

Заключение

Проведенное исследование мировых фондовых рынков позволяет сделать следующие выводы.

1. В условиях высокоразвитой рыночной экономики в ценных бумагах воплощена основная часть всех финансовых активов общества. В 1999 г. совокупный объем рынка акций и долговых ценных бумаг, исчисленный по величине капитализации и задолженности, составил астрономическую цифру в 72 трлн. долл., что более чем в два раза превышает суммарный объем мирового ВВП и примерно в три раза - показатель денежной массы M2, (т. е. наличные деньги и средства на счетах в банках).

В США доля осязаемых активов в структуре активов населения и неприбыльных организаций на протяжении нескольких десятилетий держится на уровне примерно одна треть, оставшиеся две трети приходятся на финансовые активы, из которых только 10-15% - депозиты в банках, а остальное - ценные бумаги в той или иной форме.

В других государствах с развитыми рынками пропорции могут быть иными, но все равно доля ценных бумаг очень высока. Иная картина на многих формирующихся рынках, к которым относятся развивающиеся страны и страны с “переходной” экономикой, где большая часть финансовых активов приходится на банковские депозиты или накопления наличной иностранной валюты.

2. Около половины всего мирового фондового рынка в конце 90-х годов приходилось на США, а в целом на страны Большой пятерки - примерно 75%. При этом доля пятерки в мировом ВВП, рассчитанном по паритету покупательной способности, составляла примерно 40%, в населении - 10%. Несмотря на быстрый рост в последние два десятилетия XX в. формирующихся рынков, их доля в совокупном мировом фондовом рынке не превышает 7% (при доле в ВВП примерно 45% и населении - 84%). Доля России в 1998 составила 0,1% (0,4% в 1997 г.).

Эти цифры свидетельствуют о том, что даже в силу своих масштабов, потрясения на формирующихся рынках, какими бы серьезными они ни были, едва ли могут пошатнуть глобальный фондовый рынок, который всецело зависит от состояния рынков богатейших стран мира. Концентрация финансовых ресурсов в небольшой группе развитых стран служит дополнительным фактором конкурентоспособности их экономик, обеспечивающим (наряду с другими факторами) поддержание высоких показателей ВВП на душу населения.

3. Восьмидесятые и особенно девяностые годы характеризуются небывалым в истории ростом курсовой стоимости акций. За 20 лет (1980-1999 гг.) капитализация мировых рынков акций выросла в 13 раз, в то время как совокупный ВВП увеличился за тот же период примерно в 2,5 раза. Практически повсеместно соотношение между капитализацией и ВВП повысилось в 2-4 раза, в целом по всему миру – с 23% в 1980 г. до 118% в 1999 г. Соотношение между капитализацией национальных эмитентов и ВВП достигло в конце 90-х годов в большинстве развитых стран максимально высоких значений: США, Великобритания, Голландия - 150 - 200%, Швейцария - более 200%, Германия и Франция - 50-100%.

Экстремальные значения за несколько последних десятилетий имеют и такие показатели рынка акций, как коэффициент Цена/Прибыль и уровень дивидендной доходности. В США первый показатель в 1998 г. находился на уровне примерно 30, что почти вдвое превышало среднее значение за период 1957-1998 гг., второй - 1,5% при среднем за тот же длительный исторический период в 4%.

Наблюдения за рынком акций на исторически длительном отрезке времени (примерно 100 лет) свидетельствуют о циклическом характере его развития. На примере США можно выделить следующие волны после Первой мировой войны. Подъем 20-х годов, далее падение в 30-е годы. Докризисный максимум был преодолен лишь в середине 50-х годов. После этого начинается новый подъем, продолжавшийся примерно до второй половины 60-х годов. Затем наступает

новый спад, преодоленный лишь в начале 80-х. С этого момента начинается современный, самый продолжительный и сильный подъем за весь период наблюдений.

Очевидно, что за ростом капитализации рынка США в 90-е годы кроются не только объективные факторы, связанные с благоприятными показателями экономической динамики (рост производства и прибылей, низкий уровень безработицы и т.п.), но и чисто спекулятивные моменты. Все основные индикаторы свидетельствуют о том, что мировой фондовый рынок, а точнее фондовый рынок развитых стран, стоит на пороге очередного циклического падения, в эпицентре которого окажутся США. На финансовом рынке образовался пузырь, который рано или поздно лопнет. Причем данный пузырь связан не только с ростом акций молодых компаний, работающих в сфере информационных технологий и торгуемых в системе НАСДАК, но и зрелых, в традиционных отраслях, имеющих листинг на Нью-Йоркской фондовой бирже.

4. По мнению автора, в долгосрочной перспективе это может привести к притоку финансовых ресурсов на российский рынок. Последние 10-15 лет неуклонный рост курсов акций американских компаний в целом обеспечивал большую норму доходности при меньшей рискованности вложений, чем формирующиеся рынки и, соответственно, притягивал к себе большую часть сбережений. Изменение ситуации заставит инвесторов обратить взоры на рынки развивающихся стран и стран с “переходной” экономикой (конечно, это верно при прочих равных условиях).

5. Повсеместно текущая (дивидендная) доходность акций в среднем немного ниже, чем доходность по облигациям или процентная ставка по банковским вкладам. Тем не менее, этот показатель тяготеет к средней ставке ссудного процента, если рассматривать его за достаточно длительный период. В отдельные моменты (например, бум второй половины 90-х годов) показатель текущей доходности был в 2-3 раза ниже, чем ставка процента.

Доход от акций складывается из двух компонентов: дивидендов и прироста курсовой стоимости. Большая часть дохода по акциям в прошлом веке приходилась на дивидендные выплаты. В нашем веке в целом это соотношение составляет примерно 50:50, причем после Второй мировой войны оно изменилось в пользу прироста курсовой стоимости. В ведущих странах это примерно 2/3 дохода. 1/3, соответственно, приходится на дивиденды.

6. Проведенный анализ свидетельствует о том, что рынок акций больше развит в тех странах, где акционерная собственность более демократична - находится у широкого круга владельцев. Так, в США примерно половина всех акций находится непосредственно у населения (физических лиц). В Германии, Японии, Италии, Франции основными акционерами выступают юридические лица - нефинансовые компании и банки. Соответственно США - это рынок мелких пакетов акций, континентальные европейские страны - рынок крупных, контрольных пакетов. В США, Великобритании и других англосаксонских странах также лучше защищаются права мелких акционеров.

Вопрос о собственности в современных акционерных обществах (корпорациях) находит отражение и в системе корпоративного управления. В специальной литературе эти системы определяют как аутсайдерскую (outsider) – англо-американскую и инсайдерскую (insider) – условно германскую. В работе отмечается, что споры о том, какая система эффективнее, в целом решаются в пользу англо-американской модели. Менее развитый рынок акций континентальных европейских стран, в частности Германии, по сравнению с англосаксонскими странами является недостатком их финансовых систем. Развитый рынок акций - фактор, повышающий конкурентоспособность экономики. Не случайно в 90-е годы даже на правительственном уровне в Германии принимаются шаги по стимулированию развития рынка акций в этой стране. С этой целью в Германии внесены изменения в национальное законодательство с тем, чтобы привести его в соответствие с признанными стандартами (а это, по сути, американские стандарты).

В России сложился рынок крупных, контрольных пакетов, что связано с целым рядом факторов, среди которых на первое место следует поставить, по нашему мнению, слабую правовую защищенность акционеров (в первую очередь мелких), полный произвол менеджеров, выступающих зачастую как крупнейшие собственники, и крайнюю непрозрачность российских акционерных обществ. Впрочем, примерно то же можно сказать и о взаимоотношениях вкладчик – банк или должник - кредитор. Сбережения населения поэтому практически не поступают на рынок акций, что снижает потенциал экономического роста. Решение этой проблемы кроется в изменении законодательства об акционерных обществах, а самое главное, и наиболее трудное, в кардинальной реформе судебной-правовой системы.

7. В 90-е годы рынок долговых ценных бумаг также развивался более высокими темпами, чем экономика в целом. В результате соотношение между мировой задолженностью по ценным бумагам и мировым ВВП увеличилось с 80% в 1990 г. до 113% в 1998 г. При этом задолженность по бумагам частного сектора к ВВП выросла с 34% до 49%.

Большую часть (88%) мирового рынка долговых ценных бумаг составляют инструменты, размещенные на внутреннем рынке. Оставшиеся 12% - ценные бумаги, специально размещенные на зарубежных рынках - international securities (евробумаги и т.наз. зарубежные облигации). Если рассматривать структуру задолженности по группам стран (развитые и формирующиеся), то у последней можно отметить заметно большую ориентацию на внешние источники финансирования: чем беднее страна, тем меньше у нее возможностей использовать внутренние источники накопления.

95% задолженности приходится на облигации (краткосрочные, среднесрочные и долгосрочные), небольшая часть - на депозитные сертификаты и коммерческие бумаги, доля которых, однако, не превышает в целом 5% (лишь в США она выше - 9%).

8. Наиболее динамичный сегмент фондового рынка - рынок производных ценных бумаг (или рынок деривативов). В 80-х - начале 90-х годов среднегодовой прирост оборота производными ценными бумагами составлял 40%. В 1998-99 гг. номинальная стоимость внебиржевых деривативных контрактов превышала 80 трлн. долл., из которых на валютные приходилось 15-19 трлн., на процентные 50-54 трлн. Стоимость биржевых деривативов оценивалась в 13-14 трлн. долл. Понимая всю условность подобного сравнения, поскольку экономическая суть деривативов совершенно иная, нежели у классических ценных бумаг, тем не менее, можно констатировать, что это превышает рынок базовых активов (60 трлн. долл.).

О том же свидетельствует и другой показатель – оборот торговли. Оборот торговли фьючерсами и опционами на биржах в начале 90-х годов составлял 100-200 трлн.долл., в 1998 г. достиг почти 390 трлн. долл., и в 1999 г. снизился до 350 трлн. (основная причина – введение евро и, соответственно, исчезновение контрактов в валютах стран – участниц еврозоны). Для сравнения: биржевой оборот акциями и облигациями в 1998 г. составил примерно 51 трлн. долл.

9. Повышение роли рынка ценных бумаг в экономике в англоязычной литературе определяют термином секьюритизация. Одним из проявлений секьюритизации стало снижение в целом ряде ведущих стран мира доли банковского кредита как источника финансирования предприятий в пользу эмиссии ценных бумаг. Особенно заметна секьюритизация (как процесс) в США и Франции. В то же время в Германии секьюритизация не приняла столь ярко выраженной формы в силу традиционной тесной связи банков и промышленных предприятий. В Великобритании в 80-90-е годы ускоренной секьюритизации не происходило, что связано с тем обстоятельством, что здесь традиционно очень существенная часть потребностей предприятий удовлетворяется за счет рынка ценных бумаг, т.е. уровень секьюритизации итак весьма высок. В Японии структура задолженности предприятий примерно такая же, как в Германии, в Испании на долю банковских кредитов приходилось более 95% задолженности.

10. В ряде стран заметно возрастает роль фондового рынка как источника привлечения краткосрочных финансовых ресурсов. Инструментом фондового рынка, обеспечивающим приток краткосрочного капитала, стали так называемые коммерческие бумаги, определяемые в американской литературе как “краткосрочные простые векселя на предъявителя”. Выпуск коммерческих бумаг для предприятия - непосредственная альтернатива банковскому кредиту. Самым крупным рынком коммерческих бумаг является рынок США. Здесь же и самая высокая доля коммерческих бумаг в совокупной задолженности нефинансового сектора. Заметную, хотя и меньшую, чем в США, роль играют коммерческие бумаги на финансовом рынке Испании, Канады, Швеции, Норвегии.

Одновременно повсеместно заметно снизилась роль переводного векселя в большинстве развитых стран. Рынок классических переводных векселей занимает ничтожное место в системе рынков ценных бумаг. Как таковой вексель продолжает широко использоваться, в частности в факторинговых и форфейтинговых операциях, однако рынок векселей в большинстве стран отсутствует. В экономической литературе, посвященной финансовым рынкам, о рынках векселей зачастую сложно найти даже упоминание. Ничего подобного российской практике расшивки неплатежей на развитых рынках нет. Практически повсеместно классический переводной вексель в той или иной степени вытеснен из внутреннего оборота и сохраняет свое значение только во внешней торговле. В этой связи бурный рост вексельного рынка России в середине 90-х годов следует рассматривать как временное явление, вызванное специфическими факторами (сверхжесткая денежно-кредитная политика центрального банка, слабая расчетная дисциплина между предприятиями и т.п.). Не следует ожидать, что инструмент XIX в., коим является переводной вексель, будет находить все более широкое применение в России.

11. В англосаксонских странах, странах, входящих в Содружество (Commonwealth), соотношение между эмиссиями акций и валовыми инвестициями в середине - второй половине 90-х годов составляло 10-25% (до

50% в ЮАР). В континентальных европейских странах этот показатель в среднем не превышал 5%. Учитывая, что во всех ведущих индустриальных странах главным источником инвестиций нефинансовых предприятий являются внутренние накопления, очевидно, что в первой группе стран выпуск акций является важнейшим средством мобилизации внешних финансовых ресурсов. В континентальных европейских странах на первом месте традиционно находится банковский кредит, хотя и среди них в ряде случаев (Франция) происходит повышение роли эмиссии ценных бумаг.

На вопрос о том, какова роль эмиссии облигаций в финансировании инвестиций, ответить сложнее, можно дать лишь косвенную оценку. В США, Великобритании, Германии, Голландии выпуск облигаций имеет большое значение для привлечения средств частным сектором и, соответственно, для финансирования инвестиций. В Германии механизм финансирования имеет определенную специфику. Почти все долгосрочные заемные ресурсы, привлекаемые германскими предприятиями, поступают к ним в форме долгосрочных банковских кредитов. При этом, однако, источником этих долгосрочных ресурсов для банков выступают средства, мобилизованные с помощью эмиссии облигаций (помимо банковских вкладов). Прямой выпуск облигаций нефинансовыми компаниями характерен для США, Франции, Японии.

Аналогичная оценка для России показывает, что выпуск акций играл (с 1992 по конец 1998 г.) практически нулевую роль в инвестиционном процессе, поскольку эмиссий, сопровождающихся привлечением капитала предприятиями, в России практически не было. Большая часть эмиссий после ваучерной приватизации 1992-1994 гг. была связана с переоценкой основных фондов предприятий. Эмиссии, сопровождавшиеся привлечением нового капитала, можно пересчитать по пальцам.

Эмиссия облигаций на внутреннем рынке осуществлялась до августа 1998 г. фактически (в экономически значимых объемах) только государственными

органами всех уровней власти (федерального, субфедерального, муниципального), частные эмитенты успешно размещали свои облигации лишь на международном рынке, объем привлеченного таким образом капитала был очень мал, а после дефолта 17 августа приток практически полностью прекратился на неопределенное время.

Что касается эмиссий облигаций правительством Российской Федерации, то большая часть направлялась на покрытие текущего бюджетного дефицита и напрямую не связана с инвестициями. С инвестициями отчасти связаны еврооблигационные займы, размещенные субъектами Российской Федерации. Таким образом, рынок ценных бумаг в России в целом пока играл роль только в покрытии бюджетного дефицита и перераспределении собственности в процессе приватизации, а не финансировании хозяйства. Правда, после августа 1998 г. и краха системы государственного заимствования, оттягивавшего денежные средства из экономики, есть надежда, что рынок ценных бумаг в России все же начнет выполнять свою основную макроэкономическую роль - финансирования инвестиций.

12. В условиях современной экономики рынок ценных бумаг повсеместно (за редкими исключениями) выступает главным источником покрытия бюджетного дефицита. Практически вся задолженность государства в большинстве развитых стран (государственный долг) воплощена в ценных бумагах. В США более 99% задолженности федерального правительства приходится на государственные ценные бумаги. Иная ситуация может иметь место на формирующихся рынках, где значительная, а иногда и большая часть государственного долга приходится на кредиты международных организаций и банков.

13. В диссертации сделан вывод о том, что секьюритизация является объективным процессом развития всех финансовых рынков, но при этом подчеркивается, что масштабы и формы ее проявления очень заметно различаются в разных странах.

Причины секьюритизации связаны, с одной стороны, с ростом концентрации производства и капитала и увеличением роли крупных компаний (а именно они, а не мелкий и средний бизнес, выступают эмитентами), а с другой, – объективной потребностью повышения ликвидности финансовых инструментов в условиях либерализации финансовых рынков как на национальном, так и на международном уровне и ростом потребности в решении задач управления финансовыми потоками, которые банковский кредит не всегда в состоянии решить.

14. Одной из важнейших тенденций на рынке ценных бумаг во второй половине XX в. стал рост так называемых институциональных инвесторов (страховых компаний, пенсионных фондов, инвестиционных фондов, доверительных департаментов банков), которые в ведущих странах превратились в важнейших держателей финансовых активов. Институциональные инвесторы оказывают доминирующее влияние на первичный и вторичный рынок долгосрочных ценных бумаг, на денежный и валютный рынок, а также рынок деривативов. В 1981 г. активы институциональных инвесторов стран ОЭСР составляли 3,2 трлн. долл. или 38% ВВП, в 1997 г. более 24,3 трлн. (106,5%). Доля активов институциональных инвесторов в ВВП США, Англии, Голландии., Швейцарии и Швеции колеблется в диапазоне 110-170%. В других крупных и средних странах ОЭСР - 46-88% (в Италии 21%). В то же время в менее богатых членах ОЭСР степень развития институциональных инвесторов заметно ниже. Указанный показатель составляет в странах с формирующимися рынками: Турции- 0,7%, Польше - 1,6%, Мексике - 3,9%, Венгрии - 4,5%, в России 1,3%.

Степень развитости институциональных инвесторов напрямую зависит от уровня развития рынка ценных бумаг. И не случайно наибольшие активы именно в странах с наиболее развитыми фондовыми рынками. В странах с “переходной экономикой”, в том числе в России, перспективы развития институциональных инвесторов, в первую очередь негосударственных пенсионных фондов и

институтов коллективного инвестирования, напрямую зависят от того, насколько успешно будет развиваться рынок ценных бумаг.

15. Анализ изменений в системе финансовых посредников на фондовом рынке позволил сделать вывод о стирании различий между моделями рынков ценных бумаг (условно: американской и германской). С одной стороны, в США начиная с конца 80-х годов происходила эрозия Закона Гласса - Стигала и коммерческие банки все активнее внедрялись в сферу операций с корпоративными ценными бумагами, а в конце 1999 г. основные положения этого закона были отменены принятием нового акта - Закона Грэмма-Блич-Блайли (то же самое происходит в Японии), с другой стороны, в Германии в рамках ЕС происходит изменение законодательства, открывающее фондовый рынок для деятельности небанковских компаний.

Опыт большинства стран мира свидетельствует, что, при надлежащей системе регулирования, для устранения конфликта интересов в банке, занимающемся расчетно-кредитными и инвестиционными операциями, достаточно наличия эффективных “китайских стен” между соответствующими структурными подразделениями. Попытки ограничить деятельность банков на фондовом рынке под лозунгом защиты финансовой системы и инвесторов, что имело место в России, не являются продуктивными и идут вразрез с общемировыми тенденциями.

16. По мере развития экономики финансовая система усложняется, возникают новые типы финансовых учреждений, выполняющих узко очерченный круг операций, связанных с перемещением денежных капиталов. Кроме банков появляются иные формы финансовых посредников. В настоящее время их доля в активах финансовых учреждений снизилась в отдельных странах до четверти (США) за счет прежде всего институциональных инвесторов - пенсионных фондов, страховых компаний и инвестиционных компаний. Только в развивающихся странах банки по-прежнему абсолютно

доминируют. Это в полной мере было характерно и для России вплоть до краха всей финансовой системы в августе 1998 г.

В связи с этой тенденцией в экономической литературе появились высказывания о “закате банков”, конце эпохи банков. По нашему мнению, данное утверждение неверно. В работе на основе новейших данных доказывается, что радикальное снижение доли банков в активах финансовой системы из крупных стран характерно лишь для США.

Тезис об устранении посредников (disintermediation), широко распространенный в 90-е годы в специальной литературе по финансовым рынкам, с нашей точки зрения, некорректен. Даже в том случае, когда компании переключаются с банковского кредита на выпуск ценных бумаг, речь может идти лишь об изменении формы посредничества, поскольку все равно между конечным заемщиком (предприятием, государством) и кредитором (неселением) находится финансовый посредник (институциональный инвестор, финансовый институт, занимающийся андеррайтингом и т.п.)

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. В США существовавшие ранее законодательные препятствия для развертывания этих процессов были окончательно устранены осенью 1999 г. принятием Закона Грэма-Лич-Блайли.

17. Объективный процесс концентрации капитала затрагивает и такие специфические учреждения, как фондовые биржи. Результатом стало многократное сокращение их общего числа за последние десятилетия. Общее количество фондовых бирж во всех странах мира по состоянию на конец 1998 г., по нашим расчетам, составляло примерно 180, из них в странах с развитыми рынками - 51.

Во многих странах с развитыми рынками все операции производятся в настоящее время на единственной бирже (Великобритания, Австралия, Франция,

Швейцария, Италия. Общее количество фондовых бирж в США сократилось с 38 в начале 30-х годов до 8 (с учетом НАСДАК) в настоящее время.

В тех же странах, где по-прежнему сохраняется большое число бирж, на долю 1-2 крупнейших приходится львиная доля торговли. Так в США более 95% оборота всех фондовых бирж приходится на Нью-Йоркскую фондовую биржу и НАСДАК, в Германии 80% оборота осуществлялась на Франкфуртской фондовой бирже и т.п. Наличие единого рынка ценных бумаг повышает его ликвидность и, соответственно, эффективность.

В конце 90-х годов процессы концентрации в Европе пошли еще дальше. Весной 2000 г. произошло слияние Парижской, Амстердамской и Брюссельской биржи в новую межнациональную биржу EURONEXT, а затем об объединении объявили Лондонская фондовая биржа и Немецкая биржа, слившиеся в англо-германскую биржу iX. Последняя, уступая Нью-Йоркской фондовой бирже в торговле акциями, по совокупному обороту (акциями, облигациями и деривативами) превратилась в крупнейшую биржу мира.

В развивающихся странах и странах с “переходной” экономикой прослеживается связь между степенью развитости фондового рынка и количеством фондовых бирж: на наиболее развитых из них действует одна фондовая биржа (Тайвань, Корея, Малайзия, Польша, Венгрия). В Китае действуют две фондовые биржи, причем на национальных инвесторов ориентирована фактически одна – Шанхайская биржа.

Во многих странах этой группы на развитие фондовых бирж оказало влияние государство, изначально ориентированное на создание централизованного рынка. В России этот процесс протекал в значительной мере стихийно, что привело к созданию десятков организаций, имевших лицензию фондовой биржи. К концу 90-х годов их количество сократилось до десяти, что, впрочем, тоже много для российского рынка. Учитывая объективный характер процессов концентрации, очевидно, что и в России рано или поздно произойдет

объединение действующих фондовых бирж. Лучше, чтобы это произошло раньше.

18. Важнейшей тенденцией последних двух десятилетий на фондовом рынке стала автоматизация торговли ценными бумагами и внедрение на фондовых биржах компьютерных систем. В настоящее время большая часть бирж развитых стран отказалась от системы “открытого выкрика”, перейдя на компьютерную торговлю. На некоторых биржах используются оба варианта. Примечательно, что крупнейшая биржа мира - Нью-Йоркская фондовая по-прежнему использует традиционный голосовой аукцион и в ближайшее время не собирается от него отказываться.

Очевидно, что процесс перехода на компьютерную торговлю будет продолжаться, и недалек тот момент, когда голосовой аукцион как классический признак фондовой биржи повсеместно уйдет в прошлое.

Именно переход на компьютерную торговлю создал технологическую базу для слияний бирж на международном уровне. В будущем к созданным на платформе германской электронной системы Xetra и французской NSC биржам iX (англо-германская) и EURONEXT (франко-голландско-бельгийская) будут присоединяться и другие европейские биржи, т.е. процессы концентрации на международном уровне в ближайшие годы будут продолжаться.

Усиление конкуренции на фондовых рынках заставляет биржи объединять кассовые и срочные рынки в рамках одной организации. Немецкая опционно-фьючерсная биржа EUREX (ранее DTB) изначально была создана в рамках единой группы “Немецкая биржа”. В 90-е годы произошло объединение фондовых и деривативных бирж в Голландии, Франции, Сингапуре.

19. Совершенно новым явлением второй половины 90-х годов стала торговля ценными бумагами через Интернет, получившая развитие прежде всего в США. Торговля ценными бумагами через Интернет началась фактически в 1995 г., когда появились первые электронные брокеры (on-line brokers). К началу 1999 г. примерно 14% **всех** приказов в США поступало через Интернет. В конце

1999 г. здесь насчитывалось 16 млн. он-лайн-брокерских счетов. Размер комиссионных снизился в среднем в 10 раз по сравнению с услугами традиционного брокера. Использование Интернет способствовало включению в процесс покупки ценных бумаг, прежде всего акций, сотен тысяч новых инвесторов. Выход на рынок новых индивидуальных инвесторов – одна из причин небывалого роста американского рынка акций, прежде всего НАСДАК, в конце 90-х годов. Однако следует учитывать, что именно мелкие инвесторы склонны к панике, к проявлению стадных инстинктов. Поэтому последствием использования Интернет в индустрии ценных бумаг станет большая неустойчивость фондового рынка.

20. Внедрение Интернет дало новый импульс процессу глобализации фондовых рынков, поскольку открыло возможность мелким, “розничным” инвесторам выходить на зарубежные рынки (пока на рынки некоторых развитых стран). Глобализацию можно рассматривать как современный этап процесса интернационализации хозяйственной жизни.

В финансовой сфере процессы интернационализации развиваются значительно более высокими темпами, чем в реальном секторе. Наиболее красноречиво об интернационализации фондовых рынков говорит показатель соотношения международных операций с акциями и облигациями с ВВП той или иной страны. Если еще в 1975 г. данное соотношение составляло от 1 до 5%, то к 1998 г. оно увеличилось до 100-700%.

Международные операции с ценными бумагами отражаются в статистике платежного баланса по статьям движения капиталов. За 1970 - 1998 гг. годовой объем прямых инвестиций из семерки ведущих промышленно-развитых стран вырос в 32 раза, портфельных - в 130 раз (если взять 1997 г., то в 200, из-за кризиса на формирующихся рынках произошло резкое сокращение зарубежных инвестиций со второй половины 1997 г. в эту группу стран). Начиная с 80-х годов вывоз капитала в форме портфельных инвестиций стал превосходить прямые инвестиции. Если прямые инвестиции только частично (хотя во многих

случаях и в основном) связаны с фондовым рынком, то портфельные - практически полностью.

Основная часть прямых инвестиций во второй половине 90-х годов приходится на операции, связанные со слияниями и поглощениями. от 70 до 90% всех ПЗИ в группе ОЭСР в 1996-1999 гг. В 1999 г. межстрановые сделки, связанные со слияниями и поглощениями, достигли 798 млрд. долл.

21. В 90-е годы большая часть заимствований на международном рынке (от 50% до 80%) приходится на эмиссию ценных бумаг, причем более половины - на средне- и долгосрочные облигации. Такая структура международных заимствований начала складываться с 80-х годов, ранее главной формой международного финансирования выступали займы. Таким образом, и на международном рынке проявляется тенденция секьюритизации.

Центральное место на международном рынке капиталов принадлежит рынку еврооблигаций. На него приходится примерно 80-90% всех размещаемых на международных рынках долговых инструментов или 2/3 привлеченных из-за рубежа ссудных капиталов. Общая задолженность по долговым ценным бумагам, размещенным за рубежом, в конце 1999 г. составляла 5,2 трлн. долл. (4,7 трлн. – евробумаги). Появившийся в 60-е годы в результате существовавших ограничений на перемещение финансовых ресурсов, рынок еврооблигаций получил “второе дыхание” в 80-е - 90-е годы, когда все ограничения в развитых странах были сняты.

22. Глобализация фондовых рынков усилила свойственную финансовому сектору подвижность. Особенно заметно возросла неустойчивость формирующихся рынков. Частота кризисов на мировых фондовых рынках заметно увеличилась в 70-е - 90-е годы, а главное, они начали приобретать более интернациональный характер. Ситуация заметно контрастирует с периодом 50-60-х годов, когда и масштабы падения были ниже, и не наблюдалось совместного или группового “погружения” в кризис.

Данные о падении цен на региональных (ведущие развитые, страны Латинской Америки и Юго-Восточной Азии) рынках свидетельствуют о наличии эффекта “эпидемии” в рамках региональной группы (в кризисе участвует большая часть стран группы и степень падения, как и длительность кризиса, примерно равны), однако нет явных доказательства того, что “эпидемия” распространяется между регионами.

23. Изучение систем регулирования фондовых рынков позволяет сделать вывод о постепенной выработке общих норм и принципов, которые признаются в большинстве стран. Данная тенденция особенно заметна в Европе в рамках Европейского Союза, где национальное законодательство по ценным бумагам приведено в соответствие с различными директивами ЕС, посвященными финансовым рынкам. Потребность в унификации норм и правил регулирования фондовых рынков связана в значительной степени с их глобализацией.

При разработке и развитии регулятивной базы российского фондового рынка необходимо учитывать эти нормы и принципы и стараться закладывать их в российское законодательство. Анализ мирового опыта организации систем регулирования показывает, что на развитых рынках в условиях господства либеральных доктрин экономической деятельности они значительно более жесткие, чем в России. Неизмеримо строже на развитых рынках подход к манипулятивной практике и торговле с использованием инсайдерской информации (реально в российском законодательстве только декларируется запрет на подобные сделки без необходимых жестких санкций и при отсутствии механизмов реализации).

Важный недостаток существующей системы регулирования в России - отсутствие механизмов воздействия на нарушителей законодательства. Кроме того, очень часто оказывается, что у регулятивных органов не хватает политической воли и мужества наказать нарушителей. Но это уже проблема не фондового рынка.

В конце 90-х годов в ряде стран наблюдается тенденция сосредоточения всех контролирующих функций над всеми участниками финансовых рынков (над банками и небанками) в рамках одного учреждения. По такому пути пошла Великобритания, Япония, Корея, некоторые малые страны Европы, в том числе Венгрия.

Представляется, что в условиях высокой интеграции финансовых рынков и при наличии противоречий между различными регуляторами, в России имеет смысл внимательнее изучить опыт Великобритании и Японии в создании единого регулятора, тем более что подобная система теоретически должна быть более дешевой, чем многозвенная.