

Глава 3 Изменения в структуре участников фондового рынка

Тремя основными группами участников фондового рынка выступают эмитенты, инвесторы и профессиональные посредники.¹ Каковы наиболее существенные особенности участников фондового рынка в различных странах, какие изменения происходят с ними в последние десятилетия?

3.1 Эмитенты

Ценные бумаги могут выпускать как предприятия, находящиеся в различной организационно-правовой форме, так и органы государственного управления. Структура эмитентов имеет ярко выраженную национальную специфику, рисовать какой-то усредненный среднестатистический портрет бессмысленно.

Эмитенты акций

Эмитентами акций выступают только акционерные общества. Формы акционерных обществ в различных странах могут заметно отличаться. Конкретные отличия определяются законами об акционерных обществах (компаниях, корпорациях).

Общее количество акционерных обществ, существующих в мире, насчитывает десятки, если не сотни тысяч, однако с точки зрения изучения фондового рынка нас может интересовать лишь та их часть, которая имеет регулярную котировку (листинг) на организованном рынке. Дело в том, что лишь часть акционерных обществ имеет право привлекать средства путем открытой (публичной) подписки на свои акции. В Великобритании это Public Limited Company (PLC), в США - Public Corporation, в России открытое акционерное общество. Как правило, на развитых рынках значительная часть этих акционерных обществ имеет листинг на том или ином организованном рынке.²

¹ См. Миркин Я.М. Ценные бумаги и фондовый рынок. - М.: Перспектива, 1995, стр. 323-324.

² Например, в Германии из примерно 2500 акционерных обществ примерно 800 имеют листинг на биржах, в Англии из более чем 11000 публичных компаний листинг имеют более 2000. В России ситуация иная: лишь малая доля открытых акционерных обществ имеет регулярную котировку на организованном рынке.

Именно на эти компании приходится подавляющая часть эмиссий акций. И только по данным эмитентам (т.е. имеющим листинг) рассчитывается капитализация рынка акций той или иной страны.

В любом случае международная статистика (в частности, МФК, МФФБ), приводя сведения об эмитентах, помещает данные только о компаниях, имеющих листинг (табл. 3.1).

Таблица 3.1
Количество листинговых компаний

Страна	1985	1988	1990	1993	1995	1996	1997	1998
<i>Формирующиеся рынки</i>	8916	11795	12866	11987	18017	20018	19937	19829
<i>Развитые рынки</i>	17753	17475	16323	16926	18555	20143	20656	20934
<i>Весь мир</i>	26669	29270	29189	28913	36572	40161	40593	40763

Источник: Emerging Stock Markets Factbook 1999. Washington, 1999; Emerging Stock Markets Factbook 1998. Washington, 1998, p.22-23. Emerging Stock Markets Factbook 1994. Washington, 1994, p.20-21.

Приводимые цифры свидетельствуют о том, что на развитых рынках количество эмитентов представляет относительно стабильную величину. За 1985 - 1998 гг. их число выросло с 18 до 21 тысяч. Совсем другая картина на формирующихся рынках. За тот же период количество эмитентов выросло более чем вдвое - с 9 до 20 тысяч.

Процесс появления новых листинговых компаний не однонаправленный. Каждый год какие-то компании получают листинг, какие-то его лишаются. Например, в 1997 г. на Нью-Йоркской фондовой бирже появилось 210 новых национальных эмитентов, при этом 159 были исключены из листинга. В системе НАСДАК появилось 453 новых национальных эмитента, около 100 выбыло.¹

Наибольшее количество листинговых эмитентов - в США – около 9 тысяч. От 1 до 2,4 тысяч эмитентов в странах с наиболее развитыми (относительно и абсолютно) рынками: Японии, Англии, Канаде и Австралии. Колоссальное количество эмитентов в Индии - около 6 тысяч, что связано с английскими

традициями и просто огромными размерами страны. Во всех остальных государствах количество эмитентов, имеющих регулярную котировку, не превышает 1000 (см. таблицу 3.2).

Конечно, к вышеприведенным цифрам надо подходить с осторожностью, особенно если речь идет о формирующихся рынках. Так, если на развитых рынках акции листинговых компаний собственно и составляют рынок акций, то на формирующихся рынках это не так. Например, в России, по которой дается цифра листинговых компаний 200-240 (РТС, ММВБ, МФБ), общее количество эмитентов, чьи акции продаются и покупаются, в несколько раз больше. Однако бесспорно и то, что даже в России на эти 200 с небольшим эмитентов приходится более 95% оборота, а о капитализации компаний, не имеющих регулярную котировку, говорить бессмысленно.

Еще один важный момент - величина эмитента. В той же Индии при огромном количестве листинговых эмитентов их суммарная капитализация меньше, чем даже у одного крупнейшего американского. В конце 1997 г. самые высокие средние значения имели компании Швейцарии, Нидерландов и Италии: 2,6; 2,3; 1,5 млрд. долл. соответственно. Компании США, Германии, Великобритании, Франции и Японии попадали в диапазон 1-1,3 млрд. долл. Ни в одной стране с развитым рынком средняя величина эмитента не была меньше 300 млн. долл.

Рекордсменом по капитализации в мире в 1998-99 г. стала компания Microsoft, стоимость акций которой в какой-то момент приближалась к 500 млрд. долл.

В странах с формирующимися рынками средняя величина эмитента колебалась от 850 млн.долл. в Саудовской Аравии до 0,1 млн. долл. в Болгарии и Монголии.

¹ FIBV Annual Report 1997, p.62-63.

Таблица 3.2

Количество листинговых компаний, 1997 г.

№№	Страна	Количество	№№	Страна	Количество
1	США	8851	21	Таиланд	431
2	Индия	5843	22	Тайвань	404
3	Япония	2387	23	Испания	384
4	Великобритания	2046	24	Сингапур	303
5	Канада	1362	25	Чили	295
6	Австралия	1219	26	Индонезия	282
7	Словакия	872	27	Чехия	276
8	Пакистан	781	28	Иран	263
9	Корея	776	29	Турция	257
10	Китай	764	30	Перу	248
11	Малайзия	708	31	Швеция	245
12	Германия	700	32	Шри Ланка	239
13	Франция	683	33	Дания	237
14	Гонконг	658	34	Италия	235
15	Египет	650	35	Греция	230
16	ЮАР	642	36	Филиппины	221
17	Израиль	640	37	Швейцария	216
18	Литва	607	38	Россия	208
19	Бразилия	536	39	Бангладеш	202
20	Монголия	434	40	Нидерланды	201

Источник: Emerging Stock Markets Factbook 1998. IFC, Washington, 1998, p. 24.

Отраслевая структура эмитентов заметно отличается в разных странах и на развитых рынках в целом отражает особенности национальной структуры экономики. На формирующихся рынках отраслевая структура капитализации в значительно меньшей степени отражает структуру экономики. Приводимые ниже выборочные сведения, составленные по данным английского справочника The LGT Guide to World Equity Markets 1996. Euromoney Publications, L., 1996, не позволяют свести их в единую таблицу, поскольку в них отсутствует отраслевая унификация. Тем не менее, и в этом виде заметна такая особенность формирующихся рынков, как высокая доля эмитентов - финансовых учреждений и холдинговых компаний. Впрочем, для каждой страны структура эта структура весьма специфична. В России львиная доля капитализации приходится на компании нефтегазового комплекса.

Отраслевая структура национальных эмитентов (доля в капитализации), 1995 г., в процентах:

Великобритания

Услуги	21
Производство потребительских товаров	19
Прочие отрасли обрабатывающей пр-ти	18
Финансовые услуги	17
Электро, газо, водоснабжение и связь	11

Корея

Машиностроение	25
Коммунальное хозяйство	14
Банки и компании по ценным бумагам	11
Химия	8
Металлургия	6
Строительство	6
Связь	4

Мексика

Обрабатывающая промышленность	22
Транспорт и связь	21
Услуги	16
Холдинговые компании	13
Строительство	11
Торговля	10

ЮАР

Обрабатывающая промышленность	53
Финансовые учреждения	18
Горнодобывающая промышленность	15
Финансирование горнодобывающе промышленности	14

Швеция

Машиностроение	36
Химия и фармацевтика	20
Финансы	13
Прочая пром-ть	8
Лесотехническая промышленность	7

Малайзия

Торговля и услуги	33
Финансовые учреждения	16
Промышленные товары	14
Потребительские товары	9
Компании недвижимости	7
Плантационные компании	6
Строительство	5

Тайвань

Банки и страховые компании	34
Электроника	14
Текстильная промышленность	7
Нефтехимия	6
Строительство	5
Сталелитейная промышленность	5
Судостроение	4

Турция

Финансовые институты	21
Химическая промышленность	13
Холдинговые компании	10
Пищевая промышленность	10
Автомобилестроение	7
Электротехника и электроника	6
Текстильная промышленность	6

Эмитенты облигаций

Эмитентами долговых инструментов выступают как частные предприятия, так и органы государственной власти и управления всех уровней.

Как было показано в главе 2 (см. также приложение 10), в 1997 г. 41% задолженности приходилось на частных эмитентов, 59% - государственных, в 1998 г., соответственно, 44% и 56%. Однако за этими цифрами скрываются

заметные различия для отдельных государств. Если для развитых рынков эта пропорция примерно одинакова для всех, то для формирующихся пропорции весьма отличаются. В некоторых 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. (Данные БМР не учитывали задолженность по векселям).

Постараемся дать более детальную характеристику составу эмитентов долговых бумаг. Он заметно различается в различных странах (см. табл. 3.3).

Таблица 3.3

Структура задолженности по ценным бумагам внутреннего долга по видам эмитентов, декабрь 1998 г., в процентах

Страна	Всего*	Государство	Финансовые институты	Нефинансовые компании
Всего	100	60	27	13
США	100	56	27	17
Япония	100	71	16	13
Германия	100	43	56	0,5
Франция	100	60	33	7
Великобритания	100	55	32	13
Италия	100	77	23	0,4
Канада	100	83	7	10
Испания	100	86	8	6
КНР	100	66	32	2
Индия	100	74	1	25
Бразилия	100	75	25	0,5
Мексика	100	78	8	14
Корея	100	21	36	43
Малайзия	100	37	24	39
Польша	100	100	-	-
Турция	100	100	-	-
<i>Россия</i>	100	100	-	-

*Сумма может не равняться 100 из-за округлений

Рассчитано по: BIS Quarterly Review. Statistical Annex. November 1999, p.77-78 (www.bis.org)

Картина, как мы видим, достаточно пестрая. В большинстве случаев ведущим эмитентом облигаций выступает государство. Под государственными бумагами (public sector securities) 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, который приводит к наличию огромного государственного долга. Как отмечалось в главе 2, величина государственного долга в развитых странах колеблется от 50 до 120% ВВП.

Правительственные ценные бумаги могут быть представлены ценными бумагами министерства финансов и правительственных учреждений. Доля последних заметно колеблется в различных странах.

В США под термином “правительственные ценные бумаги” government securities понимаются ценные бумаги казначейства (министерства финансов) - treasury securities (или treasuries) и ценные бумаги федеральных агентств - agency securities. Последние, в свою очередь, включают ценные бумаги 1) государственных или квази-государственных кредитных организаций, связанных в основном с ипотекой (GNMA, FNMA, FHLB, FHLMC) - Government-sponsored enterprises; 2) специальные ценные бумаги, обеспеченные недвижимостью, выпускаемые этими же учреждениями - Federally related mortgage pools и 3) ценные бумаги бюджетных организаций - budget agencies. Только последние (3) включались в общую задолженность федерального правительства. В конце 1998 г. задолженность по всем видам правительственных ценных бумаг составляла 7 трлн. долл. (Flow of Funds Accounts of the United States 19991-1998. Board of Governors of the Federal Reserve System. Washington, D.C., December, 1999, p.79-80):

Ценные бумаги правительства США, млрд. долл.	1997	1998
	6626	7045
Казначейские обязательства (treasury securities)	3778	3724
Ценные бумаги федеральных агентств	2848	3321
Государственные и квазигосударственные предприятия	995	1274
Ценные бумаги, обеспеченные пулами закладных	1826	2018
Ценные бумаги бюджетных агентств	27	29

Нецентральные органы власти непосредственно выступают крупными заемщиками в США, Канаде и Австралии. Общий объем задолженности нецентральных органов власти США в конце 1998 г. превышал 1,4 трлн.долл., что составляло примерно 10% от общей задолженности по долговым инструментам американских эмитентов.

По сложившейся в американской экономической литературе традиции **все облигации, выпускаемые нецентральными органами власти, имеют общее наименование муниципальные ценные бумаги или муниципальные облигации (municipal securities, municipal bonds)**. В состав нецентральных органов власти входят правительства 50 штатов и

85000 местных органов власти (округа, муниципалитеты, города и поселки, школьные округа и т.п.). Выпуск ценных бумаг осуществляют около 50000 нефедеральных органов власти (Костиков И.В. Сравнительный анализ государственного заимствования в развитых странах и России (региональный и местный уровень). Рукопись диссертации на соискание ученой степени кандидата экономических наук. М., ИМЭМО, 1998, стр.79).

Очевидно, вслед за американцами авторы из других стран стали применять термин “муниципальные облигации” применительно к ценным бумагам нецентральных органов власти, будь то действительно муниципалитет или один из субъектов федеративного государства (провинция, кантон, земля, штат). Подобный подход находится в противоречии со сложившейся в нашей стране терминологией и нормативными документами, что порой приводит к путанице и разногласиям. В отечественной экономической науке под муниципальными ценными бумагами обычно понимают только инструменты, выпускаемые органами местного самоуправления. Российское законодательство также определяет муниципальные органы власти как органы местного самоуправления, отделяя их от субъектов Федерации. Чтобы не возникало разночтений, целесообразно, вероятно, использовать термин “нецентральные органы власти”.

В ФРГ, где федеральные земли традиционно пользуются большими правами, если исходить из данных об эмиссии ценных бумаг, они не являются серьезными заемщиками. Однако это не так. Просто финансовые потребности правительств земель удовлетворяются за счет кредитов банков. А банки, как мы видим, выступают основной группой заемщиков в ФРГ.

Как ни странно, доля нефинансовых компаний среди эмитентов облигаций либо относительно невелика (США, Япония, Англия, Франция), либо мала (ФРГ, Италия). Однако и здесь приводимые цифры нуждаются в интерпретации. Дело в том, что зачастую потребности в долгосрочном капитале удовлетворяются нефинансовыми компаниями с помощью своих дочерних финансовых структур. Например, эмиссия облигаций финансовой компанией, принадлежащей “Дженерал моторз”, будет отражена в столбце “Финансовые учреждения”, хотя фактически эти средства, может быть, пойдут на приобретение нового оборудования для компании, т.е. непосредственно связаны с потребностями реального сектора.

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 отличается структура эмитентов в странах с формирующимися рынками. Как видно из таблицы 3.3, в этой группе есть страны, у которых практически все внутренние (domestic) ценные бумаги приходятся на государство (Россия, Польша, Турция) и одновременно есть ряд стран, где в качестве эмитентов преобладают частные институты (это характерно для азиатских “новых индустриальных стран”).

Эмитенты коммерческих бумаг

В США и Канаде основными эмитентами КБ выступают финансовые компании. На небанковские финансовые компании приходится 2/3 всех КБ. Они же являются активными эмитентами в Финляндии. В последней финансовые компании являются преимущественно дочерними компаниями банков. Крупными эмитентами в Швеции и Норвегии выступают учреждения ипотечного кредита. В других странах эмиссия КБ финансовыми учреждениями сдерживается законодательными ограничениями.¹

Во Франции значительную долю КБ выпускают государственные компании или компании, у которых контрольный пакет акций находится в руках государства. В Швеции КБ широко используются предприятиями общественного пользования (utilities), частично или полностью принадлежащими местным органам власти. В Германии ведущими эмитентами выступали Treuhandanstalt (приватизационное ведомство, типа российского ГКИ) до ее ликвидации в 1994 г. и почтовая служба Bundespost. Центральные органы власти нигде не выступают эмитентами КБ, хотя на евторынке ряд программ был организован именно ими (sovereign issuers).

3.2 Инвесторы на фондовом рынке.

Под термином “инвесторы” на фондовом рынке подразумеваются “лица, обладающие излишком денежных средств и вкладывающие их в ценные

¹ Alworth J.S., Borio C.E.V. Commercial Paper Markets: a Survey. BIS Economic Papers No. 37, April 1993. Bank for International Settlements, Basle, 1993.

бумаги”.¹ Выделяются три группы инвесторов: а) физические лица (население), б) корпоративные инвесторы (предприятия) и в) институциональные инвесторы.²

Старейшей группой инвесторов является население. Собственно на заре становления фондового рынка это была единственная группа. Постепенно все большая часть инвестиций в ценные бумаги начинает приходиться на банки и другие финансовые учреждения.

Во второй половине XX в. в важнейших держателей финансовых активов превратилась группа финансовых учреждений, определяемых термином “институциональные инвесторы”. Институциональные инвесторы оказывают доминирующее влияние на первичный и вторичный рынок долгосрочных ценных бумаг, на денежный и валютный рынок, а также рынок деривативов.

Кто относится к институциональным инвесторам?

Понятие “институциональные инвесторы” в самом широком смысле - финансовые посредники любого типа - организации, в отличие от индивидуальных инвесторов - физических лиц. Иными словами, в таком значении пункты б) и в) объединяются.

Однако в столь широком значении этот термин в настоящее время не употребляется. **Под институциональными инвесторами понимают такие учреждения, как страховые компании, пенсионные фонды и институты коллективного инвестирования (коллективных инвестиций) ИКИ (collective investment schemes, collective investment institutions).** В свою очередь, ИКИ - инвестиционные фонды (инвестиционные компании), хедж-фонды, доверительные департаменты банков. Ввиду важности институциональных инвесторов, с 1997 г. ОЭСР начала издавать специальный статистический справочник - Institutional Investors Statistical Yearbook, позволяющий всесторонне оценить их роль в странах, имеющих наиболее высокий уровень экономического развития (см. табл. 3.4).

¹ Миркин Я.М. Ценные бумаги и фондовый рынок. М.: Перспектива, 1995, стр. 324.

² Там же.

Значение институциональных инвесторов постоянно растет. В 1981 г. активы институциональных инвесторов стран ОЭСР составляли 3,2 трлн. долл. или 38% ВВП, в 1991 г. 16,3 трлн. (90%) и более 23 - 24 трлн. в 1995-97 гг. (более 106%). За период 1990-1995 гг. среднегодовой рост активов институциональных инвесторов стран ОЭСР составил примерно 11%.¹

В составе активов институциональных инвесторов свыше 90% приходится на ценные бумаги. Путем сопоставления совокупного объема мирового рынка акций и долговых бумаг (53 трлн. долл. в 1997 г. с активами институциональных инвесторов можно убедиться, что на них приходится 35-40% всего мирового фондового рынка.

Крупнейшей группой институциональных инвесторов являются страховые компании. На них в 1997 г. приходилось 31% всех активов институциональных инвесторов. На втором месте (27%) пенсионные фонды, на третьем месте институты коллективного инвестирования (26%), но при этом последние демонстрируют наиболее высокие темпы роста - в среднем 16% в год и их доля постоянно растет. Прочие формы институциональных инвесторов, встречающиеся в различных странах, занимают скромное место.

В США активы институциональных инвесторов за 1990-1997 гг. выросли в 2,3 раза, достигнув в 1997 г. почти 16 трлн. долл. При этом на пенсионные фонды пришлось 36%, страховые компании 21%, инвестиционные компании 26%.

На втором месте после США по величине активов институциональных инвесторов находится Япония (3,2 трлн. долл., в 1997 г.) Здесь большая часть инвестиций сосредоточена в страховых компаниях и доверительных банках.

В Великобритании активы институциональных инвесторов в 1997 г. превысили 2 трлн. долл., Франции и Германии - более 1,2 трлн. в каждой, Голландии и Австралии – более 0,6 трлн. В Германии доминирующее положение

¹ Financial Market Trends N68, November 1997, p. 98; Institutional Investors, Statistical Yearbook 1997, 1998. OECD, Paris.

занимают страховые компании, в Голландии и Великобритании - пенсионные фонды.¹

Доля активов институциональных инвесторов в ВВП США, Англии, Голландии., Швейцарии и Швеции колеблется в диапазоне 110-200%. В других крупных и средних странах ОЭСР (за исключением Италии) - 46-91%. В Люксембурге - более 2100%, но эта особенность связана с ролью Люксембурга как “налоговой гавани” для учреждений коллективных инвестиций - здесь зарегистрирована большая часть инвестиционных компаний стран ЕС.²

В то же время в менее богатых членах ОЭСР степень развития институциональных инвесторов заметно ниже. Рассмотренный выше показатель составляет в Турции- 0,7%, Польше - 1,6%, Мексике - 3,9%, Венгрии - 4,5%. В России, по нашим расчетам, 1,3%. (табл. 3.5).

В большинстве стран основная часть активов институциональных инвесторов вложена в инструменты с фиксированным процентом. Вместе с тем, 90-е годы характеризуются более высокими среднегодовыми темпами роста инвестиций в акции: 16% (против 11% для облигаций и 6% - ссуды). Доля акций в активах институциональных инвесторов Австралии в 1997 г. составила 55%, США – 45%, Швейцарии, Нидерландах и Франции примерно 30%.³ При этом очень сильно различается структура инвестиций различных категорий институциональных инвесторов по странам (см. ниже).

¹ Financial Market Trends N68, November 1997, p. 98-100.

² Bank for International Settlements - 68th Annual Report. Basle, 1998, p. 100.

³ Данные ОЭСР, цит. по DAI-Factbook 1999: Statistiken, Analysen und Graphiken zu Aktionäre, Aktiengesellschaften und Börsen. Deutsches Aktieninstitut, Frankfurt/M, 1999.

Таблица 3.4

Активы институциональных инвесторов развитых стран, млрд. долл.

	1990					1995					1997				
	Страховые компании	Пенсионные фонды	Инвестиционные фонды	Прочие	Всего*	Страховые компании	Пенсионные фонды	Инвестиционные фонды	Прочие	Всего*	Страховые компании	Пенсионные фонды	Инвестиционные фонды	Прочие	Всего*
США	1885	2492	1155	1344	6876	2798	4175	2732	2041	11746	3371	5673	4186	2637	15867
Япония	1074	343	390	964	2771	1954	604	500	1496	4554	1595	Нд	350	1210	3155
Германия	400	52	147		599	679	65	369		1113	666	61	475		1202
Франция	239	..	393		632	606	...	559		1165	733	..	531		1264
Италия	66	39	42		147	120	39	80		239	154	33	209		396
Великобритания	454	537	126		1117	817	760	239		1816	1022**	Нд	нд		
Канада	138	165	30		333	164	221	107		492	179	263	178		620
Швейцария	116	138	19		273	194	201	44		439	184	Нд	53		237
Испания	50	14	16		80	98	12	103		213	109	11	179		299
Австралия	73	50	19	4	146	122	103	31	10	266	140	121	54	15	330
Нидерланды	117	230	32		379	216	352	63		631	219	371	69		659
Всего, вкл. прочие страны	4918	3764	2638	2425	13745	8292	5824	5530	3685	23331	7426	6550	6407	3862	24245

*Суммарные данные могут отличаться от других источников, приводимых ниже.

**1996

Составлено по: Institutional Investors Statistical Yearbook 1998. OECD, Paris, 1998.

Таблица 3.5

Соотношение между активами институциональных инвесторов и ВВП, %

Страна	1990	1993	1995	1997
США	127	155	171	203
Япония	82	81	77	75
ФРГ	37	38	46	57
Франция	53	70	75	91
Великобритания	115	164	162	193(1996)
Италия	13	18	21	53
Испания	16	30	38	54
Нидерланды	133	147	158	184
Швеция	86	103	115	120(1996)
Австралия	48	76	76	84
Финляндия	33	44	50	57**
Канада	59	77	88	102
Люксембург	927	2167	2133	2311(1996)
Турция	1	1	1	0,6
Чехия	-	25	18(1994)	нд
Венгрия	-	3	5	6(1996)
Мексика	9	7	4	5
Корея	48	57	58	37
Россия				1,3(1999)*

Примечание: цифры округлены до целого.

* Негосударственные пенсионные фонды, страховые компании, оценка автора

Источник: OECD Institutional Investors - Statistical Yearbook 1997; Financial Market Trends, No.72, Feb. 1999, p.150.

Страховые компании

Итак, основной группой институциональных инвесторов выступают страховые компании, хотя в отдельных странах на первом месте могут находиться пенсионные фонды или институты коллективного инвестирования. Среди страховых компаний главной группой с точки зрения инвестирования являются компании страхования жизни, на которые приходится примерно 80% активов этой группы инвесторов.

Общий объем страховых премий в 1995 г. составил 2060 млрд.долл. (37% США, 31% ЕС, 23% Япония). Половина премий приходилась на страхование жизни, половина - на имущественное страхование.¹ На страны ОЭСР

¹ Financial Market Trends N68, November 1997, p. 106.

приходилось 95% всего рынка страховых услуг (определяемого величиной собранных премий).

Величина премий на душу населения - 1738 долл. в среднем по странам ОЭСР (США 2644, Великобритания 2096, Франция 2264, Япония 3495, Германия 1935, Турция 22, Польша 60, Венгрия 22)¹.

Соотношение Премии/ВВП составляет 8,2% в среднем по странам ОЭСР (8-10% по наиболее крупным, 1-3% в Турции и странах Восточной Европы). Для России последний показатель составил 1,5%.

Таблица 3.6

Активы страховых компаний

	1985		1990		1993		1996 ¹				
	КСЖ	КИС	КСЖ	КИС	КСЖ	КИС	КСЖ	КИС	КСЖ	КИС	
	в млрд.долл.									в % от ВВП	
США	796	299	1365	533	1780	642	2272	780	30	10	
Япония	2712	-	887	180	1387	233	1691	265	33	5	
Германия	108	47	285	116	320	132	478	214	20	9	
Франция	57	17	184	55	279	84	450	132	29	9	
Италия	10	14	36	30	46	29	60	40	6	4	
Англия	160	30	384	70	592	75	697	95	63	9	
Канада	55	13	111	27	122	27	142	33	24	5	
Испания ²	8	-	50	-	58	-	107	-	18	-	
Голландия	39	7	101	16	130	17	214	30	55	8	
Швейцария	..	..	79	36	94	37	117	44	45	17
Швеция	34	-	64	15	67	18	93	28	40	12	

КСЖ - компании страхования жизни; КИС - компании имущественного страхования.

1 Для Франции, Англии, Италии и Швеции данные за 1995 г., Швейцарии - 1994 г.

2 невозможно провести разграничение между КСЖ и КИС

Источник: Bank for International Settlements - 68th Annual Report. Basle, 1998, p.88.

Пенсионные фонды являются второй важнейшей группой институциональных инвесторов, а в США и Великобритании первой. Рост активов пенсионных фондов превосходит темпы роста ВВП, при этом, однако, это происходит за счет той группы стран, где традиционно развивалась накопительная система пенсионного обеспечения (funded pension schemes) - США, Великобритания, Канада. В большинстве континентальных европейских

¹ Financial Market Trends N68, November 1997, p. 107.

стран (за исключением Швейцарии и Голландии) традиционно главную роль в пенсионном обеспечении играет бюджет.

Таблица 3.7

Страховые премии в странах ОЭСР, 1995 г.

Страна	Премии, млн.долл.	Премии на душу населения, долл.	Премии/ВВП, %
США	763639	2644	10
Япония	448219	3495	8,6
ФРГ	200201	1935	6,6
Франция	142117	2264	8,6
Великобритания	140200	2096	11,2
Италия	42655	662	3,5
Испания	27968	686	4,8
Мексика	3883	41	1,3
Турция	1394	22	0,8
Польша	2307	60	2,0
Венгрия	947	92	2,4
Чехия	1273	121	2,7
Страны ЕС	664811	1562	6,9
Страны ОЭСР	2059496	1738	8,2
<i>Россия*</i>	<i>5424</i>	<i>37</i>	<i>1,5</i>

*1997 г.

Источник: OECD Insurance Statistical Yearbook 1988-1995

Коммерсант, №13, 4.02.99

При накопительной системе выплаты пенсий осуществляются за счет доходов от финансовых активов, накопленных в прошлом благодаря долговременным взносам в пенсионные фонды предпринимателей и населения. При бюджетной модели организации пенсионного обеспечения (pay as you go system) все текущие пенсионные выплаты финансируются за счет текущих налоговых поступлений.

Доля акций в активах пенсионных фондов в начале 90-х годов составляла от 3-14% в Испании, Германии и Италии до 80% в Великобритании.¹

¹ Цит. по DAI-Factbook 1999: Statistiken, Analysen und Graphiken zu Aktionäre, Aktiengesellschaften und Börsen. Deutsches Aktieninstitut, Frankfurt/M, 1999. В России в конце 1999 г. действовало 267 негосударственных пенсионных фонда с резервами около 17 млрд. руб. (0,65 млрд. долл.) Коммерсантъ №27, 10.02.2000.

Таблица 3.8
Активы пенсионных фондов

	Активы					% от ВВП
	1980	1985	1990	1993	1996	
	млрд. долл.					
США	701	1606	2492	3449	4752	62
Япония	..	..	343	460	442	10
Германия	15	22	52	47	65	3
Италия	..	..	39	34	43	4
Великобритания	116	224	537	682	897	77
Канада	42	75	165	187	241	40
Австралия	..	45	45	78	100	29
Нидерланды	77	105	230	262	363	92
Швейцария	..	107	138	148	189	73
Швеция	..	..	79	71	93	40

Источник: Bank for International Settlements - 68th Annual Report. Basle, 1998, p.87

Хотелось бы отметить два взаимосвязанных явления: страны с накопительными пенсионными системами имеют более развитые рынки акций, чем страны с относительно неразвитыми рынками (Германия, Италия) и наоборот. Что здесь первично? В разных группах стран причинно-следственная связь различна.

Причина неразвитости пенсионных фондов в континентальных европейских странах (за исключением Нидерландов и Швейцарии) заключается не в недостаточном развитии рынка акций, а в большей социальной ориентированности экономики, что заставляло государство брать на себя функции социального обеспечения. А в странах с формирующимися рынками низкий уровень развития пенсионных фондов, как и в целом институциональных инвесторов, действительно напрямую связан с неразвитостью рынка ценных бумаг. Поэтому переход в них к накопительным пенсионным системам или радикальная реформа системы пенсионного обеспечения невозможны без наличия развитого рынка ценных бумаг и в первую очередь акций и корпоративных облигаций.

Действительно, пенсионные фонды, вкладывая средства в корпоративные ценные бумаги, создают реальную основу для будущих выплат, поскольку эти деньги направляются в основном на инвестиции, т.е. на создание условий для увеличения производства товаров и услуг. Если деньги институциональных инвесторов вкладываются в государственные ценные бумаги, никаких условий для создания новой стоимости не создается. По сути просто перекалывается тяжесть налогового бремени на более отдаленное время и другие возрастные группы населения.

Из доклада ОЭСР “Поддержка уровня жизни в условиях старения населения” 1998 г.

В 1960 г. количество лиц старше 65 лет в странах ОЭСР составляло 15% работоспособного населения. К 2030 г. эта цифра может возрасти до 35%, причем особенно быстрый рост этой доли придется на период после 2010 г. За последние 25 лет количество лиц пенсионного возраста (65 лет и больше) в странах ОЭСР увеличилось на 45 млн. человек, но при этом трудоспособное население возросло на 120 млн. человек. Поэтому старение населения не вызвало серьезных экономических или социальных проблем. Снижение рождаемости и старение поколения послевоенного бэби-бума поставит перед политиками сложные вопросы. В следующие 25 лет количество лиц пенсионного возраста возрастет еще на 70 млн. человек, в то время как количество работоспособного населения увеличится только на 5 млн. (р.20)

Кроме того, что все больше людей попадают в пенсионную группу, все больше людей также раньше уходят на пенсию и живут дольше. В 1960 г. средняя ожидаемая продолжительность жизни мужчины составляла 68 лет, из которых 50 лет он работал. В конце 90-х годов ожидаемая продолжительность жизни повысилась до 76 лет, из них период занятости составлял 38 лет. Современная возрастная структура населения такова, что доля занятых в общем населении будет еще расти до 2010 г., а затем станет снижаться. Это значит, что прирост производства благ и услуг снизится.

В 1960 г. на каждого престарелого приходилось 4 работающих. В конце 90-х - 3 человека. С 2010 г. начнется сокращение этого показателя и к 2030 г. на каждого престарелого будет приходиться всего 2 работающих. (р.21).

Старение населения вызывает необходимость изменений в финансовой системе. Требуется развитие систем частного пенсионного обеспечения, улучшение контроля, повышения прозрачности в деятельности пенсионных фондов, модернизация правил их деятельности. Страны с развитой накопительной системой пенсионного обеспечения (США, Великобритания, Нидерланды, Япония) находятся в лучшем положении, чем большинство европейских континентальных стран, прежде всего Франция, Италия и Германия. **Financial Market Trends N70, June 1998**

Институты коллективного инвестирования

Особенно развиты в США, Великобритании, Канаде, Франции, Нидерландах, хотя и в других странах по темпам роста они опережают других институциональных инвесторов.

Важнейшей группой выступают инвестиционные фонды (инвестиционные компании). Формы инвестиционных фондов могут быть различными, в разных странах они имеют различные названия (см. иллюстрацию 3.1), однако экономическая суть остается той же и заключается в аккумуляции сбережений широких слоев населения за счет выпуска собственных ценных бумаг (акций, паев и пр.), передаче этих сбережений профессиональному управляющему и их инвестированию в различные ценные бумаги, что позволяет индивидуальному инвестору, обладающему относительно небольшими сбережениями, диверсифицировать портфель своих инвестиций.

В США и Англии первые институты коллективного инвестирования появились в начале XX в. Однако их быстрое развитие приходится лишь на послевоенный период, что связано с общими экономическими процессами в экономике промышленно-развитых стран, ростом реальных доходов широких слоев населения, появлением среднего класса. Но особенно быстрый рост институтов коллективного инвестирования пришелся на 80-е и 90-е годы XX в.

Институты коллективного инвестирования могут иметь различную организационно-правовую форму (с образованием или без образования юридического лица): акционерное общество, доверительная компания, контрактная форма.

Но при любой форме всегда существуют три лица, наделенных определенными полномочиями. Владелец инвестиционного портфеля вносит денежные средства, покупая сертификаты, паи долевого участия или акции; менеджер (физическое или юридическое лицо) обязуется управлять совокупным инвестиционным портфелем индивидуальных участников (акционеров); доверенное лицо или банк - хранить активы инвестиционного фонда и обслуживать его счета.¹

¹ Подробнее об инвестиционных компаниях (фондах) см. Миловидов В.Д. Паевые инвестиционные фонды. М.: Анкил, ИНФРА-М, 1996.

Основная организационная форма в США - акционерная компания (корпорация), хотя возможны и иные варианты. В США общим родовым понятием для институтов коллективных инвестиций служит термин “инвестиционная компания” (investment company).

Иллюстрация 3.1

Основные типы институтов коллективного инвестирования

<i>США</i>	<i>Инвестиционная компания открытого типа open-end investment company или взаимный фонд mutual fund Инвестиционная компания закрытого типа closed-end investment company</i>
<i>Великобритания</i>	<i>Инвестиционный траст investment trust Паевой фонд или юнит-траст unit trust</i>
<i>Франция</i>	<i>Инвестиционное общество (компания) открытого типа - SICAV (Société d'Investissement à Capital Variable). Инвестиционная компания закрытого типа (Société d'Investissement à Capital Fixe). Паевой фонд (Fonds Communs de Placement).</i>
<i>Россия</i>	<i>инвестиционный фонд чековый инвестиционный фонд паевой инвестиционный фонд</i>

Инвестиционные компании (investment company) в США делятся на открытого и закрытого типа (open-end, closed-end). Первые имеют название в США взаимных фондов (mutual funds). Часто термин используют в отношении всех институтов коллективного инвестирования - как в США, так и в других странах, что не вполне корректно.

Взаимный фонд постоянно выпускает акции, которые обязуется выкупать по первому требованию своих акционеров исходя из чистой стоимости активов, приходящихся на одну акцию. Такие акции не котируются на фондовых биржах. Инвестиционные компании закрытого типа выпускают акции, которые не обязаны выкупать у акционеров. Такие акции обычно имеют котировку на фондовой бирже.

Взаимными фондами называют и английские юнит-трасты (паевые фонды) unit trusts, что верно по экономической сути, но неверно, если исходить из их юридической формы. В США взаимные фонды являются акционерными обществами, т.е. юридическими лицами, в то время как в Великобритании юнит-трасты (или паевые фонды) юридическими лицами не являются. Взаимоотношения участника траста основаны на доверительном договоре между попечителями и участником траста. Управляющий отделен от попечителей.

Подавляющая часть инвестиционных компаний в США - открытого типа (более 90% всех активов).

Еще один тип ИКИ в США - инвестиционный траст (unit investment trust). Формируются на основе трастового договора. Трасты выпускают собственные сертификаты долевого участия, которые обязательно являются погашаемыми ценными бумагами и выкупаются трастом). Отличительной особенностью трастов является то, что они не имеют совета директоров. Портфель траста фиксирован и не может быть изменен. При заключении трастового договора заранее устанавливаются структура и величина портфеля активов траста. Покупая долю участия и инвестиционном трасте, инвестор сам выбирает тип инвестиций.¹

Институты коллективного инвестирования получили большое развитие во Франции в 80-90-е годы. Различают три разновидности институтов коллективного инвестирования (OPCVM): SICAF (Société d'Investissement à Capital Fixe) - инвестиционные компании закрытого типа, SICAV (Société d'Investissement à Capital Variable) - инвестиционные компании открытого типа или взаимные фонды, инвестиционные фонды fonds communs de placements (паевые фонды) и инвестиционные фонды предприятий fonds commun de placement entreprise (разновидность американских программ ESOP).

¹ Миловидов В.Д. Паевые инвестиционные фонды. М.: Анкил, ИНФРА-М, 1996, стр. 128.

Наиболее массовым видом учреждения являются фонды SICAV. Они управляются банками или компаниями по ценным бумагам. Инвестиционные фонды и инвестиционные фонды предприятий впервые появились, соответственно, в 1979 и 1964 гг.

В Великобритании основными типами инвестиционных фондов выступают юнит-трасты (или паевые фонды) unit-trust (открытого типа) и инвестиционные трасты investment trust (закрытого типа).

Наиболее распространены контрактные типы инвестиционных компаний в Австрии, Германии, Швейцарии. В Италии и Нидерландах они имеют форму ограниченного партнерства или корпорации с ограниченной ответственностью.

Почти во всех странах преобладающим видом инвестиционных фондов выступают фонды открытого типа.

Таблица 3.9
Активы инвестиционных фондов открытого типа

	Активы				Виды компаний, 1996 г., %				В % от ВВП, 1996 г.
	1987 г.	1990 г.	1993 г.	1996 г.	Денежного рынка	Облигаций	Акций	Сбалансированные	
	в млрд. долл.								
США	770	1069	2075	3539	25	22	49	3	46
Япония	305	336	455	420	29	45	24	2	9
Германия	42	72	79	134	16	56	25	3	6
Франция	204	379	484	529	45	29	11	14	34
Италия	51	42	65	129	36	39	17	7	11
Великобритания	68	89	131	188	0	5	88	6	16
Канада	16	21	86	155	15	9	52	14	26
Испания	4	12	72	136	51	41	3	6	23
Нидерланды	16	24	46	67	10	30	54	6	17
Люксембург	74	85	248	352	25	52	18	5	1840

Источник: Bank for International Settlements - 68th Annual Report. Basle, 1998, p.85.

Во всех странах этот сектор демонстрировал очень высокие темпы роста, однако по видам фондов рост был неравномерным. В США низкие процентные ставки по банковским депозитам наряду с возможностью осуществления расчетов с помощью чеков по счетам в фондах способствовали бурному росту

во второй половине 80-х годов взаимных фондов денежного рынка (money market mutual funds) - институтов, вкладывающих средства в краткосрочные финансовые инструменты (в первую очередь в государственные краткосрочные обязательства, коммерческие бумаги). Одновременно длительный период роста курсов акций привел к росту фондов, вкладывающих средства в акции. В целом 40% вложено в акции, 60% - в облигации и другие процентные бумаги.

В США примерно треть всех семей имеет вложения в акции открытых и закрытых инвестиционных компаний. Активы самой большой группы - Fidelity (более 300 млрд.долл.) больше, чем все инвестиции английских юнит-трастов.

В Великобритании большая часть вложений юнит-трастов приходится на акции. На облигации всего 2%.

Во Франции, как и в других континентальных европейских странах, наиболее популярными оказались фонды, вкладывающие средства в облигации и сбалансированные фонды, нежели чистые фонды акций. В Японии в середине 90-х годов произошло сокращение доли фондов акций, что связано с падением рынка акций в Японии.

В Италии такого рода учреждения стали развиваться с 1983 г. Вложения в акции потеряли популярность после фондового кризиса 1987 г.. В настоящее время более 50% всех активов вложено в краткосрочные государственные ценные бумаги.

Инвестиционные фонды стали основным инструментом привлечения средств населения для вложения в ценные бумаги. Учитывая большую социальную значимость этих учреждений, инвестиционные компании (фонды) очень жестко регулируются государством. В США с 1940 г. действует Закон об инвестиционных компаниях (Investment Company Act 1940), серьезно ограничивающий возможности совершения высокорискованных операций инвестиционными компаниями, делающий их исключительно прозрачными учреждениями и практически исключаящий совершение мошеннических действий).

В странах ЕС подобного рода учреждения часто называют термином ПКИ (Предприятия коллективных инвестиций) UCITs (Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities - буквально Предприятия коллективных инвестиций в обращающиеся ценные бумаги). Это понятие появилось в 1985 г. в результате принятия Директивы ЕС по предприятиям коллективных инвестиций.¹ Согласно этой директиве, под UCITs понимаются инвестиционные фонды открытого типа (любой формы: контрактные, доверительные, юридические лица), которые имеют право привлекать и вкладывать средства в любой стране ЕС.

Директива устанавливает целый ряд стандартов для UCITs. Она предусматривает, что инвестиции не менее чем на 90% должны состоять из ценных бумаг, имеющих котировку на фондовой бирже или приравненном к ней рынке. Общее правило гласит, что ПКИ могут инвестировать не более 5% своих активов в ценные бумаги одного эмитента. В случае, если этот лимит поднят до 10%, общая доля ценных бумаг эмитентов, доля которых в активах ПКИ превышает 5%, не может быть выше 40%. Запрещаются инвестиции на товарных рынках, в недвижимость, в драгоценные металлы. По этой директиве ценные бумаги фондов, отвечающих критериям UCITs, учрежденных в той или иной стране ЕС, могут свободно продаваться в любой стране группировки.

Значительная часть существующих в ЕС фондов отвечает требованиям UCITs. Самым популярным местом реализации инструментов ИКИ в Европе стал Люксембург, где отсутствует налог на проценты и дивиденды (withholding tax).

Учитывая большую социальную значимость пенсионных фондов, страховых компаний и инвестиционных фондов, во всех развитых странах они очень жестко регулируются государством. В законодательстве многих стран существуют запреты или очень серьезные ограничения на инвестиции в ценные

¹ Текст Директивы о предприятиях коллективных инвестиций см. сайт Европейского Союза <http://www.europa.eu.int/>

бумаги с повышенной степенью риска. Таковыми обычно считаются ценные бумаги неинвестиционного класса (ниже BBB- по классификации рейтингового агентства Standard & Poor's). Максимально высокий рейтинг России составлял BB- в 1996-97 гг., т.е. даже тогда он был ниже инвестиционного класса. Соответственно, деньги основной группы западных инвесторов просто не могли попасть на российский фондовый рынок. Из иностранных институциональных инвесторов в России представлены в основном так называемые хедж-фонды.

Хедж-фонды представляют собой по сути те же инвестиционные компании (фонды), которые, однако, не подпадают под законодательство, регулирующее деятельность инвестиционных компаний. В федеральном законодательстве США само понятие хедж-фонд отсутствует. Почему на них не распространяются требования американского законодательства, в первую очередь Закона об инвестиционных компаниях 1940 г.? Дело в том, что Закон делает исключения для институтов коллективного инвестирования, если число инвесторов в них не превышает 100, их ценные бумаги продаются только богатым индивидуумам (имеющим инвестиции более 5 млн. долл.) или юридическим лицам, имеющим вложения в ценные бумаги не менее 25 млн. долл. Хедж-фонды и организованы таким образом, чтобы не подпадать под действие Закона. При этом они не имеют права прибегать к открытой подписке на свои ценные бумаги. По сути дела это закрытый клуб богатых инвесторов с минимальным порогом для вступления в размере от 100 тыс. до 5 млн. долл. (Наиболее распространенный взнос – 1 млн. долл.)

Многие из них зарегистрированы в оффшорных зонах, дабы избежать налогов. Хедж-фонды представляют собой очень небольшую часть институциональных инвесторов, хотя они и демонстрировали самые высокие темпы роста в 90-е годы - до 40% в год. Поскольку на них не распространяется требование раскрытия информации, точные данные об их количестве и активах отсутствуют. Та информация, которая доступна, поступает от самих фондов на добровольной основе, без аудиторского подтверждения и к ней надо относиться

с осторожностью. По разным оценкам общее количество хедж-фондов в 1998 г составляло от 1200 до 4000. Собственный капитал оценивался в 150-200 млрд. долл., активы до 400 млрд., количество управляющих групп от 1000 до 1300.¹

Большая часть участников этих фондов – богатые индивидуумы (80% всех средств). В конце 90-х все более заметную роль начинают играть и юридические лица, в частности различные университетские фонды (foundations). Так, Корнельский университет, по данным ОЭСР, разместил 10% своих активов, или 230 млн. долл., в хедж-фонды, Йельский университет – 25%.²

Выделяются несколько видов хедж-фондов, в зависимости от применяемых ими стратегий и сферы деятельности. Наиболее распространены так называемые макро-фонды и глобальные фонды (macro-funds, global funds). Глобальные фонды специализируются на инвестициях на “формирующихся” рынках или на финансовых рынках отдельных регионов. Наиболее известным представителем этой группы является Tiger Fund. Из макро-фондов, работающих на всех сегментах финансового рынка, самой известной группой является возглавляемая Д.Соросом Quantum Fund.

Нередко хедж-фонды осуществляют очень рискованные операции с использованием заемных средств. Так, коэффициент Заемные средства/Собственные средства (leverage (ам.), gearing (англ.)) у американского фонда LTCM (Long Term Capital Management) в 1998 г. доходил до 25-30 (активы - 125, собственные средства 5 млрд. долл.). При этом известно, что хедж-фонды для получения “эффекта рычага” чрезвычайно активно используют забалансовые операции (с фьючерсными и форвардными контрактами). С учетом последних левверидж у LTCM доходил до 300. Как уже отмечалось, эффект рычага позволяет приумножить прибыли при росте рынка, но он же действует в обратном направлении при изменении конъюнктуры. Это как раз и случилось с

¹ Оценки ОЭСР, МВФ, БМР, Goldman Sachs (см., например, Financial Market Trends N68, November 1997, p.18; BIS Annual Report 1999, p.100).

² Цит. по: The Impact of Hedge Funds on Financial Markets. Paper submitted to House of Representatives Standing Committee on Economics, Finance and Public Administration's Inquiry into the International Financial Markets Effects on Government Policy, June 1999

LTSM. В 1995-96 гг. он обеспечивал норму прибыли в 40%, в 1997 г. 20%, а в 1998 г. понес убытки на несколько миллиардов долларов после дефолта России и последовавшего обвала латиноамериканских рынков.¹

Именно использование заемных средств и срочных сделок превращает хедж-фонды в заметных игроков на мировых рынках, которые оказываются в состоянии оказать сильное влияние на его функционирование. Т.е. в данном случае их роль на мировом рынке намного превышает их долю в активах, которая, как мы убедились, достаточно скромна (подробнее см. ниже).

В отличие от развитых стран ОЭСР, роль институциональных инвесторов на рынке ценных бумаг стран с формирующимися рынками, особенно с «переходной экономикой» ничтожно мала.

В странах с «переходной экономикой» демографическая ситуация аналогична странам ОЭСР, однако накопительные пенсионные системы практически отсутствуют. Пожалуй, в России эта проблема встанет наиболее остро. Как указывалось выше, препятствием для нормального функционирования негосударственных пенсионных фондов в России является отсутствие достаточно объемного, прозрачного и ликвидного рынка корпоративных ценных бумаг.

Наиболее развитая система частных пенсионных фондов среди развивающихся стран сложилась в Чили и Аргентине. Но при этом и уровень развития рынка акций в этих странах заметно выше, чем на многих формирующихся рынках.

В развивающихся странах значение ИКИ повсеместно очень невелико, как и в целом институциональных инвесторов. Причем основным объектом инвестирования для них являются государственные ценные бумаги. Фондов, вкладывающих в акции, очень немного.²

¹ В конце концов его кредиторы рекапитализировали фонд, внося недостающие миллиарды, в обмен на 90% долю в его капитале.

² Vittas D. Institutional Investors and Securities Markets: Which Comes First? The World Bank, Wash., 1998, p.5.

В странах с переходной экономикой инвестиционные фонды были созданы фактически только в Чехии и России. И там, и там их число с момента создания сильно сократилось. В России из более чем 600 фондов, созданных в период ваучерной приватизации 1992 - 1994 гг., через три года оставалось не более половины. В 1997 г. только 30 ЧИФов играли сколько-нибудь заметную роль на фондовом рынке, сохраняя перспективы дальнейшего существования. Кроме удачного состава портфеля основной причиной их успеха являлась аффилированность с какой-либо крупной финансово-промышленной группой.

Паевые инвестиционные фонды, несмотря на серьезную поддержку со стороны Федеральной комиссии по рынку ценных бумаг, даже в лучшие времена российского фондового рынка смогли привлечь ничтожно малый объем денежных средств инвесторов (в долларовом эквиваленте не более нескольких десятков миллионов долларов). Основная причина все та же - слабость рынка.

В Чехии на первом этапе приватизации было создано более 400 инвестиционных фондов, на втором - еще более 200 (большая часть - паевые, меньшая - акционерные). Они сосредоточили более 70% акций приватизированных предприятий. Их результаты оказались значительно более успешными, чем у российских ЧИФов, тем не менее и здесь выявились существенные недостатки.

Львиная доля активов в Чехии приходится на 4 фонда, три из которых являются аффилированными лицами банков. В Чехии небольшое число инвестиционных фондов, основанных банками, превратились фактически в холдинговые компании, которым во многих случаях принадлежат контрольные пакеты акций приватизированных предприятий. Банки, как конечные собственники этих холдинговых компаний, попадают в ситуацию классического конфликта интересов, контролируя предприятия как собственники и предоставляя им кредиты. Это породило возможности для сговора, инсайдерских

делок, причем в такой степени, что инвесторы стали очень настороженно и подозрительно относиться к этим финансовым посредникам.¹

По мнению специалистов ОЭСР, появление инвестиционных фондов в России и Чехии произошло на ранней стадии развития рынка капиталов, что затруднило их превращение в жизнеспособных финансовых посредников. Неликвидные рынки не позволили им обеспечить денежные потоки, необходимые для нормальной деятельности, а привлечение ресурсов от инвесторов оказалось невозможно из-за глубокого недоверия к ним в связи с их во многих случаях нечестной деятельностью и информационной закрытостью.

Создание инвестиционных фондов в Польше откладывалось многократно в течение ряда лет, лишь в 1997 г. получили листинг Национальные инвестиционные фонды, которые должны сыграть ключевую роль в польской схеме приватизации.

В 80-е и особенно в 90-е годы усилилось *влияние институциональных инвесторов на движение финансовых потоков на мировом рынке*, что связано с ростом международной диверсификации их портфелей. Наиболее интернационально диверсифицированы пенсионные фонды, в наименьшей степени - страховые компании (приложение 9).

Современная портфельная теория гласит, что путем составления портфеля ценных бумаг из разных национальных эмитентов устраняется несистематический риск, однако это не в состоянии ликвидировать систематический риск, связанный с функционированием экономики в целом. Систематический риск может быть минимизирован путем интернационализации портфеля - включения в него ценных бумаг иностранных эмитентов. Однако пока степень диверсификации институциональных инвесторов далека от оптимальной.

¹ Financial Market Trends N70, June 1998.

Доля иностранных бумаг в активах институциональных инвесторов все еще значительно меньше доли иностранных рынков в мировой капитализации. Это связано в первую очередь со структурой пассивов институциональных инвесторов, которая носит ярко выраженный национальный характер. Однако это же говорит о большом потенциале роста международных вложений институциональных инвесторов.

Концентрация больших объемов ценных бумаг и денежных средств в руках институциональных инвесторов способствуют повышению волатильности фондовых рынков. Некоторые исследователи считают, что рост краткосрочных колебаний в последние годы связан именно с их деятельностью.

Например, при падении какого-либо “формирующегося рынка”, его доля в индексе МФК уменьшается (поскольку индекс является взвешенным по капитализации). Соответственно индексный фонд (см. ниже, *активное и пассивное управление фондами*), вкладывающий средства в ценные бумаги “формирующихся рынков”, перетряхивает свой портфель, сбрасывая акции данной страны. Новые продажи еще больше толкают цены вниз.

Или иной вариант. Во многих странах институциональные инвесторы по законодательству или по уставу не имеют право приобретать ценные бумаги, имеющие рейтинг ниже определенного класса (обычно не ниже инвестиционного класса, т.е. не ниже BBB- по классификации Standard & Poor's). Временное понижение рейтинга эмитента ниже инвестиционного класса заставляет менеджеров институциональных инвесторов опять же избавляться от ценных бумаг неинвестиционного класса, даже если они уверены, что данные бумаги имеют хорошие перспективы роста.

А масштабы институциональных инвесторов таковы, что их действия способны радикально повлиять на формирующиеся рынки.

В США многие аналитики связывают крах на фондовом рынке 1987 г. как раз с деятельностью институциональных инвесторов. Первоначальное понижение цен акций спровоцировало исполнение стоп-приказов на продажу со

стороны институциональных инвесторов, что еще больше толкнуло цены вниз. Необходимость пополнения обеспечения по маржевым сделкам (margin calls) также привела к росту продаж. Эти два фактора обострили кризис и способствовали резким колебаниям цен.

Хедж-фонды обвиняют в том, что они спровоцировали кризис европейского валютного механизма 1992 г. и азиатский финансовый кризис лета 1997 г. Обвинения высказывались со стороны правительств ряда азиатских стран (Сингапур, Малайзия) и Австралии. В действиях хедж-фондов усматривался сговор, совместная игра на понижение валют ряда стран. И хотя убедительных доказательств сговора никто не смог предоставить, очевидно, что операции хедж-фондов в ряде относительно небольших государств действительно могли привести к обвалу на рынке.

В 1997 г. хедж-фонды в расчете на понижение курсов открывали так называемые “короткие позиции” (совершали продажи без покрытия) в валютах ряда стран ЮВА и Австралии, по стоимости доходившие до 5% ВВП этих стран (так было в Таиланде). Прочие инвесторы, ориентируясь на этих игроков, также начинали продавать, что в итоге и приводило к значительному падению валютных курсов. Давление на цены акций на развивающихся рынках после девальвации мексиканского песо в декабре 1994 г., (Tequila crisis), по общему мнению, связано со стадными действиями институциональных инвесторов.

Институциональные инвесторы в ряде стран играют исключительно высокую роль в финансировании научно-технического прогресса. Например, пенсионные фонды США в 1994 г. предоставили около 50% венчурного капитала. При этом, однако, доля венчурного финансирования в их портфелях составила всего 0,3%.¹

В Европе, за исключением Англии и Голландии, пенсионные фонды и страховые компании в значительно меньшей степени участвуют в венчурном финансировании. При этом, в отличие от США и Канады, в большинстве стран

¹ Financial Market Trends N68, November 1997 p.40.

ОЭСР под венчурным финансированием понимается не только финансирование новых предприятий, но и выкуп акций менеджерами (management buy-outs).

Крупнейшая за пределами США система венчурного финансирования сложилась в Великобритании. Здесь финансирование осуществляется институциональными инвесторами через независимые (некотируемые) фонды, имеющие структуру партнерства с ограниченной ответственностью, и инвестиционные трасты (фонды закрытого типа) имеющие котировку (листинг) на Лондонской фондовой бирже.

Корпоративный контроль. Теоретически, размеры пакетов акций, принадлежащих институциональным инвесторам в США и Англии, настолько велики, что они в состоянии реально контролировать корпорации. Например, 20 крупнейших пенсионных фондов США имеют 8% акций 10 крупнейших корпораций.¹ Институциональным инвесторам, например, в 1988 г. принадлежало 86% акций Amoco, 82% General Motors, 74% Mobil и 70% Citicorp.² Однако институциональные инвесторы, как отмечается экспертами ОЭСР, остаются пассивными инвесторами. Более того, нормы регулирования в некоторых странах таковы, что препятствуют установлению прямого контроля. Например, в Европе страховые компании не имеют права приобретать доминирующее влияние в каких-либо иных областях, кроме самого страхования.³

В 80-е - 90-е годы происходит усиление связи между банками и институциональными инвесторами. Банки активно участвуют в управлении инвестиционными фондами даже в странах с традиционным делением банков на коммерческие и инвестиционные. Либерализация финансовых систем привела к появлению финансовых конгломератов, в которых банки и страховые компании предоставляют широчайший спектр финансовых услуг. Эта деятельность получила название bankassurance или allfinanze и наиболее ярко выражена в

¹ Financial Market Trends N68, November 1997, p.45.

² Цит. по: Vittas D. Institutional Investors and Securities Markets: Which Comes First? The World Bank, 1998.

³ Financial Market Trends N68, November 1997, p.46.

Великобритании, Германии, Франции и Нидерландах. Правда, совмещение банковской и страховой деятельности допускается не во всех странах ОЭСР. Так, в США и Японии запрет на совмещение деятельности банков и страховых компаний оставался в силе еще осенью 1999 г.), хотя объем продаж страховых продуктов банками США в 90-е годы быстро рос (см. параграф 3.3).

Сами страховые компании все активнее внедряются в область управления инвестиционными фондами.

Еще одна тенденция в развитии ИКИ - *консолидация и укрупнение*. В США под управлением 5 крупнейших менеджеров фондов находится 20% всех активов, а 20 - 40%.¹ По некоторым оценкам, в будущем средние фирмы просто исчезнут. Останутся гиганты (активы более 100 млрд. долл. и мелкие специализированные фирмы (бутики).

Уровень вознаграждения управляющим заметно отличается в разных странах. В высококонкурентных системах англо-саксонских стран размер вознаграждения составляет в среднем 20-40 базисных пунктов (0,2-0,4%) от среднегодовой чистой стоимости активов. В континентальных европейских странах вознаграждение управляющим пенсионных фондов может превышать 100 б.п., в Японии - 60-80 б.п.

Влияние на инвестиционные и торговые технологии

Институциональные инвесторы способствовали появлению и развитию новых финансовых инструментов, которые позволяют страховать ценовые риски.

С ними же связаны технологии выполнения крупных заявок (block trades), одновременное исполнение заявок на покупку-продажу большого числа разных ценных бумаг (программная торговля).

Потребности институциональных инвесторов привели к созданию альтернативных торговых систем (например, частных торговых систем – см. главу 4), они толкают к введению новых торговых систем на биржах. Например,

¹ Financial Market Trends N68, November 1997, p.30.

система SETS (см. главу 4) на Лондонской фондовой бирже появилась именно как ответ на потребности институциональных инвесторов.

Активное и пассивное управление фондами

Статистика свидетельствует, что лишь менее половины всех фондов имеют динамику лучшую, чем динамика фондового индекса. Поэтому значительная часть пенсионных фондов выбирает пассивную модель управления инвестициями. Портфель фонда составляется таким образом, чтобы он структурно соответствовал какому-либо фондовому индексу. Такой подход значительно удешевляет управление фондом.

Индексные фонды (index funds) приобретают все большую популярность. В Англии доля индексных фондов выросла с 5% в 1990 г. до более чем 30% в 1996 г. В США примерно 50% всех пенсионных фондов индексные.¹

3.2 Приватизация и фондовый рынок

Заметное влияние на фондовый рынок многих стран в 80-е и особенно 90-е годы оказала приватизация. Пионером ширококомасштабной приватизации выступило консервативное правительство Великобритании во главе с М. Тэтчер еще в конце 70-х годов. Вслед за ней, начиная с 80-х годов, крупные приватизационные программы были приняты и в других развитых, а затем и развивающихся странах. По некоторым оценкам, за 1980 - 1991 гг. в развитых и развивающихся странах было приватизировано 6800 крупных и средних предприятий.²

В 90-е годы произошло расширение масштабов приватизации - как за счет увеличения объема продаж в странах с рыночной экономикой, так и за счет преобразований в странах с переходной (в прошлом директивной) экономикой. Общее количество приватизированных крупных и средних предприятий в

¹ Financial Market Trends N68, November 1997, p.33.

² Цит. по: Havrylyshyn O., McGettigan D. Privatization in Transition Countries: A Sampling of the Literature. IMF Working Paper. Jan. 1999, p.5.

странах с переходной экономикой за период по 1997 г. составило порядка 60 тысяч.¹ Самая крупная приватизационная программа осуществлена в Российской Федерации. В задачу данного исследования не входит анализ российской приватизации - это самостоятельная и очень большая тема. Нам же хотелось проанализировать общемировые тенденции и влияние приватизации на рынок акций.

Масштабы **денежной** приватизации в мире в 90-е годы неуклонно росли вплоть до 1997 г., увеличившись с 30 млрд. долл. в 1990 г. до примерно 150 млрд. долл. в 1997 г. и несколько сократились в 1998 г. до 115 млрд. табл. 3.10, см. также приложение 10. Львиная доля средств получена от приватизации объектов в странах ОЭСР (от 70 до 77% в период 1994-1998 гг.). Общая выручка за 1990 - 1998 гг. составила 700 млрд. долл.²

Одной из причин роста фондовых рынков во многих развитых странах в 1995-1998 гг. как раз и стали программы приватизации. Они сопровождались открытой подпиской на акции приватизируемых предприятий на многие миллиарды долларов, что не могло не отразиться на капитализации соответствующих рынков. Акционерами стали миллионы людей.

По общей сумме доходов от приватизации в 90-е годы первое место среди стран ОЭСР по-прежнему, как и в 80-е годы, занимала Великобритания. И хотя с середины 90-х она уступила первенство другим странам (поскольку практически все крупные объекты были приватизированы) суммы доходов от приватизации во второй половине десятилетия по-прежнему исчислялись миллиардами долларов. Так, в 1996 г. удалось продать акции Railtrack, British Energy соответственно на 2,9 и 2,2 млрд.долл.³ Общий объем доходов от приватизации за период 1990-1998 гг. составил 64 млрд.долл. (см. приложение 10).

¹ Ibid. Havrylyshyn O., McGettigan D. Privatization in Transition Countries: A Sampling of the Literature. IMF Working Paper. Jan. 1999, p.5.

² См. также Nellis J. Time to Rethink Privatization in Transition Economies? IFC Discussion Paper 38, The World Bank, Washington, D.C., 1999, p. 1.

³ Financial Market Trends, N 66, March 1997, p.17.

Таблица 3.10

Выручка от приватизации, млрд. долл.

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1990-1998
Страны ОЭСР	24,7	37,4	16,7	55,3	47,6	52,8	70,8	96,0	86,0	487,3
Страны ЕС	15,6	23,9	4,1	29,5	24,9	32,7	45,3	66,8	58,6	301,4
Прочие страны	5,1	10,4	19,8	24,0	18,1	21,1	27,9	57,8	28,5	212,7
Весь мир	29,8	47,8	36,5	79,3	65,7	73,9	98,7	153,8	114,5	700,0

Источник: Financial Market Trends, No.70, June 1998, p.150; No.72, Feb.1999, p.130.

Вторая крупнейшая программа в странах ОЭСР связана с приватизацией итальянских компаний, которая стала активно разворачиваться во второй половине 90-х годов. Общая сумма доходов от приватизации за 1990-1998 гг. составила тоже около 64 млрд. долл. В течение 1994-96 гг. итальянское правительство продавало акций каждый год на 6 млрд. долл., а в 1997-1998 гг. - в несколько раз больше. В 1995-1998 гг. в результате продажи акций энергетической компании ENI (ЭНИ) в общей сложности на сумму более 20 млрд. долл. доля государства в этой компании сократилась до 39%. В 1997 г. крупнейшей приватизационной программой стала продажа 45% акций итальянской компании Telecom Italia (ранее называлась Stet) за 14,9 млрд. долл. В 1998 г. с Италией связаны крупнейшие приватизационные программы в странах ОЭСР. Объекты приватизации: Электроэнергетическая компания ENEL, очередной транш ENI, Alitalia, Aeroporti di Roma, Banca Nazionale del Lavoro.

Наиболее крупные разовые приватизационные сделки в Японии пришлось на 80-е годы. Затем после нескольких лет перерыва правительство Японии возобновило приватизационные мероприятия в 1993 г., получая в дальнейшем от 4 до 16 млрд. долл. в год. В 1998 г. продажа 6,48% акций NTT дала 6,6 млрд. долл., что довело долю государства до 59%.¹

Во Франции приватизационная кампания вновь развернулась с 1993 г. после нескольких лет перерыва. Максимальный объем приватизации пришелся на 1993 г., когда стоимость проданных акций государственных компаний

¹ Financial Market Trends, No.72, Feb.1999, p.133.

составила 12 млрд. долл. В последующие годы объем приватизации составлял от 4 до 8 млрд. долл. Среди крупнейших сделок - продажа акций France Telecom - 4 крупнейшей компании связи в мире, Air France, Pechiney. В 1998 г. продажа второго транша акций France Telecom дала 7 млрд. долл. из 13,5 млрд., полученных за этот год. В результате продажи 66,3 млн. акций доля государства уменьшилась с 75 до 62%. Примечательно, что заявки на приобретение акций поступили от 3 млн. инвесторов.¹

Одной из крупнейших программ приватизации во второй половине 90-х годов стала приватизация “Дойче Телеком” (13,3 млрд.долл. только в 1996 г.). Однако в дальнейшем масштабы приватизации заметно сократились. В 1997 г. продано 37,5% акций Lufthansa. В 1998 г. в Германии осуществлена первая продажа 75% акций Почтового банка.

С середины 90-х годов большую программу приватизации проводило правительство Португалии. В 1996 г. ее стоимость оценивалась в 3,8 млрд.долл. против 2,3 в 1995 г. Двумя самыми крупными объектами стали Portugal Telecom и цементная компания Cimpor. В 1997 г. были проданы крупные пакеты компаний электроэнергетики и связи. Во всех случаях значительная или даже большая часть акций приобреталась мелкими инвесторами.

Начиная с 1993 г. крупную приватизационную программу стало проводить правительство Испании. Были осуществлены эмиссии акций банковской группы Argentaria и нефтегазовой компании Repsol. Первая только в 1996 г. принесла казне 1,3 млрд.долл., вторая - 0,6 млрд.долл. В 1997 г. испанское правительство осуществило продажу акций компании Telefonica за 4,4 млрд.долл. (1,2 млн. покупателей), новую эмиссию акций энергетической компании Endesa за 4,5 млрд. долл., 59% акций сталелитейной компании Aceralia за 2,3 млрд.² В 1998 г. правительство провело новую эмиссию Argentaria, Endesa, Tabacalera (табачная промышленность) на сумму почти 12 млрд. долл.³

¹ Financial Market Trends, No.72, Feb.1999, p.132.

² Financial Market Trends, No.70, June 1998 p.151.

³ Financial Market Trends, No.72, Feb.1999, p.132.

В Австралии впечатляющие приватизационные программы проводились как федеральным правительством, так и правительствами штатов. Крупнейшим мероприятием 1996 г. стала продажа остающихся в государственной собственности акций Commonwealth Bank of Australia (4,1 млрд. долл. в 1996 г.).

В 1997 г. 2/3 выручки пришлось на продажу 33,3% акций компании связи Telstra (10,9 млрд. долл.). Общий объем привлеченных средств составил 17 млрд. долл. в 1997 и 7 млрд. в 1998 г.

В 1998 г. впервые осуществила крупную приватизацию Швейцария, выпустив на 4,4 млрд. долл. акции Швейцарской телекоммуникационной компании Swisscom.

Во второй половине 90-х годов крупные приватизационные программы начало осуществлять правительство Польши. В 1998 г. впервые приватизация проводилась в форме открытой подписки на акции (телекоммуникационная компания TPSA на сумму около 1 млрд. долл.).

США традиционно имели очень небольшой государственный сектор в промышленности и в инфраструктуре, поэтому приватизировать здесь практически было нечего (последние продажи федеральной собственности производились в 80-е годы, в частности, компании Conrail). Однако в 1998 г. правительство США смогло разместить на 3,1 млрд. долл. акции предприятия по обогащению ядерного топлива (USEC).¹

За пределами ОЭСР наиболее крупные программы проводились в Бразилии и Перу. В 1997 г. в Латинской Америке объем приватизационных сделок составил 27,5 млрд., из которых 17 млрд. долл. пришлось на Бразилию. Крупные программы имели место также в Аргентине, Колумбии и Венесуэле. В 1998 г. в Бразилии выручка от приватизации составила 25,5 млрд.²

Приватизационным программам в странах Азии был нанесен огромный ущерб азиатским кризисом 1997 г., в результате которого многие проекты были

¹Financial Market Trends, No.72, Feb.1999, p.133. Крупнейшие приватизационные программы в США проводились сразу после Второй мировой войны.

²Ibid., p.134.

отложены, по другим произошло снижение поступлений от продажи. Общий объем приватизационных программ в странах Азии - нечленах ОЭСР в 1998 г. сократился до 1,3 млрд. долл.

Приватизационные программы в России в 1997 г. дали 3,2 млрд. долл. (крупнейшая сделка - Связьинвест). Самая крупная в странах СНГ - приватизация казахской компании Актюбинскнефть за 4 млрд. долл.¹ В 1998-1999 гг. в связи с падением курсов акций на формирующихся рынках, большинство намечавшихся программ было отложено на неопределенный срок.

Инвесторы

В странах ОЭСР основными покупателями акций приватизируемых предприятий являлись резиденты .

Соотношение между индивидуальными и институциональными инвесторами не столь ярко выражено. В отдельные годы и в отдельных странах преобладали индивидуальные инвесторы, в другие - институциональные.

Отрасли

В 90-е годы основными отраслями, в которых проводилась приватизация, являлись связь, транспорт и электроэнергетика.

Методы приватизации

Во всех странах ОЭСР в 90-х годах преобладала открытая подписка на акции. В дальнейшем, однако, поскольку почти все уже будет продано, ее роль может снизиться в пользу так называемой “купленной сделки” (bought deal) - продаже акций синдикату андеррайтеров. К этому методу часто прибегали правительства Англии и Франции при продаже оставшихся в государственной собственности небольших пакетов акций. Другой вариант - выкуп оставшихся акций самой компанией.

В других странах основным методом выступает инвестиционный конкурс.

Продажа акций как метод приватизации является наиболее удачным способом в том случае, когда есть развитый рынок капиталов и когда не

¹ Financial Market Trends, No.70, June 1998, p.156.

требуется проводить глубокой структурной реорганизации приватизированных предприятий.

Особенности приватизации в странах с переходной экономикой

В отличие от стран с развитой рыночной экономикой, где приватизация производилась на возмездной основе, в странах с переходной экономикой приватизация происходила в основном иными способами. Можно выделить пять способов приватизации в этих странах (речь идет только о крупных и средних предприятиях):

- Реституция (возврат старым собственникам или их наследникам)
- Коммерческий конкурс и продажа акций
- Выкуп управляющими
- Выкуп работниками
- Массовая (ваучерная) приватизация с равным доступом населения

Сочетание этих методов в разных странах заметно различается. Продажа иностранным инвесторам имела преимущественное значение лишь в Венгрии и Эстонии. Массовая ваучерная приватизация с равным доступом всех граждан как основной метод была реализована в Чехии и Литве. В России основным методом по сути стал выкуп управляющими и работниками (примерно половина всех приватизированных средних и крупных предприятий), хотя по форме приватизация проводилась как массовая, ваучерная. Реституция как метод приватизации сыграла заметную роль лишь в Эстонии. Во всех странах, за исключением Эстонии, значительная часть предприятий осталась в собственности государства.¹ (На эту тему проводилось несколько исследований и Всемирным банком, и Европейским банком реконструкции и развития, и Организацией экономического сотрудничества и развития. Данные последнего приведены в табл. 3.11).

¹ Havrylyshyn O., McGettigan D. Privatization in Transition Countries: A Sampling of the Literature. IMF Working Paper. Jan. 1999, p.16.

Однако в странах с переходной экономикой к 1997 г. период массовой приватизации закончился со всеми нетрадиционными методами (ваучерная бесплатная приватизация и пр. см. также таблицу 3.11). В дальнейшем методы будут теми же, что и в других странах.

Касаясь влияния этих методов приватизации на фондовый рынок, можно констатировать, что модель массовой ваучерной приватизации (Чехия, Россия, Литва) обеспечивает быстрое создание крупного и ликвидного рынка акций, поскольку она основана на распределении акций среди большого числа акционеров. Однако дальнейшее развитие определяется иными факторами. Высокий уровень активности на российском рынке акций в 1996-1997 гг. был связан не только с притоком иностранного, в основном спекулятивного, капитала, но и активной скупкой контрольных пакетов отечественными крупными инвесторами. После завершения процесса консолидации, активность на рынке акций неизбежно уменьшается. Что мы и наблюдаем в России в 1998-99 гг., хотя, конечно, это не единственная и не главная причина падения рынка акций в России в 1998 г.

Таблица 3.11

Методы приватизации средних и крупных предприятий в странах с переходной экономикой

	Ваучерная приватизация		Продажа внешним инвесторам	Выкуп менеджерами работниками	Прочие
	Равный доступ	Льготы инсайдерам			
Албания	-	-	***	-	-
Болгария	**	-	***	-	-
Венгрия	-	-	***	-	**
Латвия	***	-	**	-	-
Литва	***	-	-	**	-
Македония	-	-	-	***	-
Польша	**	-	*	***	-
Россия	-	***	**	*	-
Румыния	-	-	**	***	-
Украина	**	-	-	***	-
Словакия	**	-	-	***	-
Словения	-	-	**	***	-
Чехия	***	-	**	-	-
Эстония	-	-	***	**	
Хорватия	-	-	***	-	-

- *** - основной метод
- ** - второй по значимости
- * - третий по значимости

Источник: Financial Market Trends N70, June, 1998, p.113.

3.4 Виды профессиональных посредников на фондовом рынке: анализ практики различных стран мира

Многочисленных посредников, действующих на современном фондовом рынке, по выполняемым ими функциям можно разделить на несколько групп: брокеры, дилеры, портфельные управляющие, инвестиционные консультанты.¹ Конкретные институциональные формы этих посредников могут быть самыми разнообразными, но условно всех их можно разделить на две группы: банки и небанковские компании. И те, и другие могут выполнять все или часть указанных выше функций, со всеми или с определенными инструментами фондового рынка. В какой мере эта классификация согласуется с традиционной классификацией финансовых посредников?

3.4.1 К вопросу о классификации финансовых посредников

Во многих странах в рамках статистики финансовых потоков (financial flow accounts), которую обычно составляют центральные банки, публикуются данные о структуре финансовой системы - активах и доле отдельных учреждений в активах финансовой системы.

В каждой стране классификация имеет национальную специфику. В различных странах сложились учреждения, носящие разные названия и выполняющие на финансовых рынках специфические функции. Во многом различия связаны с континентальной и англосаксонской моделями банковских систем, хотя и в рамках той же англосаксонской модели структура финансовых систем различных стран будет заметно отличаться. Так, например, существуют довольно заметные различия между финансовыми системами Англии и США,

¹ Необходимо подчеркнуть, что в целях анализа мы отделяем деятельность посредников от профессиональной деятельности на фондовом рынке. Последнее понятие более широкое и включает также деятельность по организации торговли и депозитарно-клиринговую деятельность на фондовом рынке (см., например, Закон РФ "О рынке ценных бумаг", глава 2).

США и Канады. Меньше отличаются, хотя и здесь можно найти существенные отличия, финансовые системы Англии и Австралии.¹

Тем не менее, можно выделить какие-то общие для всех стран учреждения (с известными оговорками). Финансовые организации принято делить на банковские и небанковские учреждения.

Банки	Небанковские финансовые учреждения
Центральный банк	Страховые компании
Коммерческие банки	Пенсионные фонды
Инвестиционные банки	Институты коллективных инвестиций
Сберегательные банки	Финансовые компании
Кооперативные банки	Кредитные союзы
Ипотечные банки	Компании по ценным бумагам (брокеры/дилеры)

Деление это достаточно условное, на самом деле, повторим, классификация для каждой страны своя, причем, по статистике финансовых потоков, **инвестиционные банки** (в тех странах, где есть деление банков на коммерческие и инвестиционные), **относятся к группе небанковских учреждений** (США, Англия, Австралия, Япония). Сам термин «инвестиционный банк» в статистике финансовых потоков США отсутствует. Деление на коммерческие и инвестиционные банки отсутствует в континентальных европейских странах (Германия, Швейцария, Австрия, Франция и др.). Понятие “компания по ценным бумагам” (или брокерско-дилерская фирма broker/dealer) в США отчасти совпадает с понятием “инвестиционный банк” investment bank, поскольку инвестиционный банк по сути просто крупная компания по ценным бумагам, работающая на оптовом сегменте рынка, и т.п. Как правило, в категорию банков попадают только депозитные учреждения.

Ниже приводится краткая характеристика финансовых учреждений под углом зрения их роли на фондовом рынке и более подробно - тех ее участников, которые играют ведущую роль на фондовом рынке - банках и компаниях по ценным бумагам.

¹ Для примера см. структуру финансовой системы США в приложении 11.

Центральный банк - главный эмиссионный и валютный орган, кредитор последней инстанции кредитно-финансовых учреждений и орган, осуществляющий денежно-кредитную политику правительства. Во многих странах, хотя и далеко не во всех,¹ это и главный надзорный орган над банковскими учреждениями.

Центральные банки занимают уникальное положение на рынке государственных долговых обязательств, являясь, как правило, основными дилерами по государственным облигациям, платежными агентами эмитента (министерства финансов), часто выступая в качестве расчетной системы по государственным облигациям. В современных условиях в развитых странах воздействие на денежный рынок и рынок капиталов осуществляется центральными банками преимущественно именно через рынок ценных бумаг.

О функциях и операциях центрального банка см. работы А.В. Аникина, Л.Н. Красавиной, Л.А. Московкиной В.П. Полякова, В.С. Пятенко, А.Ю. Симановского, Вяч.Н. Шенаева.

Коммерческие банки - банки, выполняющие классические банковские операции по привлечению депозитов, предоставлению кредитов и осуществлению расчетов. Само понятие пришло, по всей видимости, из Англии, где исторически возникло два типа банков: коммерческие (commercial или trading banks) и так называемые торговые или инвестиционные (merchant banks). В настоящее время деление на коммерческие и инвестиционные банки характерно для всех стран, имеющих англо-саксонскую модель кредитно-финансовой системы. Для стран романо-германского права это деление исторически не было свойственно. В Германии использовалось и используется и

¹ Так, например, в Германии надзорные функции над банками выполняет специальный контрольный орган, подчиненный министерству финансов, - Федеральная надзорная палата по банкам (Bundesaufsichtsamt für das Kreditwesen), расположенная в Берлине (после переезда правительства в Берлин должна переехать в Бонн). В Японии это до 1998 г. министерство финансов, а с 1998 г. новый финансовый надзорный орган, в Англии это до 1998 г. Банк Англии, а с 1998 г. специальный орган, осуществляющий всеобъемлющий контроль над финансовой системой - Ведомство контроля над финансовым сектором (Financial Services Authority - FSA), во Франции, Бельгии и Швейцарии - специальные банковские комиссии. В США существует целая система контролирующих органов: ФРС, Контролер денежного обращения, Федеральная корпорация страхования депозитов и Федеральная система жилищного кредитования (отвечающая за ссудо-сберегательные ассоциации), см. также главу 6.

поныне просто понятие банк, поскольку германский банк - универсальное учреждение (опять же с определенными оговорками, поскольку в Германии есть также специализированные банки - см. ниже). В России и во всех странах с “переходной” экономикой банки также являются универсальными.

Применительно к коммерческим банкам нередко используется понятие “розничный банк” (retail bank), “оптовый банк” (wholesale bank). Под розничным банком понимается учреждение, имеющее большое число отделений и работающее с широкими слоями населения и предприятиями малого бизнеса. Оптовый банк работает с крупными клиентами - юридическими лицами. Практически все ведущие банки мира ведут операции как на оптовом, так и на розничном сегменте финансового рынка.¹

В англосаксонских странах коммерческие банки традиционно не занимаются торговлей ценными бумагами за исключением государственных бумаг, хотя в 80-90-е годы в этой области произошли существенные изменения (см. ниже).

Инвестиционные банки. Термин “инвестиционный банк” (investment bank) пришел из США. Исторически предшественниками современных инвестиционных банков являлись английские торговые банки (merchant banks). Кстати, термин торговый банк merchant bank используется в Англии, в Австралии и ряде других стран Содружества до сих пор (инвестиционный банк investment bank - редко). Функции инвестиционных банков состоят в организации эмиссий ценных бумаг, в частности путем андеррайтинга, помощи в слияниях и поглощениях и в целом в посредничестве в операциях с ценными бумагами.

Исторически германские банки, как и в большинстве континентальных европейских стран, являясь универсальными банками, выполняли эти операции наряду с операциями по привлечению депозитов и выдаче кредитов. Вместе с

¹ Особым видом розничных операций банков является обслуживание очень богатых индивидуальных клиентов - физических лиц (private banking). Традиционно на этой деятельности специализировались швейцарские банки.

тем в последние десятилетия понятие инвестиционное банковское дело (investment banking), причем именно на английском языке, все шире используется в Германии и выделяется в отдельную сферу деятельности германских банков (подробнее см. 3.4.3). Соответствующие подразделения европейских банков занимаются андеррайтингом ценных бумаг, торговлей ими на вторичном рынке (в разных странах по-разному, см. ниже), предоставляют услуги в области слияний и поглощений.

Сберегательные банки. По своим функциям напоминают коммерческие банки. В последние десятилетия различия между теми и другими стираются благодаря слияниям и отмене ограничений на некоторые виды деятельности. Что их действительно часто отличает от коммерческих банков - это структура собственности. Как правило, это “взаимные” учреждения, т.е. они принадлежат своим членам.

Традиционно, сберегательные банки занимают заметное место на финансовых рынках стран континентальной Европы, в первую очередь в Германии. Относительно велико их значение и в Австралии, где они являются дочерними компаниями коммерческих банков.¹

В Германии во второй половине 90-х годов насчитывалось примерно 640 сберегательных банков (касс) (Sparkassen), доля которых в активах банковской системы (без учета центрального банка) составляла около 40%. Правительство той или иной земли, в которой находится сберегательный банк, выступает гарантом по вкладам в эти банки. В каждой земле существует своеобразный центральный банк сберегательных касс - Земельный банк (Landesbank). Крупнейшим земельным банком является Westdeutsche Landesbank (Северный Рейн-Вестфалия) – один из крупнейших банков страны.

Сберегательные банки Германии координируются учреждением, находящимся во Франкфурте-на-Майне - Deutsche Girozentrale - Deutsche Kommunalbank.

¹ См. Рубцов Б.Б. Финансы, денежное обращение и кредит Австралии. М., 1981, стр. 125-126.

В Австрии таким центральным банком для сберегательных банков (Sparkasse) выступал Girozentrale Vienna (в настоящее время называется (GiroCredit Bank).

В Италии эти учреждения называются Cassa di Risparmio, в Испании Caja de Ahorros, во Франции и Бельгии - Caisses d'Epargne. Во всех этих странах происходит процесс концентрации сберегательных банков за счет слияний друг с другом или с коммерческими банками. Так, Cassa di Risparmio di Roma слился с Banco di Roma и Banco di Santo Spirito под названием Banco di Roma. В Испании два крупнейших сберегательных банка слились, образовав ведущее банковское учреждение La Caixa. Во Франции общее количество этих учреждений сократилось с середины 80-х до середины 90-х годов с 470 до 200, при этом они обладают правами обычных коммерческих банков и на них приходится до 20% всех банковских вкладов.¹

В Великобритании сберегательные банки (Trustee Savings Banks) начали создаваться в начале прошлого века, но никогда не играли заметной роли. В 1976 г. они приобрели статус обычных коммерческих банков, затем объединились в один банк "TSB Bank", который в 1996 г. был поглощен Lloyds Bank.

В США система сберегательных учреждений представлена ссудо-сберегательными ассоциациями (Savings and Loan Associations или Thrifts). До недавнего времени она включала тысячи учреждений. В 80-х годах система ссудо-сберегательных ассоциаций США оказалась в состоянии самого серьезного кризиса за послевоенный период. Значительная часть этих учреждений была поглощена коммерческими банками в рамках программы спасения SLA, многие просто прекратили существование. С конца 80-х годов исчезло более 1000 этих ассоциаций.

В Японии сберегательные банки именуются "сого" (sogo banks).

На рынке ценных бумаг в англосаксонских странах, Японии сберегательные банки представлены в основном как эмитенты и инвесторы в

¹ Valdez S. An Introduction to Global Financial Markets. - L., 1997, p.14-15.

государственные ценные бумаги. В Германии и европейских странах крупные сберегательные банки выступают на фондовом рынке и как его профессиональные участники, занимаясь андеррайтингом и торгуя на биржах (последнее зависит от той или иной страны, см. ниже).¹

Кооперативные банки. Это банки, также принадлежащие своим членам, которыми обычно выступают работники одной отрасли или сферы деятельности. Наиболее распространены в сельском хозяйстве. Такие мощные банковские учреждения, как Crédit Agricole во Франции, Rabobank в Голландии, Norinchukin в Японии являются представителями кооперативных банков, интересы которых связаны прежде всего с сельским хозяйством.

Значение этих банков велико в экономике Германии, Голландии, Австрии, Франции и Финляндии. На долю этих банков приходится от 20 % в Германии до 34% в Финляндии банковских депозитов.² В Германии в середине 90-х насчитывалось примерно 2600 кооперативных банков, крупнейший из которых, выполняющий роль головного банка - DG Bank. В других странах кооперативные банки не получили существенного развития.

Их роль на рынке ценных бумаг аналогична сберегательным банкам.

Ипотечные банки Во многих странах существуют специализированные банковские учреждения, занимающиеся кредитованием жилищного строительства или приобретения жилья.

В США такими учреждениями традиционно выступали ссудо-сберегательные ассоциации. Однако они никогда не имели монополии на этот вид деятельности, занимаясь ей наряду с коммерческими банками. После кризиса системы ссудо-сберегательных ассоциаций в конце 80-х годов их роль заметно сократилась.

В Великобритании основными учреждениями ипотечного кредитования традиционно выступают строительные общества (building societies) и

¹ Информацию о сберегательных банках можно найти на сайте Мировой институт сберегательных банков World Savings Banks Institute – European Savings Banks Group www/savings-banks.com

² Valdez S., p.16.

коммерческие банки. До относительно недавнего времени строительные общества имели статус взаимных обществ. Закон о строительных обществах 1986 г. позволил трансформировать их в акционерные общества и по сути предоставил права совершать все операции коммерческих банков. Правом преобразования в акционерное общество воспользовался, например, Abbey National, являющийся в настоящее время по величине активов одним из крупнейших банков страны.

В некоторых странах ипотечное кредитование - удел в основном специализированных учреждений (Дания). В Германии ипотечным кредитованием занимается широкий круг учреждений - как специализированные ипотечные банки, так и универсальные коммерческие, сберегательные и прочие. В ряде стран (Австрия, Дания, Франция, Германия) существует специальное законодательство, регулирующее ипотечные банки и операции с ипотечными облигациями. В 1995-1998 гг. специальные законы об ипотечных банках и ипотечных облигациях были приняты в Венгрии, Польше, Чехии и Словакии (по образцу немецкого).

К концу 1995 г. в странах Европы действовало примерно 115 ипотечных банков. У них имеется своя профессиональная организация - Европейская ипотечная федерация (European Mortgage Federation) со штаб-квартирой в Брюсселе.¹

Заметное место ипотечные банки (27) играют в Германии (более 10% активов банковских учреждений). Они предоставляют ипотечные ссуды в основном за счет ресурсов, привлекаемых путем выпуска специальных ипотечных облигаций - ипотечных пфандбрифов (Hypotheken Pfandbriefe). Собственно роль европейских ипотечных банков на фондовом рынке определяется именно тем, что они выпускают особый вид облигаций. Общий объем облигаций, обеспеченных недвижимостью, составлял в 1995 г. в Европе 538 млрд. ЭКЮ.²

¹ Сайт организации: www.hypo.org

² The German Pfandbrief. VDH, Bonn, 1997. p.75.

Еще один вид деятельности, разрешенный ипотечным банкам в Германии – кредитование государственных органов, производимое с помощью эмиссии также специальных облигаций – публичных пфандбрифов (Öffentliche Pfandbriefe, ранее известных как Kommunalobligationen).

Ныне рынок пфандбрифов (публичных плюс ипотечных) - крупнейший сегмент рынка облигаций Германии, превосходящий даже рынок облигаций федерального правительства. Это и крупнейший рынок облигаций в Европе. По некоторым расчетам, он занимает 6-е место в мире после рынков государственных облигаций США, Японии, рынка ипотечных ценных бумаг США, коммерческих бумаг США и муниципальных облигаций США.

Задолженность по пфандбрифам достигала в 1996 г. 1431 млн. марок. Это 40% внутренней облигационной задолженности (национальных эмитентов). В обращении находилось 16500 выпусков.¹

Небанковские финансовые учреждения

Страховые компании, пенсионные фонды и институты коллективных инвестиций рассмотрены выше в разделе “Инвесторы”. Специфика этих учреждений такова, что, являясь по финансовой статистике посредниками, с точки зрения классификации деятельности на фондовом рынке они выступают как инвесторы под управлением профессиональных портфельных менеджеров, в роли которых могут быть банки и специализированные компании.

Финансовые компании

Финансовые компании являются весьма многочисленной группой учреждений прежде всего в англо-саксонских странах. Они занимаются финансированием продаж с отсрочкой платежа, лизингом, факторингом, предоставлением персональных необеспеченных займов. Часто крупные финансовые компании принадлежат ведущим машиностроительным фирмам или

¹ The German Pfandbrief. VDH, Bonn, 1997, p.7. Подробнее о пфандбрифах см. Рубцов Б.Б. Современные системы финансирования ипотечных кредитов и рынки ценных бумаг, обеспеченных недвижимостью //Банковские услуги, № 4-5, 1999.

банкам. На фондовом рынке они выступают прежде всего как эмитенты. Например, финансовые компании США являются ведущими эмитентами коммерческих бумаг в этой стране.

Кредитные союзы

Кредитные союзы не являются банками, однако по выполняемым функциям очень напоминают коммерческие банки. Это небольшие учреждения, членами которых выступают члены одного населенного пункта, одного церковного прихода или места работы. Члены союза вносят взносы и имеют право получить кредит, в несколько раз превышающий размер накоплений. Обычно они пользуются налоговыми льготами. Широко распространены во многих странах. В США, например, существует примерно 15000 кредитных союзов, членами которых являются 60 млн. человек.¹

Компании по ценным бумагам

Доля этой группы учреждений в активах финансовой системы невелика даже в тех странах, где они наиболее развиты и влиятельны, например, в США (см. приложение 21), однако их место определяется не активами, а функциями. Операции, которые выполняют эти учреждения, заключаются в торговле ценными бумагами за собственный счет и по поручению клиентов, управлении портфелями ценных бумаг, инвестиционном консультировании, андеррайтинге ценных бумаг. Читатель может задать вопрос: в чем же тогда заключается отличие от инвестиционного банка? Ни в чем. Как уже отмечалось выше, инвестиционный банк на самом деле не является банком с точки зрения статистического учета. В статистике активов финансовой системы США (см. приложение 21) термин “инвестиционный банк” отсутствует, в статистике других стран (Англия, Австралия - merchant bank) фигурирует в группе небанковских учреждений. По сути инвестиционный банк - крупная компания по ценным бумагам.

¹ Valdez S. An Introduction to Global Financial Markets. - L., 1997, p.21.

Больше всего подобного рода учреждений в англо-саксонских странах. В группу компаний по ценным бумагам (по терминологии ФРС США брокерско-дилерских фирм - security brokers and dealers, ЕС - инвестиционных фирм - investment firms) входят самые разнообразные институты, имеющие специфические названия в разных странах и действующие зачастую на очень узких сегментах фондового рынка. Так, в США для этих фирм, а их примерно 8000, используется общий термин брокеры/дилеры (brokers/dealers). Крупнейшие из них (Merrill Lynch, Morgan Stanley-Dean Witter, Salomon Smith Barney, Prudential Bachs и многие другие) носят неформальное название инвестиционных банков. Все они теоретически имеют право работать и на внебиржевом, и на биржевом рынке.

Идентичная система сложилась в Японии. В стране примерно 200 брокерско-дилерских фирм, из которых крупнейшие могут быть определены как инвестиционные банки (инвестиционные дома) и могут работать как на биржевом, так и внебиржевом рынке.

В Англии и Австралии торговые банки непосредственно не работают на фондовой бирже, где действуют специализированные биржевые фирмы (брокеры/дилеры). На рынке государственных ценных бумаг этих стран выделяются также специализированные фирмы (gilt-edged money makers в Англии и authorised dealers в Австралии)

Во Франции, где банки являлись универсальными учреждениями и традиционно занимали доминирующее место на первичном рынке ценных бумаг, они до 1996 г. не могли непосредственно быть членами фондовых бирж; биржевая торговля акциями и облигациями находилась в руках специализированных фирм - биржевых обществ sociétés de bourse (брокеров/дилеров). До 1988 г. предшественниками биржевых обществ выступали агенты по обмену (agents de change) – физические лица, объединенные в товарищества, которые не могли принадлежать другим финансовым учреждениям. После реформы 1988 г. (см. также главу 5) банки

получили право приобретать биржевые общества, образованные на базе старых *agents de change*, чем они сразу и воспользовались. В настоящее время все французские биржевые общества фактически принадлежат национальным и иностранным банкам. Во исполнение директивы ЕС об инвестиционных услугах (*Investment Services Directive 1993*) запрет на прямое участие банков в биржевой торговле был снят в 1996 г., но, тем не менее, биржевые общества во Франции по-прежнему являются ведущими фигурами на фондовой бирже.

Директива об инвестиционных услугах оказала заметное влияние на структуру участников рынка во всех странах ЕС. Если раньше во Франции существовало три типа учреждений, оказывавших инвестиционные услуги: кредитные учреждения (банки) - *Etablissements de crédit*, биржевые общества *Sociétés de bourse* и портфельные управляющие *Sociétés de gestion de portefeuille*, то после принятия 2 июля 1996 г. Закона о модернизации финансового сектора *Loi de modernisation des activités financières* (во исполнение Директивы об инвестиционных услугах) все виды учреждений поделены на две группы, которые могут оказывать все виды услуг в области ценных бумаг: кредитные учреждения и институты инвестиционных услуг (компании по ценным бумагам), объединяющие биржевые общества и портфельных управляющих. Аналогичная ситуация сложилась и в других странах ЕС.

В прошлом в Италии существовали различные виды финансовых учреждений, имевших право совершать ограниченные виды операций на фондовой бирже. В результате реформы 1991 г. их сменили универсальные компании по ценным бумагам - *Società di Intermediazione Mobiliare (SIM)*.

В Швеции банки, являясь универсальными, не имели право, однако, торговать на фондовой бирже, где действовали специализированные компании по ценным бумагам. Запрет был отменен в 1992 г. и в настоящее время в числе членов Стокгольмской биржи есть и банки, и компании по ценным бумагам.

Компаний по ценным бумагам мало в странах с германской моделью банковской системы (Австрия, Швейцария). Например, в Германии до 1996 г. все

операции на биржевом фондовом рынке считались чисто банковскими, и небанковское учреждение не имело право осуществлять сделки на фондовой бирже (за исключением специальных членов биржи – официальных и свободных маклеров). Иностранные брокерско-дилерские фирмы, работавшие на германском рынке, получали лицензию банка. С 1996 г., в развитие упоминавшейся выше Директивы ЕС об инвестиционных услугах, в Германии появилось понятие “компания финансовых услуг” (фактически компания по ценным бумагам). Надзорная палата над банками с 1996 г. выдает, помимо различного рода банковских лицензий, также и лицензии компании финансовых услуг. Но реально ситуация осталась без изменения: роль небанковских посредников на фондовом рынке Германии малозаметна. См. также глава 6.

В большинстве развивающихся стран компании по ценным бумагам действуют на фондовом рынке наряду с банками (т.е. банки являются универсальными учреждениями), хотя в некоторых они выступают единственными операторами на рынке корпоративных ценных бумаг, заимствовав американскую систему (например, Мексика).

Во всех странах с переходной экономикой компании по ценным бумагам представляют многочисленную и очень динамичную группу учреждений. В России до августовского кризиса 1998 г. они были более активны на рынке акций, чем банки.

3.4.2 Направления эволюции финансовых посредников

Для того чтобы понять, каким образом сложились различия в системе посредников на фондовом рынке, необходимо хотя бы коротко проанализировать историю их развития.

Исторически первой группой финансовых посредников являются банки. Первые банки появились на территории современной Италии в Ломбардии и Тоскане еще в XIII-XV вв. Итальянцы считают, что основанное в Сиенне в 1472

г. учреждение “Monte dei Paschi di Siena” является первым банком в современном понимании.

Для своего времени итальянские банки были весьма совершенными учреждениями. Они широко использовали переводные векселя, аккредитивы, систему безналичных расчетов и правила двойной записи при ведении бухгалтерского учета. Эти учреждения начали оказывать услуги в области морского страхования и заложили основы торгового права. В период своего расцвета банкирский дом Барди имел примерно 30 отделений в Италии и за ее пределами.

За пределами Италии самым известным стал банкирский дом Фуггеров из Аусбурга, оказывавший финансовые услуги империи Габсбургов.

В XVII-XVIII вв. финансовые центры перемещаются сначала в Амстердам, а затем в Лондон. В этих странах формируются и первые специализированные финансовые учреждения, которые ныне носят название “торговые (инвестиционные) банки” (merchant banks). В 1762 г. торговец тканями из Эксетера Фрэнсис Бэринг основал “торговый банк” Baring Brothers, просуществовавший до 1996 г.¹ В 1804 г. Натан Мейер Ротшильд, нажив начальный капитал в Манчестере в текстильной промышленности, основал банкирский дом в Лондоне. В Голландии возникли Mees & Hope, Pierson, Heldring & Pierson (оба действуют и сейчас как дочерние компании ABN-AMRO Bank).

В ту пору торговые банки в Англии занимались двумя основными видами операций: финансированием внешней торговли путем учета переводных векселей (Bills of Exchange), служивших основными инструментами расчета во внешнеторговых операциях (отсюда и название “торговый”)² и размещением займов для государственных органов путем продажи их облигаций. Так, Baring

¹ В 1996 г. банк обанкротился в результате действий своего сотрудника Ника Лисона в сингапурском отделении банка. Последний, совершая операции с фьючерсами на Сингапурской международной валютной бирже SIMEX, пользуясь недостатками системы контроля в банке, допустил убытки в размере около 2 млрд. долл.

² До декабря 1987 г. группа (или клуб) ведущих торговых банков Великобритании называлась Комитетом акцептных домов (The Accepting Houses Committee).

Brothers принимал участие в размещении французских займов для обеспечения выплаты репараций этой страной после наполеоновских войн. В 1818 г. Ротшильд разместил 36-летний облигационный заем для Пруссии. Голландский банк Mees совместно с Baring оказывал содействие американским штатам в приобретении Луизианы у Наполеона в 1803 г.¹

Период активного банковского учредительства наступает в XIX в. В США в 1800 г. возникают Bank of New York и Bank of Boston (позже переименованный в First National Bank of Boston). Примерно в то же время возникает банк, с 1955 г. носящий название Chase Manhattan Bank. В 1812 г. появляется City Bank, после серии поглощений и слияний носящий название (с 1955 г.) Citibank.

В Европе в 1822 г. основан бельгийский Société General, баварский Bayerische Hypotheken und Wechsel Bank; в 1856 г. австрийский Creditanstalt и швейцарский Crédit Suisse; в 1862 г. швейцарский UBS; в 1863 г. французский Société Général и Crédit Lyonnais; в 1870 г. Deutsche Bank; в 1894 г. Banco Commerciale Italiano.

В Великобритании до 1826 г. существовала монополия на акционерное банковское дело. Акционерным по законодательству еще XVIII века являлся только Банк Англии. Отмена запрета на создание банков в виде акционерных компаний способствовала их быстрому развитию. В 1836 г. был основан Midland Bank, в 1833-36 гг. возникли предшественники современного National Westminster Bank. Многочисленные частные банки не могли выдерживать конкуренцию крупных акционерных банков и были поглощены или слились с ними. В результате подобного слияния появился современный Barclays Bank.

Отметим одну любопытную и важную деталь. Хотя на континенте Ротшильды приняли самое непосредственное участие в создании некоторых крупных коммерческих банков (например австрийского Creditanstalt и

¹ Valdez S. An Introduction to Global Financial Markets. - L., 1997, p.11. По истории развития банковского дела написаны десятки книг и в России, и за рубежом. Наиболее обстоятельный анализ, с которым нам приходилось сталкиваться, сделан в работе: Банковая энциклопедия. Под общей редакцией Л.Н.Яснопольского. Изд-во Банковой Энциклопедии, Киев, 1914.

французского Société Général), в самой Англии они, также как и другие “торговые банки”, не стали внедряться в новые кредитные учреждения, продолжая заниматься тем, что умели лучше всего - финансированием внешней торговли и размещением облигационных займов. В результате в Англии сложилась традиция деления банков на две группы: “коммерческие банки” и “торговые банки” (trading banks, merchant banks). При этом торговля ценными бумагами на фондовом рынке (фондовой бирже) стала уделом небольших специализированных фирм (брокеров и джобберов). Такая же структура возникла и в США, где, правда, торговые банки называются инвестиционными банками (investment banks). Деление банков на коммерческие и инвестиционные было закреплено в США Банковским актом 1933 г., известным также под названием Закона Гласса-Стигала (см. ниже).

Лишь с 60-х, а фактически в 80-е годы нашего века английские коммерческие банки начинают учреждать дочерние компании, занимающиеся инвестиционным банковским делом или приобретают уже существующие торговые банки или биржевые фирмы.¹

В США дольше всего сохранялось жесткое деление на коммерческие и инвестиционные банки. Лишь с конца 80-х годов происходит либерализация Закона Гласса-Стигала, а в конце 1999 г. и его отмена (см. ниже).

В континентальной Европе, особенно в Германии, Австрии и Швейцарии сложился тип универсального банка, выполняющего как “коммерческие”, так и “инвестиционные” операции.

По мере развития экономики финансовая система постепенно усложняется, возникают новые типы финансовых учреждений, выполняющих узко очерченный круг операций, связанных с перемещением денежных капиталов. Кроме банков появляются иные формы финансовых посредников. Причем если в прошлом веке доля банков в активах финансовой системы была близка к 100%,

¹ Недавно маятник качнулся в другую сторону. В 1997 г. Барклайз бэнк и Натвест бэнк покинули сферу инвестиционного банковского дела из-за низких показателей по сравнению с розничными банковскими операциями.

то в настоящее время их доля снизилась в отдельных странах до 26% (см. табл.3.12). За счет кого? В первую очередь за счет институциональных инвесторов - пенсионных фондов, страховых компаний и инвестиционных компаний. Только в развивающихся странах банки по-прежнему абсолютно доминируют. Это в полной мере характерно и для России.

Одновременно вследствие процессов концентрации и централизации сокращается общее количество банковских учреждений (табл. 3.13).

Таблица 3.12

Доля банков в активах финансовых учреждений, 1996 г., %

Страны	Всего	В том числе		Государственные банки
		Сберегательные	Кооперативные и взаимные	
Австрия	85	26	21	Нд
Великобритания	53	Нд	Нд	0
Германия	76	14	11	35
Испания	75	26	3	Нд
Италия	77	Нд	10	60
Нидерланды	57	Нд	Нд	Нд
США	26	4	1	0
Франция	70	8	15	11
Швейцария	79	4	3	14*

*Исключая сберегательные и региональные банки, которые принадлежат местным органам власти
 Источник: White W. R. The Coming Transformation of Continental European Banking?
 BIS Working Papers No.54, June 1998, p.28

Еще в 60-е годы в связи с тенденцией понижения доли банков в активах кредитно-финансовой системы в экономической литературе (в основном англо-саксонских стран) появились высказывания о “закате банков”, конце эпохи банков. Как показано в работах отечественных экономистов,¹ этот тезис некорректен. Уменьшение доли в активах может свидетельствовать лишь об уменьшении относительной роли банков, а вообще - об усложнении финансовой системы. Абсолютное значение банков отнюдь не падает и они занимают уникальное место среди прочих посредников. Тем более что, как

¹ Аникин А.В. Кредитная система современного капитализма. М.: Наука, 1964; Красавина Л.Н. Новые явления в денежно-кредитной системе капитализма. М.: Финансы, 1971; Шенаев В.Н. Банки и кредит в системе финансового капитала ФРГ. М.: Наука, 1967.

свидетельствует та же таблица 3.12, радикальное снижение доли банков в активах финансовой системы характерно лишь для США.

Таблица 3.13

Количество и концентрация депозитных учреждений*

Страна	Количество			Концентрация: 5 (10) крупнейших %		
	1980	1990	1996	1980	1990	1996
Австрия	1595	1210	1019	нд	нд	42(57)
Бельгия	176	157	141	53(69)	48(65)	58(72)
Великобритания	796	665	557	63(80)	58(79)	57(78)
Германия**	5355	4180	3392	нд	нд	16(28)
Испания	357	327	313	38(58)	38(58)	48(62)
Италия	1071	1067	911	26(42)	24(39)	29(45)
Нидерланды	200	180	172	73(81)	77(86)	80(88)
США***	36103	28044	22846	9(14)	9(15)	16(25)
Франция	1033	786	570	57(69)	52(66)	52(67)
Швейцария	478	499	403	45(56)	45(57)	51(63)

*Коммерческие, сберегательные, взаимные и кооперативные банки

**1980, 1990 - только Западная Германия

***Включая кредитные союзы

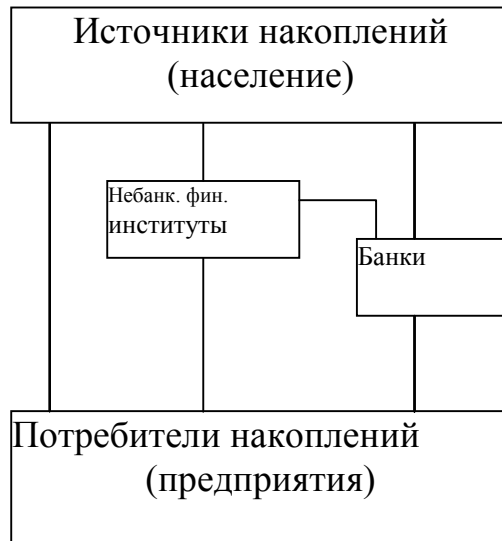
Источник: White W. R. The Coming Transformation of Continental European Banking?

BIS Working Papers No.54, June 1998, p.27

В тех случаях, когда уменьшается роль банков как аккумуляторов денежных ресурсов населения в пользу небанковских институтов, эти ресурсы все равно попадают в значительной степени в банки, но уже в другой форме – в качестве платы за банковские облигации. Цепочки движения накоплений становятся длиннее (см. схему 1). Пассивы банков все больше приобретают секьюритизированную форму. Но опять же в разных странах этот процесс проявляется в разной степени. Наиболее ярко выражен в англо-саксонских странах, во Франции (в 80-90-е годы) и в меньшей степени в Германии (эти особенности уже отмечались в главе 2).

В главе второй, сравнивая значение рынка ценных бумаг и банковского кредита как источников финансирования нефинансовых предприятий в ведущих промышленных странах, мы отмечали факт снижения доли банков в США, Франции, однако в Германии этот процесс не был заметен.

Схема 1



Американские экономисты Д. Бойд и М. Гертлер в 1995 г. опубликовали в Национальном бюро экономического анализа статью. Перефразируя название известного рассказа М. Твена, они задают вопрос: “Банки мертвы?” и дают на него ответ: “... эти слухи сильно преувеличены”. На конкретном материале они доказывают, что за последние десятилетия реальная экономическая роль коммерческих банков в экономике США по крайней мере не уменьшилась.¹ Дело в том, что одновременно с относительным уменьшением балансовых операций резко возрос объем забалансовых операций. Если сравнивать банковские активы или кредитный портфель с ВВП, то это отношение увеличивалось с 50-х по 70-е годы и с тех пор остается примерно неизменным.²

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. Т.е. можно говорить лишь о том, что относительно уменьшается значение традиционных банковских функций по приему депозитов и предоставлению кредитов.

¹ Boyd J.H., Gertler M. Are Banks Dead? Or are the Reports Greatly Exaggerated? NBER Working Paper No. 5045, National Bureau of Economic Research, Cambridge, Mas., 1995, p.3-4.

² Ibid., p.5-6.

Одновременно небанковские финансовые институты, такие как взаимные фонды, 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 менее сегментированным с размыванием границ между банками и небанками.

Статистические данные свидетельствуют о четырех тенденциях в развитии банковского сектора.

1) Сокращение доли депозитов в структуре пассивов. Так, в США она сократилась за 1980 - 1995 гг. с 76 до 59%. В странах Большой семерки доля депозитов осталась неизменной только в Великобритании и Японии.

2) В структуре пассивов банков повсеместно увеличилась доля свободно обращающихся пассивов (tradable liabilities), т.е. ценных бумаг (в Италии и Германии до 22-24% в 1995 г.).

3) В ряде стран (США, Германия, Франция) сократилась доля кредитов в активах (хотя здесь картина более смешанная)

4) В структуре банковских активов возросла доля ценных бумаг.

Особенно заметны эти изменения в группе 50 крупнейших банков.

За 1991 - 1996 гг. доля прочих активов по отношению к общим активам увеличилась с 33 до 37%, внебалансовые статьи по отношению к активам выросли с 15 до 20%. Соответственно увеличилась доля непроцентного дохода.¹

¹ International Capital Markets: Developments, Prospects and Key Policy Issues. IMF, Washington D.C., September 1998, p.181-182

Во многих странах банки активизировали деятельность на рынке ценных бумаг. Известны многочисленные случаи приобретения крупнейшими мировыми банками крупных компаний по ценным бумагам. Так, еще в 80-е годы Midland Bank приобрел английский торговый банк 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 просто приобрело страховые фирмы. В США исторически существовали ограничения на продажу банками страховых полисов. Ослабление этих запретов привело к тому, что в 1995 г. 84% банков с активами более 10 млрд. долл. занимались продажей полисов страхования жизни.¹

В некоторых странах доля банков в продаже полисов страхования жизни близка или даже превышает долю самостоятельных страховых компаний (см. табл. 3.14). Примеры: Fortis - бельгийско-голландская группа соединяет эти виды деятельности уже многие годы, голландская ING - с начала 90-х годов. В 1998 г. произошли следующие слияния крупных банков со страховыми компаниями: UBS - Winterthur, Banca Nazionale del Lavoro - INA..²

Банки начали заниматься управлением активами как путем создания собственных подразделений, так и путем приобретения фирм по управлению портфелями ценных бумаг.

¹ International Capital Markets: Developments, Prospects and Key Policy Issues. IMF, Washington D.C., September 1998, p.182.

² White W. R. The Coming Transformation of Continental European Banking? BIS Working Papers No.54, 1998.

Конкуренция усиливает процессы концентрации за счет слияний и поглощений банков. В развитых странах объединение происходит в основном на национальной основе. В 90-е годы произошло слияние японских банков Mitsui и

Таблица 3.14
Доля банков в страховании жизни, 1993 г.

Страна	Доля, %
Великобритания	40
Германия	4
Испания	74
Италия	5
Нидерланды	10
Франция	37

Цит. по: International Financial Market Regulation. Ed. By B.Steil. L.,1994, p.102

Taiyo Kobe с образованием Sakura; Bank of Tokyo и Mitsubishi; американских Chemical Bank, Manufacturers Hanover Trust 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 - Travelers, BankAmerica - NationsBank, Bank One - First Chicago, NorthWest - West Fargo.

В 1998 г. слияние двух ведущих швейцарских банков Union Bank of Switzerland и Swiss Bank Corporation привело к созданию крупнейшего в мире банка с активами около 1 трлн. долл. В феврале 1999 г. слияние французских частных банков Société Générale и Paribas привело к образованию крупнейшего банка Франции. В странах ЕС в связи с введением евро объединительные процессы усилились.

3.4.3 Особенности развития инвестиционных банков (инвестиционного банковского дела)

Еще раз отметим, что понятие инвестиционный банк характерно для англосаксонских стран, где традиционно существует деление банков на коммерческие и инвестиционные. Как отмечалось выше, исторически первыми

инвестиционными банками являются английские торговые банки merchant banks. Изначально основной сферой деятельности этих учреждений был акцепт переводных векселей. Кроме акцепта векселей, как отмечалось выше, они занимались также организацией эмиссий акций и облигаций для компаний и государственных органов. Со временем операции по акцепту векселей отошли на второй план, а позднее и вовсе потеряли значение для торговых банков (этим видом деятельности занимаются в основном коммерческие банки).

В настоящее время основной сферой деятельности английских торговых банков, как и инвестиционных банков в США и других странах, является область корпоративных финансов (corporate finance): различные услуги, связанные с выпуском акций и облигаций, услуги по слияниям и поглощениям, торговля ценными бумагами, анализ рынков капитала.

Операции инвестиционного банка с ценными бумагами можно разделить на комиссионные (агентские) и за собственный счет (дилерские). Справедливо считается, что комиссионные операции менее рискованные, поскольку основываются на плате за каждую сделку, в то время как операции за собственный счет совершаются в основном путем приобретения ценных бумаг в надежде продать их дороже. Это делает операции за собственный счет банка в значительной степени зависимыми от того, насколько правильно банк смог оценить ценные бумаги, и от состояния рынка.¹

Участие в слияниях и поглощениях является второй основной функцией инвестиционных банков. В этой области наиболее активны американские инвестиционные банки Goldman, Sachs & Co., Morgan Stanley – Dean Witter, J.P.Morgan, Lehman Brothers, Merrill Lynch, швейцарские Credit Suisse First Boston, SBC Warburg, немецкие Deutsche Bank, Dresdner Bank и др.

Торговля ценными бумагами на вторичном рынке.

¹ В случае с андеррайтингом ценных бумаг риск возникает в основном при андеррайтинге на твердых условиях. Поэтому банки, стремясь обезопаситься, занижают цену. Эмпирические исследования говорят о том, что недооценка при первом публичном выпуске (initial public offering - IPO) составляет 15% и более (Santos J.A.C. Commercial banks in the securities business: a review. BIS Working Papers No.56, June 1998 p.14).

Эта деятельность является классической для инвестиционных банков США и Японии. В Великобритании, как, впрочем, и во многих странах с универсальными банками (Франция, Бельгия, Испания, Италия, Швеция) торговля ценными бумагами на фондовых биржах до недавнего времени находилась в руках специализированных фирм, которые по местному законодательству или в силу традиций (Великобритания) не могли принадлежать банкам и другим финансовым учреждениям, например страховым компаниям. Так, до 80-х годов члены Лондонской фондовой биржи - брокеры и джобберы - не могли принадлежать юридическим лицам. Та же ситуация была характерна для Франции, где торговлей на фондовой бирже занимались агенты по обмену (*agents de change*), которые также не могли принадлежать юридическим лицам. Та же картина наблюдалась и в Италии.

В 1986-88 гг. запреты были сняты и банки вышли и на фондовые биржи, в основном приняв участие в капитале членов фондовых бирж. Английские торговые и американские и японские инвестиционные банки (как, впрочем, и просто банки) купили бывшие брокерские и джобберские фирмы Лондонской фондовой биржи (само деление на брокеров и джобберов было отменено в 1986 г.). Французские банки купили доли в биржевых обществах, образованных на базе *agents de change*.

Еще одна функция инвестиционных банков - управление финансовыми активами. Речь идет в первую очередь об управлении пенсионными фондами и институтами коллективных инвестиций (инвестиционными фондами).

Помимо этих основных функций, инвестиционные банки могут осуществлять операции по торговле валютой, заниматься организацией синдицированных займов, торговлей опционами и фьючерсами, причем не только финансовыми, но и товарными (через свои дочерние фирмы), заниматься лизинговыми и факторинговыми операциями, оказывать страховые услуги и предоставлять венчурное финансирование.

По многим позициям деятельность инвестиционных банков все больше пересекается с деятельностью коммерческих банков, как, впрочем, и наоборот.

Рост концентрации капитала, характерный для банков в целом, во второй половине 90-х затронул и инвестиционные банки. В 1997 г. произошли следующие слияния американских инвестиционных банков: Morgan Stanley - Dean Witter, Salomon Brothers - Travelers, Merrill Lynch - Mercury Asset Management. В Великобритании процесс концентрации принял специфические формы, поскольку практически все крупные английские торговые банки были поглощены иностранными учреждениями: Morgan Grenfell - Deutsche Bank, SG Warburg - Swiss Bank Corporation, Barings - ING (после банкротства Barings), Kleinwort Benson - Dresdner Bank, Smith New Court - Merrill Lynch.

В Великобритании, Франции и других европейских странах начиная с 80-х годов проходит процесс либерализации финансовой системы, включающий ее дерегулирование. Ограничения на сферы деятельности отдельных финансовых учреждений, как отмечалось выше при характеристике банковских учреждений, упраздняются. Например, в Великобритании торговые банки могут получить полную банковскую лицензию и в этом случае превращаются просто в универсальный банк.

В целом в европейских странах тенденция универсализации -размывания различий между инвестиционными и коммерческими банками - наиболее заметна в тех странах, где эти различия существовали раньше; в Германии, Австрии и Швейцарии банки как были универсальными, так и остаются.

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

В США долгое время банковская система развивалась под влиянием английской традиции, когда банки занимались классическими банковскими операциями по привлечению депозитов и кредитованию предприятий и населения, в то время как операции с ценными бумагами вели

специализированные компании по ценным бумагам, подобные английским торговым банкам. Однако в начале XX века широко распространилась практика создания банковских холдингов, в которые входили учреждения, выполнявшие функции инвестиционных банков. Во многих случаях трастовые банки начинают заниматься операциями с корпоративными ценными бумагами (см. также главу 6).

В годы, предшествовавшие биржевому краху 1929 г., американские банки не только непосредственно занимались покупкой-продажей ценных бумаг через созданные ими дочерние компании. Необычайно широкого размаха достигло кредитование банками инвесторов (напрямую или через брокеров) для покупки ценных бумаг. Крах на фондовом рынке повлек кризис неплатежей в банковской системе, что в итоге вылилось в массовые банкротства банков - по разным данным от 8 до 11 тысяч за период Великой депрессии.

Американские законодатели пришли к заключению, что одной из причин Великой депрессии 1929-1933 гг. стало совмещение банками коммерческих и инвестиционных функций. В 1933 г. году американский Конгресс принял Закон о банках 1933 г., известный под названием Закона Гласса-Стигала (Glass - Steagal Act). Этот закон однозначно решал вопрос о совмещении банками коммерческих и инвестиционных функций. Отныне коммерческие банки не имели право 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 Д.П. 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.

Аналогичный запрет существовал и в Японии. По Закону о ценных бумагах и биржах 1948 г. (статья 65), принятому при непосредственном 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 к тому времени, но не игравшим прежде заметной роли. Дело в том, что рынок акций в Японии до второй мировой войны был неразвит. Операциями с ценными бумагами занимались мелкие фирмы. Сам бизнес с ценными бумагами не был престижным: "уважаемые люди" шли в банки, входившие в финансовые группы дзайбацу.

Демократизация акционерного капитала после Второй мировой войны, осуществленная американской оккупационной администрацией, резко изменила ситуацию, и прежде малоизвестные фирмы, работавшие с ценными бумагами, стали быстро расти и приобретать влияние в экономике.¹

В результате в Японии мы имеем коммерческие банки и компании по ценным бумагам, среди которых доминируют три крупнейшие - Nomura, Daiwa, Nikko. (До 1997 г., до банкротства Yamaichi их было 4).²

Аналогичный закон был принят в Италии в начале 30-х годов, в результате которого здесь действовал фактически один-единственный инвестиционный банк - Mediobanca. В 1988 г. этот закон был отменен.

Деление банков на коммерческие и инвестиционные в такой же форме, как и в США, существует в Мексике.

¹ См. Рубцов Б.Б. Зарубежные фондовые рынки: инструменты, структура, механизм функционирования. - М., 1996, стр.175-186.

² При этом американские и японские банки через дочерние компании, расположенные в Европе, главным образом в Лондоне, имели возможность совершать операции на рынке ценных бумаг, которые на родине для них недоступны. Так, коммерческий банк J.P.Morgan (благодаря своему лондонскому подразделению) являлся одним из ведущих андеррайтеров на рынке еврооблигаций, а инвестиционный банк Nomura имел лицензию Банка Англии на привлечение депозитов.

На протяжении нескольких десятилетий в США делались неоднократные попытки отменить Закон Гласса-Стигала. Они активизировались в 1983 г. при администрации Р.Рейгана. В ноябре 1987 г. появился законопроект Проксмайра-Гарна, в феврале 1990 г. - законопроект тогдашнего министра финансов Николаса Брейди. В конце 90-х в Конгрессе США опять был рассмотрен очередной проект отмены Закона Гласса-Стигала. Слушания происходили на протяжении 1997-1999 г. и завершились принятием Закона о финансовой модернизации или Закона Грэмма – Лич – Блайли (Financial Services Modernization Act или The Gramm-Leach-Bliley Act) (12 ноября 1999 г. подписан президентом США с вступлением в силу в марте 2000 г.).

В дебатах по вопросу об отмене Закона Гласса-Стигалла и ФРС, и Департамент контролера денежного обращения, и Федеральная корпорация страхования депозитов выразили общее согласие с необходимостью расширения полномочий американских банков в области операций с ценными бумагами и с тем, что эти операции должны осуществляться через отдельную компанию. Однако они предложили разные пути этого разделения. ФРС выступала за модель холдинговой компании. Департамент контролера и ФКСД предлагали дать банкам возможность выбора между холдинговой моделью и моделью материнская - дочерняя компания.¹

В итоге был принят вариант, допускающий и ту, и другую возможность. Банки с 2000 г. получают право создавать дочерние страховые компании и компании по ценным бумагам. Допускается создание т.наз. 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.

¹ Santos J.A.C. Commercial banks in the securities business: a review. BIS Working Papers No.56, June 1998 (p.16). Комиссия по ценным бумагам и биржам США в принципе не возражала против отмены Закона Гласса-Стигала, однако при этом она настаивала на том, чтобы в этом случае на банки в полной мере распространялись законы о ценных бумагах и, соответственно, контроль комиссии над банками, аналогичных контролю комиссии над брокерско-дилерскими фирмами.

Тем не менее, 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.¹

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 Travelers, которой принадлежит Salomon/Smith Barney.²

Таким образом, американские банки по сути дела превращаются в универсальные финансовые комплексы (см. также главу 6).

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.

¹Данные Правления ФРС. Тем не менее, их доля в общем объеме андеррайтинга корпоративных бумаг относительно невелика: в 1996 г. по облигациям примерно 16%, по акциям - 2% (в долларовом выражении). Цит. по: Berger A., Demsetz R., Strahan P. The Consolidation of the Financial Services Industry: Causes, Consequences and Implications for the Future// Journal of Banking and Finance. - Vol.23, 1999.

² Ibid.

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) к 2001 г. предполагается практически полностью устранить существующие барьеры между банками и брокерско-дилерскими фирмами (см. также главу 6).

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

Что такое конфликт интересов? Конфликт интересов существует в том случае, если кто-либо, оказывая услуги двум и более лицам, в состоянии поставить одно из них в более выгодные условия по сравнению с другим. Для банка конфликт интересов возникает в том случае, если при обслуживании клиента у банка возникает выбор в методе решения вопроса, причем один из вариантов более предпочтителен исходя из интересов банка, а другой - из интересов клиента. В чем заключается конфликт интересов в данном случае при вовлеченности банка в операции с ценными бумагами?

Считается, что конфликт интересов возникает в связи с тем, что банк может воздействовать на своих вкладчиков. Например, банк может предложить

вкладчикам покупать ценные бумаги, по которым он выступает в качестве андеррайтера, в то время как на рынке можно было бы найти более выгодные ценные бумаги. Кроме того, банк, как доверительный управляющий (траст-менеджер), теоретически может использовать доверительные фонды для покупки ценных бумаг, которые он оказался не в состоянии разместить. Конфликт интересов может возникнуть также в связи с тем, что банк может оказывать давление на своих клиентов. Так, банк может указать клиенту, что если тот не прибегнет к его услугам как андеррайтера, то он пересмотрит условия предоставления кредита.

Коммерческие банки, например, имея информацию о неважном состоянии дел у своих клиентов, могут заставить их выпустить ценные бумаги, выступить в роли андеррайтера, сознавая, что выручка пойдет на покрытие долгов самому банку. Банки, располагая инсайдерской информацией, могут передать ее конкурентам фирмы.

Дискуссия о конфликте интересов и о целесообразности Закона Гласса-Стигала шла и идет многие десятилетия. Многие американские экономисты считают, что в период до принятия Закона Гласса-Стигала, коммерческие банки, занимавшиеся операциями с ценными бумагами, не использовали ситуацию конфликта интересов в своих целях.¹

Существуют три основных варианта включения в деятельность коммерческого банка операций с ценными бумагами. Наиболее распространенные варианты: 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.

¹ См. например, Santos J.A.C. Commercial banks in the securities business: a review. BIS Working Papers No.56, June 1998, p.11.

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 их через дочернюю компанию по ценным бумагам (Великобритания). Модель холдингового банка существует фактически только в США, что, впрочем, является результатом регулирования.

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)¹ 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.

¹ Административные, технические и прочие меры, препятствующие передаче информации, способной повлиять на цены (price-sensitive information) в ущерб клиентам из одного подразделения финансового учреждения в другой, например из дилерского в брокерский или наоборот.