,3%
Чили	IGPA	1 166,70	2 483,70	2 733,46	3 915,49	5 425,17	5 739,97	4 902,59	4 794,41	3 594,75	5 167,72	4 869,04	5397,69	5019,64	-7,00%	10,86%	-5,8%
ЮАР	JSE Actuaries All Share	2 720,00	3 440,00	3 259,00	4 893,00	5 866,91	6 228,42	6 657,53	6 202,31	5 430,48	8 542,78	8 326,19	10441,68	9277,22	-11,15%	25,41%	-2,5
-, нд : нет данных или индекс не рассчитывался																	
* База неоднократно менялась вследствие инфляции																	

Источник: база данных Мировой федерации бирж ([www.fibv.com](http://www.fibv.com)); база данных Global Financial Data ([www.globalfindata.com](http://www.globalfindata.com)); Morgan Stanley Capital International ([www.msci.com](http://www.msci.com)), базы данных отдельных фондовых бирж



Таблица 7

Объем мировых рынков долговых ценных бумаг (общий объем задолженности на конец года, млрд.долл.)

Страна	1990 г.*	1995 г.	1997 г.	1998 г.	1999 г.	2000 г.	2001 г.**
Австралия	115	244	245	275	329	305	296
Великобритания	409	825	1074	1219	1393	1565	1690
Германия	995	2179	2124	2514	2511	2082	2215
Италия	1233	1619	1569	1695	1452	1345	1490
Испания	233	367	371	432	394	363	436
Канада	426	678	692	688	811	777	770
Нидерланды	170	370	369	429	676	734	931
США	7433	11078	12970	14598	16696	16118	17343
Франция	827	1483	1333	1493	1416	1332	1486
Швейцария	177	276	245	206	186	170	181
Швеция	202	386	359	346	334	286	251
Япония	2922	5307	4754	5198	6664	6432	6438
Прочие развитые	778	1418	1517	1873	1229	1864	1737
<i>Все развитые</i>	15920	26230	27622	30966	34091	33373	35264
Аргентина	21	68	111	128	140	154	120
Бразилия		227	343	433	319	356	328
Индия	73	102	120	125	133	140	128
Китай	34	107	147	212	214	276	342
Корея	96	255	178	293	318	351	327
Мексика	57	54	87	89	117	127	136
Россия****			74	39	28	70	65
Турция	9	34	55	52	64	69	88
Прочие формирующиеся	168	846	537	742	892	801	868
<i>Все формирующиеся</i>	458	1504	1652	2103	2225	2300	2402
<b>Весь мир***</b>	16378	27734	29274	33069	36316	35673	38049
В процентах к ВВП	73	96	99	113	120	114	123
Частные эмитенты	7543	10989	12213	14264	16967	16493	17779
В процентах к ВВП	34	38	41	49	56	53	57

\*Бумаги внутреннего долга. \*\*Предварительные данные

\*\*\*Включая бумаги международных организаций (382 млрд.долл. в конце 2000 г.)

\*\*\*\*Приводимые БМР данные по России отличаются от данных Министерства финансов РФ. По статистике БМР бумаги внутреннего долга России в 2000 г. составляли 9, внешнего 17 млрд.долл. Согласно данным Министерства финансов, задолженность по бумагам внутреннего долга в конце 2000 г. составляла 556 млрд.руб. (примерно 19 млрд.долл.), по бумагам внешнего долга - 54 млрд.долл., из которых на еврооблигации приходилось 36 млрд.долл. (см. [www.minfin.ru](http://www.minfin.ru)). В первом случае отличие связано с тем, что БМР использует данные, предоставляемые Банком России, который определяет объем рынка бумаг внутреннего долга именно указанной цифрой, исключая, очевидно, бумаги, находящиеся у самого Банка России. Во втором случае разница связана с тем, что БМР в прошлом не рассматривал PRINs и IANs (бумаги, в которые была переоформлена задолженность банкам Лондонского клуба) как долговые бумаги и не учел их обмен на еврооблигации в августе 2000 г. В настоящей таблице данные по России по 1999 г. - БМР, за 2000-2001 гг. - Министерства финансов РФ, частные оценки. Вексельная задолженность не учитывалась.

Таблица 8

Структура задолженности по ценным бумагам внутреннего долга по видам эмитентов, конец года

	Всего, млрд.долл			Государство, %			Финансовые институты, %			Нефинансовые компании, %		
	1998	2000	2001	1998	2000	2001	1998	2000	2001	1998	2000	2001
Всего*	28207	29395	30552	60	61	61	27	26	26	13	13	13
США	13095	14336	15378	56	56	55	27	28	29	17	17	16
Япония	5212	6329	5817	71	76	76	16	13	12	13	12	13
Германия	1997	1603	1496	43	43	46	56	56	52	0,5	1	2
Франция	1210	1006	1038	60	59	61	33	30	28	7	11	11
Великобритания**	853	852	921	55	49	45	32	32	31	13	19	24
Италия	1576	1213	1332	77	77	71	23	21	24	0,4	1	5
Канада	519	573	572	83	72	71	7	17	17	10	12	13
Испания	349	306	360	86	82	74	8	10	14	6	8	12
КНР	210	261	403	66	66	72	32	31	25	2	2	3
Индия	112	135	130	74	80	98	1	0,2	0,2	25	19	1,3
Бразилия	387	288	312	75	89	84	25	17	15	0,5	0,8	1
Мексика	37	69	88	78	80	85	8	6	5	14	13	10
Корея	240	304	293	21	28	26	36	33	33	43	40	41
Малайзия	62	63	83	37	38	39	24	7	8	39	54	53
Польша	29	31	44	100	100	100	-	-	-	-	-	-
Турция	38	48	85	100	100	100	-	-	-	-	-	-
Россия	28	22	21	100	98	95	-	-	-	-	2	5

\*Сумма может не равняться 100 из-за округлений

\*\*К бумагам внутреннего долга отнесены евростерлинговые облигации. Эмитентами выступают не только английские компании и банки, но и иностранные заемщики. Собственно на корпоративные (банковские и небанковские) облигации приходится не более 5% задолженности.

Рассчитано по: BIS Quarterly Review. Statistical Annex за разные годы ([www.bis.org](http://www.bis.org)). Источники по России - Министерство финансов, частные оценки (без учета вексельной задолженности). Данные приведенной таблицы не являются полными и не учитывают ряд позиций. Например, по США в группу бумаг государственного сектора не попали нерыночные (необращающиеся) ценные бумаги. Впрочем, именно в силу того, что эти инструменты не обращаются на рынке, информация о них обычно никогда и не включается в общие таблицы долговых бумаг.

Таблица 9

Задолженность по коммерческим бумагам и банковским акцептам в США, конец года, млрд.долл.

	1991 г.	1993 г.	1995 г.	1996 г.	1997 г.	1998 г.	1999 г.	2000 г.	2001 г.
Коммерческие бумаги	529	555	678	779	959	1161	1394	1602	1441
Банковские акцепты	38	26	23	24	21	12	9	8	5

Источник: Federal Reserve Bulletin; Flow of Funds Accounts of the United States . Board of Governors of the Federal Reserve System. Washington, D.C. - За ряд лет. P. 78.

Таблица 10

Ведущие национальные рынки коммерческих бумаг

Страна	Время открытия рынка	Задолженность, млрд. долл.				
		1986 г.	1990 г.	1995 г.	1998 г.	2000 г.
США	XIX в.	326,1	557,8	677,7	1161	1602
Япония	Конец 1987	-	126,5	101,9	133*	120*
Франция	Конец 1985	4,3	28,9	29,5	42	77
Швеция	1983	3,6	18,7	20,2	20	
Австралия	Середина 1970-х	4,2	9,5	16,4		
Канада	1950-е годы	12,9	24,3	16,2	61	87
Испания	1982	7,3	22,1	10,0	11	
Англия	1986	0,8	5,8	9,9	17	
Норвегия	Конец 1984	1,1	3,0	6,1		
Бельгия	1990	-	0,0	4,2		
Германия	1991	-	-	4,0	3,4	12,5
Нидерланды	1986	0,1	1,9	2,2		
Финляндия	Середина 1986 г.	0,4	5,8	1,4		
Всего		360,8	804,3	899,70	1530*	1983
<i>Еврокоммерческие бумаги</i>	Середина 80-х		70*	87	133	239

\*Оценка

Источник: S.Valdez. An Introduction to Global Financial Markets. L. - 1997. - P.106; Alworth J.S., Borio C.E.V. Commercial Paper Markets: a Survey// BIS Economic Papers. - 1993. - No. 37. - April. - P.12; Цифры за 1998 и 2000 гг. по отдельным странам получены на Интернет-сайтах соответствующих центральных банков, пересчитаны в доллары США по курсу на конец года.

Таблица 11

Рынки основных деривативов (номинальная стоимость контрактов, млрд.долл., конец года)

	1987 г.	1990 г	1993 г	1995 г	1997 г	1998 г	1999 г	2000 г	2001 г
<b>Биржевые инструменты</b>	730	2291	7771	9189	12207	14256	13501	14156	23540
Процентные фьючерсы	488	1455	4959	5863	7491	7702	7897	7827	9137
На краткосрочные инструменты	339	1271	4633	5475	7063	7290			
На долгосрочные инструменты	149	183	326	388	427	412			
Процентные опционы	123	600	2363	2742	3640	4603	3755	4719	12477
Валютные фьючерсы	15	17	35	38	52	38	37	40	36
Валютные опционы	60	57	76	44	33	19	22	20	23
Фьючерсы на индексы	18	69	110	172	217	321	333	367	295
Опционы на индексы	28	94	230	329	777	867	1457	1183	1543
Северная Америка	578	1269	4359	4850	6327	7300	6932	8240	16083
Европа	13	462	1778	2242	3587	4400	3952	4174	6131
АТР	139	561	1606	1990	2235	1800	2382	1443	1219
Прочие	0	0,2	29	107	59	43	235	299	105
<b>Внебиржевые инструменты</b>			20000*	40637*		80317	88201	94037	99755**
Процентные инструменты			13000*	26645*		50015	60091	64125	67465**
Валютные инструменты			5000**	13095*		18011	14344	15494	16910**
Для справки									
Процентные свопы	683	2312	6177	12811	22115	36262	43936	47993	
Валютные свопы ***	183	578	900	1197	1585	2253	2444	2605	

\*март \*\*оценка \*\*\* Скорректировано для устранения двойного счета, поскольку каждый валютный своп совершается с двумя валютами.

Источник: International Capital Markets: Developments, Prospects and Key Policy Issues. IMF, Washington D.C., September 1998, p.99; Bank for International Settlements - 69<sup>th</sup> Annual Report. Basle, 1999, p.133; BIS Quarterly Review за разные годы.

Таблица 12

Оборот торговли биржевыми деривативами, трлн.долл.

	Оборот							Номинальная стоимость базовых активов
	1992 г	1995 г	1997 г	1998 г	1999 г	2000 г	2001 г	2001 г., дек.
Всего	182	334	357	388	350	382	593	23,5
Северная Америка	102	161	183	200	175	194	352	16,1
Европа	43	88	115	135	122	128	187	6,1
Азиатско-тихоокеанский регион	37	81	56	51	51	56	49	1,2
Прочие	0,1	4,2	2,9	2,3	1,9	3,9	5,1	0,1

Источник: Bank for International Settlements Annual Report. Basle, за ряд лет; BIS Quarterly Review. March 2001, p.86.

Таблица 13

Прямые и портфельные инвестиции из 7 ведущих промышленно-развитых стран мира, за год, млрд. долл.

	1970	1975	1980	1985	1990	1995	1996	1997	1998	1999	2000
Брутто											
Прямые	14	34	83	76	283	369	358	448	439	600	717
Портфельные	5	27	61	233	330	764	1163	1040	653	745	757

Рассчитано по: International Capital Markets: Developments, Prospects and Key Policy Issues. IMF, Washington D.C., September 1998, p.187; International Financial Statistics Yearbook за 1999 и 2000 гг.

Таблица 14

Суммарный объем накопленных инвестиций 7 ведущих промышленно-развитых стран мира, млрд. долл.

	Инвестиции за рубежом				Иностранные инвестиции в стране			
	Прямые	Портфельные	Прочие	Всего	Прямые	Портфельные	Прочие	Всего
США (2000)	2468	2407	2187	7190	2737	4368	2272	9377
Япония (2000)	278	1245	1125	3012	50	872	929	1854
Германия (1999)	422	893	961	2370	253	1071	947	2271
Франция (1999)	343	563	631	1713	240	774	625	1751
Великобритания (2000)	902	1280	2129	4354	483	1540	2515	4537
Италия (2000)	180	581	319	1131	113	570	401	1087
Канада (1999)	178	113	139	460	166	343	158	668
Всего*	4771	7082	7491	20230	4042	9538	7847	21545

\*Следует учитывать, что сумма активов в разных странах приведена на разные даты.  
Рассчитано по: International Financial Statistics Yearbook 2001. Washington 2001.



Таблица 15

Структура международных финансовых заимствований, млрд.долл.

	Виды инструментов	1998 г	1999 г	2000 г	2001 г	Задолженность, конец года			
						1998 г	1999 г	2000 г	2001 г
1	Международные кредиты (нетто)*	5	-119	738	606	8211	7888	8322	8830
2	Инструменты денежного рынка	7	66	152	-79	195	260	370	398
3	Облигации (bonds and notes)	671	1149	1085	1428	4100	4966	5908	7113
4	Нетто эмиссия международных долговых бумаг	678	1085	1237	1349	4295	5226	6369	7511
	Развитые страны	570	1137	1066	1261	3506	4371	5461	6541
	Европа (зона евро)	280	491	535	551	2029	1697	2182	2687
	Япония	-20	3	-26	-10	318	331	292	261
	США	283	482	465	598	845	1255	1759	2336
	Канада	22	8	-8	19	207	213	208	224
	Офшорные центры	12	13	16	26	61	76	71	96
	Прочие страны	41	41	42	45	378	405	456	491
	В т.ч. Россия**	11,8	-0,7	-1,3	-0,3	20,4	19,3	18	17
	Международные организации	55	25	23	16	371	374	381	383
	В долларах США	411	545	609	653	1972	2433	3131	3777
	В валютах евро-зоны/евро	220	571	471	597	1174	1512	1931	2414
	В иенах	-29	-7	37	17	488	528	508	459
	В прочих валютах	76	106	120	82	683	753	799	861
	Финансовые учреждения	368	645	796	800	2023	2511	3836	4503
	Государственный сектор	182	194	246	324	1273	1428	1224	1516
	Частные нефинансовые эмитенты	127	352	173	210	1020	1287	928	1110
5	Эмиссия акций на зарубежных рынках	126	216	317	149				

\*Включая кредиты банков друг другу

\*\*Данные по России, приводимые БМР, занижают объем валютных облигаций более чем вдвое и отличаются от данных Министерства финансов РФ

Составлено по: International Banking and Financial Market Developments. BIS Quarterly Review.

#### Список сокращений

GNMA, FNMA, FHLB, FHLMC - американские организации, занимающиеся рефинансированием ипотечных кредитов

КБ - коммерческие бумаги

ПЗИ - прямые зарубежные инвестиции

ОВГВЗ - облигации внутреннего государственного валютного займа

ОГВЗ - облигации государственного валютного займа

LIFFE - Лондонская международная биржа финансовых фьючерсов и опционов

Eurex (бывшая DTB) - немецко-швейцарская фьючерсно-опционная биржа

SIMEX - Сингапурская международная валютная биржа. В настоящее время входит в группу Сингапурской биржи

SETS и XETRA - торговые системы, соответственно, Лондонской и Франкфуртской бирж

Euronext - межнациональная биржа, объединившая в единую организацию биржи Парижа, Амстердама, Брюсселя и Лиссабона.

CBOT - Чикагская торговая палата

CME - Чикагская товарная биржа

ФАТФ FATF-Financial Action Task Force on Money Laundering - Организация по борьбе с отмыванием денег