

Министерство образования Азербайджанской Республики
Азербайджанский Государственный Экономический Университет
«Центр Магистратуры»

АЛЕКБЕРОВА АУСЕЛ НИКМЕТ ГЫЗЫ

**МЕЖДУНАРОДНАЯ ДЕЯТЕЛЬНОСТЬ ФОНДОВЫХ БИРЖ И ИХ
СОВЕРШЕНСТВОВАНИЕ**

Магистерская диссертация

Индекс направления İM010000 Экономика

Индекс специальности İM010003 Финансы

Индекс специализация Банковское дело

Научный руководитель проф. З.Ф.Мамедовруководитель программы

Зав. Кафедрой проф. З.Ф.Мамедов

ВАКІ 2014

План работы

Введение

Глава 1. Особенности международного финансового рынка и «Фондовые рынки в мировой экономике»

1.1. Международный финансовый рынок: сущность и функции

1.2. Международный кредитный рынок: содержание, принципы, источники образования кредитных ресурсов

1.3. Международный фондовый рынок акций: содержание, виды и особенности

Глава 2. Международная деятельность фондовых бирж: анализ и оценка

2.1. Международная деятельность фондовых бирж (в странах "Большой семерки")

2.2. Лондонская Фондовая Биржа – как основной фондовый рынок современного мирового рынка капитала

Глава 3. Перспективы Направления развития и пути совершенствования международной Фондовой Биржи и повышения его роли в инвестиционном процессе

3.1. Перспективы международной Лондонской Фондовой Биржи в инвестиционном процессе

3.2. Перспективы и Развитие биржевой инфраструктуры в Азербайджане в контексте мирового опыта

Заключение

Литература

Введение

Актуальность темы диссертационного исследования. Важной и неотъемлемой частью азербайджанских экономических реформ является интеграция страны в мировую экономику. В настоящее время невозможно себе представить никакую современную динамично развивающуюся экономику без также динамично развивающегося фондового рынка. Фондовый рынок по своей сути объединяет в себе основные капиталы различных институтов и оказывает существенное влияние на развитие практически всех сфер жизни общества. Экономические кризисы начинаются, прежде всего, именно с рецессии на фондовых рынках, поэтому многие ученые-экономисты и исследователи многие годы пытаются определить ключевые закономерности развития фондовых рынков, одной из основных особенностей которых является глобализация, то есть стирание границ между основными мировыми финансовыми центрами.

В основу настоящего диссертационного исследования легли теоретические и практические аспекты современных трансформационных процессов, связанных с дальнейшим развитием мирового фондового рынка. Интеграция национальных фондовых площадок происходит в рамках формирования глобальной финансовой системы, хотя и с отставанием, по сравнению с общим финансовым сектором (банки и банковская сфера, финансовые корпорации и др.) и в особенности с процессами в реальном сегменте мировой экономики (международные стратегические альянсы, сделки по слияниям и поглощениям, многообразное международное и кооперационное сотрудничество). Тем не менее, основные глобализационные процессы, которые оказывают и в ближайшие десятилетия, будут оказывать все большее и серьезное влияние на всю мировую экономику, требуют специальных исследований и особенно в вопросах вхождения национальных рынков в международное инвестиционное пространство.

Изучение процессов, происходящих на мировом фондовом рынке, на современном этапе представляется интересным и с точки зрения освоения

международного опыта его развития, и с точки зрения формирования новых структур и появления новых тенденций на национальном уровне. Существенное углубление процессов консолидации и интеграции в мировое финансовое пространство проявляется, прежде всего, в межгосударственной миграции капитала. В настоящее время формирование мирового фондового рынка с соответствующими национальными рынками в качестве локальных сегментов, вызывает естественную необходимость более полного и развернутого анализа и внимательного учета тех процессов и тенденций, которые происходят на фондовом рынке в условиях глобализации.

Актуальность темы диссертационной работы обусловлена также важной ролью мирового фондового рынка в диверсификации инвестиций и повышении конкурентоспособности национальной экономики в условиях глобализации и либерализации финансовых рынков. Последний мировой финансовый кризис также сыграл свою значимую роль в формировании новых процессов на фондовом, поскольку любые изменения в каждом из сегментов мирового финансового рынка, в силу их взаимосвязи и взаимозависимости, очень лабильны и любые резкие колебания на них могут спровоцировать разбалансировку мировой финансовой системы. Причем фондовые рынки развивающихся стран в этом отношении представляют собой более уязвимый сектор, чем рынки развитых стран.

В процессе проведения исследования определенный интерес вызвало изучение ситуации, сложившейся в азербайджанской экономике и на отечественном фондовом рынке, что дало возможность определить и сформулировать основные векторы их дальнейшего развития, ведь чем более развитым становится национальный фондовый рынок, тем более вовлеченным он оказывается не только в те процессы, которые происходят внутри страны, но и в общемировые тенденции в экономике и политике. Поэтому в работе значительное внимание уделяется задачам, которые необходимо в ближайшее время решить, чтобы отечественный фондовый рынок смог адекватно реагировать на вызовы

глобальной экономики. Таким образом, исследование современных процессов происходящих на международных фондовых биржах представляет значительный интерес, как с точки зрения использования наилучшего международного опыта для развития отечественного рынка, так и с точки зрения применения или наоборот не применения инновационных подходов, например, при формировании азербайджанского международного финансового центра. Весь перечисленный выше блок проблем и предопределил выбор темы исследования.

Степень разработанности проблемы. Данными исследованиями занимались как ведущие зарубежные ученые экономисты, так и отечественные исследователи. Среди авторов, изучающих проблемы мирового фондового рынка и глобальной финансовой интеграции следует отметить: Алешину А.В., Афонина А.О., Басова А.И., Булатова В.В., Буторину О.В., Галанова В.А., Гриняева С.Н., Жукова Е.Ф., Килячкова А.А., Лебедева А.Е., Лисоволик Я.Д., Миркина Я.М., Рябошапко В.А., Сильвестрова С.Н., Соколова Д.И., Фомина А.Н., Хмыз О.В. Хоминич И.П., Чалдаева Л.А.

Среди зарубежных исследователей выделим: Ботчер В. (Bottcher W.), Бредли Э. (Bredley E.), Вальтер Х. (Walter H.), Гарсия Жереро А. (Garcia Zherero A.), Генри П. (Henry P.), Гринспена А. (Greenspan A.), Гудмундссона М. (Gudmundsson M.), Гуйсо Л. (Guysso L.), Джамелли Т. (Dzhamelli T.), Динз Г. (Deans G.), Зайзель С. (S. Zayzel), Заингалеса Л. (Zaingalesa L.), Классенса С. (Claessens S.), Клингебиель Д. (Klingebiel D.), Крюгер Ф. (Krueger F.), Лаевин Л. (Laeven L.), Мински Х. (Minsky H.), Окина К. (Okina K.), Прасад Е.С. (Prasad E.S.), Раджана К. (Radzhana K.), Тьюлза Р. (Tiulz P.), Уилбриджа П. (Uilbridg P.), Хонохана П. (Honohan P.), Ширакаву М. (Shirakava M.) и др.

Непосредственно проблему, исследованную в диссертации, в той или иной степени рассматривали Алешина А.В., Абалкина А.А., Бакланова В.А., Булатов В.В., Головнин М.Ю., Евстигнеев В.Р., Либман А.М., Мошенский С.З., Рубцов Б.Б., Хейфец Б.А., Шагалов Г.Л.

В ряде исследований представлено освещение отдельных вопросов и разделов, отражающих наиболее существенные проблемы интеграционных финансовых процессов, например, в рамках ЕС или на азиатских рынках, а обобщенную информацию о глобальном взаимодействии фондовых рынков можно почерпнуть в текущих обзорах Международного валютного фонда (МВФ), в докладах Банка международных расчетов (БМР), в материалах Всемирного экономического форума (ВЭФ) и Всемирного банка (ВБ), а так же в специализированных научных периодических изданиях. При этом можно констатировать, что хотя отдельные вопросы, определенные темой исследования, и рассматривались в некоторых работах, но разработка данной темы может быть расширена и углублена в направлении подробного исследования современных трансформационных процессов и выявления ключевых тенденций в формировании отечественного и мирового фондового рынков. Актуальность темы диссертационного исследования, а так же рассматриваемые в работе проблемы и необходимость их практического решения, определили цели, задачи и предмет данного исследования.

Цель настоящего диссертационного исследования — определение современных тенденций в формировании мирового фондового рынка и выявление ключевых предпосылок для дальнейшей интеграции национальных фондовых рынков, включая азербайджанский, в мировые финансово-инвестиционные структуры.

Для достижения этих целей были поставлены следующие задачи:

- на основе анализа современных национальных финансовых рынков выявить ключевые предпосылки для формирования глобального мирового фондового рынка;
- на основе результатов исследования международного опыта определить ключевые направления совершенствования и развития азербайджанского фондового рынка;

- оценить перспективы и примерные сценарии развития интеграционных процессов на отечественном фондовом рынке;
- опираясь на результаты сравнительного анализа выявить особенности и актуальные тенденции в международной деятельности инвесторов разных стран и определить главные особенности современных инвестиций на азербайджанском рынке;
- определить современные инструменты и технологии, повышающие конкурентоспособность азербайджанских участников на мировом фондовом рынке.

Объектом исследования выступает современный мировой фондовый рынок как элемент мировой экономики в процессе финансовой глобализации.

Предметом исследования являются особенности современных трансформационных процессов на мировом фондовом рынке и их воздействие на глобальный финансовый рынок.

Теоретической и методологической основой исследования являются фундаментальные и прикладные исследования, теоретические обобщения, идеи и положения, почерпнутые из трудов зарубежных и отечественных авторов в области теории финансовых рынков и рыночного регулирования, финансовых и циклических кризисов, изучающих проблемы современных процессов финансовой глобализации. В числе методологических основ необходимо упомянуть лежащую в центре современной портфельной теории идею управления портфелем, базирующуюся на методике формирования оптимального инвестиционного портфеля, разработанную Гарри Марковицем еще в 50-х годах прошлого века и направленную на оптимальный выбор активов исходя из требуемого соотношения доходности и риска, а также различные теории, объясняющие феномен финансовых пузырей, например, основанные на том, что самой финансовой системе по определению присуща внутренняя неустойчивость, и она отнюдь не всегда находится в равновесном состоянии, и амплитуда ее колебаний может

увеличиваться. Этот подход был предложен Хайманом Мински (Human P. Minsky), который объяснил и спрогнозировал еще в 1970-е годы возможность сегодняшних финансовых кризисов. Общая методология исследования основана на применении общенаучных и специальных методов познания, включающих научную абстракцию, логический анализ и синтез, принципы диалектики, системный и институциональный подходы, законы формальной логики.

Информационной базой исследования послужили официальные справочные материалы российской и зарубежной статистики, данные международных исследовательских компаний, институтов и научных изданий, разработки и аналитические отчеты ряда инвестиционных банков, нормативные и законодательные отечественные и международные документы и акты в области биржевой и финансовой деятельности. Использовались материалы Всемирного банка, Европейского центрального банка, Международной федерации фондовых бирж и др. Была задействована актуальная экономическая периодическая отечественная и зарубежная литература и Интернет-ресурсы.

Научная новизна диссертационного исследования состоит в выявлении и теоретическом обосновании особенностей современных трансформационных процессов, происходящих на мировом фондовом рынке. На основе проведенного анализа автором определено, что все эти процессы, привели к тому, что после национальной интеграции фондовых рынков наступила очередь региональной интеграции и показано, что в инвестиционные процессы втягивается все больше государств, групп государств и территорий, национальные и региональные рынки, таким образом, возникает общемировое инвестиционное пространство. Автор показал, что глобализация на мировом финансовом рынке, особенно усилившаяся в последние годы, вызвала к жизни и другие интеграционные тенденции, такие как унификация правовых регуляторов; стандартизованность всех процессов на рынках ценных бумаг; формирование моноцентричных фондовых бирж, создание рейтинговых систем; расширение масштабов IPO; возрастание роли коммерческих

банков; формализация требований к раскрытию информации, предоставляемой эмитентами.

Практическая значимость диссертационного исследования определяется самой направленностью работы и состоит в том, что результаты исследования и конкретные рекомендации, в частности необходимость формирования внутреннего частного инвестора и институциональных инвесторов, принятие мер по упрощению эмиссии ценных бумаг в азербайджане, мер по повышению емкости и прозрачности внутреннего рынка ценных бумаг и созданных возможностей для развития рынка коллективных инвестиций.

Ключевые положения и основные выводы диссертации могут быть применены при разработке стратегии дальнейшего развития отечественного фондового рынка. Материалы диссертации могут быть также использованы в учебном процессе при подготовке курсов «Мировой фондовый рынок» и «рынок ценных бумаг».

Структура работы. Диссертация состоит из введения, 3-х глав, заключения, списка использованной литературы и приложений.

Глава 1. Особенности международного финансового рынка и «Фондовые рынки в мировой экономике»

1.1. Международный финансовый рынок: сущность и функции

Международный финансовый рынок (МФР) является неотъемлемой частью мирового хозяйства. Как известно, в основе экономических отношений на мировом уровне лежит международное разделение труда. Оно способствует более рациональному использованию ресурсов всего мира, а также углублению специализации в международном производстве. Это вызывает становление новых форм сотрудничества стран, в том числе, на финансовом уровне. В последние десятилетия мир вступил в новую эру политических, экономических и социальных взаимоотношений. Это, прежде всего, связано с переходом в начале 90-х годов бывших социалистических стран к рыночным формам хозяйствования. Эти страны постепенно интегрируются в мировую систему на рыночных условиях. Процесс сложной трансформации этих стран совпал с резко усилившимися глобализационными явлениями во всем мире.

Эксперты МВФ определяют глобализацию как "растущую экономическую взаимозависимость стран всего мира в результате возрастающего объема и разнообразия международных сделок с товарами, услугами и мировых потоков капитала, а также благодаря всё более быстрой и широкой диффузии технологий"¹.

Глобализацию можно представить как процесс адаптации национальных (государственных), региональных и местных институтов,

¹World Economic Outlook. – 1997 – May – p.45.

субъектов и отношений к закономерностям и тенденциям глобально связанной системы. При этом каждый субъект глобализационного процесса стремится обеспечить устойчивую по отношению к внешним воздействиям и внутренним потрясениям конкурентоспособную и гибкую внутреннюю структуру организации и развития. Эффект взаимосвязи трансформационных и глобализационных процессов в значительной степени предопределяется механизмом взаимодействия глобальных и локальных сетей связанности.

Глобализация ставит во главу угла возможность сохранения системной управляемости и сбалансированности за счет координации зависимости отдельных стран от глобального уровня развития мировых процессов – политических, экономических, финансовых. Прежде всего, глобализация предполагает расширение открытости хозяйственных субъектов, либерализацию рынков, формирование адаптированных к внешним воздействиям экономической, социальной и культурно-информационной среды.

Процессы глобальной синхронизации и стандартизации мирового развития обуславливают новые взаимосвязи и конкретные перспективы для отдельных стран, корпораций, финансовых институтов по регулированию механизмов предотвращения и снижения потерь в ходе глобализации. Формируется глобальная структура самостоятельных, но глобально зависимых региональных и локальных сетей обмена знаниями, информацией, технологиями, квалификацией и опытом, воспроизводства товаров и услуг. Этот процесс имеет многоплановый и противоречивый характер. С одной стороны, он усиливает возможности страны, региона, компании и даже отдельного человека за счет действия мультипликаторов глобального масштаба, а с другой – удерживает их в рамках локального, хотя и не

единственного, места реализации. Глобальные явления охватили практически все стороны человеческой жизни: политические, социальные, экономические, технологические, финансовые и др.

Воздействие глобализации на международные финансовые рынки проявляется во многом, в частности:

- ✓ доля финансового сектора значительно выше удельного веса сектора реальных активов в ВВП;
- ✓ объемы финансовых потоков и операций на финансовых рынках превышают объемы операций в нефинансовом секторе;
- ✓ доходы от операций на финансовых рынках занимают значительное место в структуре доходов корпораций в развитых странах;
- ✓ динамично развивается международное кредитование в форме синдицированных сделок, в которых участвуют несколько стран;
- ✓ рождаются новые финансовые инструменты, отвечающие возрастающим требованиям инвесторов на международном уровне;
- ✓ увеличиваются объемы эмиссии ценных бумаг, размещаемых на зарубежных рынках;
- ✓ претерпевают изменения функции международных финансовых организаций в связи с адаптацией их регулирующей деятельности к условиям возрастающей взаимозависимости стран.

К причинам усиления глобализации рынков капитала можно отнести:

- ✓ мобильность капитала;
- ✓ либерализацию международных экономических отношений;
- ✓ широкое внедрение новейших коммуникационных и телекоммуникационных технологий, которые не только революционизируют

инфраструктуру национальных рынков, но и существенно расширяют возможности взаимодействия между ними.

В настоящее время международные финансовые организации, агентства, крупные банки создают мощные информационные структуры, которые способствуют ускорению перелива капитала, усилению взаимосвязи финансовых, товарных, инвестиционных, ресурсных рынков.

Международный финансовый рынок – это система рыночных отношений, обеспечивающая аккумуляцию и перераспределение мировых финансовых потоков. В организационном плане – это совокупность национальных рынков, специализированных финансово-кредитных учреждений, фондовых бирж, банков, через которые осуществляется движение мировых финансовых потоков в сфере международных экономических отношений.

Основные функции МФР заключаются в:

- ✓ мобилизации и перераспределении аккумулированного капитала между национальными экономиками, странами, регионами, корпорациями;
- ✓ формировании рыночной цены на отдельные финансовые инструменты под воздействием спроса и предложения;
- ✓ снижении издержек финансовых операций;
- ✓ ускорении концентрации и централизации капитала (образование крупных финансовых холдингов), что особенно ярко проявляется в слияниях и поглощениях коммерческих и инвестиционных банков, а также бирж.

Международный финансовый рынок может быть первичным, вторичным и третичным.

На первичном рынке размещаются новые выпуски долговых инструментов. Как правило, это происходит при содействии крупных инвестиционных институтов.

На вторичном рынке продаются и покупаются выпущенные ранее финансовые инструменты. Этот рынок образуется в результате превышения спроса со стороны международных инвесторов над предложением определенных инструментов на первичном рынке.

На третичном рынке производится торговля производными финансовыми инструментами.

К особенностям МФР можно отнести:

- ✓ огромные масштабы сделок (операции на МФР превышают в 50 раз сделки по международной торговле товарами);

- ✓ отсутствие пространственных, географических и временных границ. Операции на МФР осуществляются практически круглосуточно;

- ✓ использование ведущих валют (доллар, евро, йена, СДР) в сделках между участниками рынка;

- ✓ сделки проводятся по международным процентным ставкам (LIBOR, EUROBOR и т.п.);

- ✓ широкое внедрение национальных финансовых рынков в систему МФР при сохранении их определенной самостоятельности. Их место в системе МФР определяется:

- местом и ролью страны в мировой системе хозяйства;
- наличием развитой национальной финансово-кредитной системы;
- стабильностью национальной экономики;
- благоприятным инвестиционным климатом;
- валютным, налоговым и инвестиционным законодательством.

Кроме того, к специфике функционирования МФР в современных условиях следует отнести изменения его инфраструктуры под воздействием глобализационных процессов. В современных условиях требуется такой биржевой механизм, который охватывает максимально возможную территорию и позволяет торговать в одной системе различными финансовыми инструментами быстро, эффективно и с минимальными затратами. Новые глобализационные условия способствуют более динамичному развитию разнообразных связей между биржами. Информационные и телекоммуникационные технологии и усиливающаяся конкурентная борьба на глобальном уровне за участников рынка вызывает к жизни структуры, отвечающие современным требованиям. К таким структурам можно отнести формирование биржевых альянсов.

Ведущим европейским биржевым альянсом на сегодняшний день является объединенная торговая площадка Euronext. Альянс Euronext был создан в результате подписания в сентябре 2000г. соглашения между Парижской (ParisBourseSBF SA), Брюссельской (SocietedelaBoursedeValeursMobilieredesdeBruxelles SA - BXS) и Амстердамской биржей (AmsterdamExchanges NV - AEX). Euronext представляет собой единую компанию, учрежденную в соответствии с голландским законодательством и управляющую биржами в Париже, Амстердаме и Брюсселе. Euronext – это первая интернациональная биржа в мире, члены которой полностью интегрированы, а рынки преобразованы в единую систему. В соответствии с соглашением, акционеры Парижской биржи имеют 60% акций Euronext, Амстердамской - 32%, а Брюссельской – оставшиеся 8%.

Цель создания Euronext – предоставить инвесторам, эмитентам и финансовым посредникам полный спектр услуг, начиная от организации листинга и торговли акциями, облигациями и производными инструментами и заканчивая клирингом, расчетами и депозитарными услугами. Функционирование Euronext отвечает потребности создания единого европейского фондового рынка.

В настоящее время Euronext объединяет рынки в трех названных странах единой финансовой и информационной технологией, нормативными и регулируемыми правилами. За счет разработки единой книги заявок по торгам (singleelectronicorderbook) для всех вошедших в структуру Euronext бирж и единой клиринговой взаиморасчетной системы появилась реальная возможность создать полностью интегрированную международную фондовую структуру. При этом все члены имеют равные права и скорость доступа ко всем услугам и ко всем допущенным к обороту инструментам.

Весьма значимым событием конца 90-х годов на мировом биржевом рынке деривативов явилось создание европейской биржи деривативов – EUREX (EuropeanDerivativesExchange), которая была образована в 1998г. в результате слияния немецкой биржи деривативов DTB (DeutscheTerminborse) и швейцарской биржи опционов и финансовых фьючерсов SOFFEX (SwissOptionsandFinancialFuturesExchange). Формирование объединенной биржи явилось одним из первых проявлений процесса консолидации на биржевом рынке деривативов. Беспрецедентным явилось не столько создание самой биржи, сколько стремительность ее дальнейшего развития. Чуть более года после её образования потребовалось EUREX, чтобы стать крупнейшей мировой биржей деривативов. Статистические данные

свидетельствуют о продолжающемся бурном росте оборота биржи и подтверждают ее мировое лидерство².

DTB и SOFFEX имеют в новом биржевом альянсе равные доли. Помимо управления электронной торговой системой, EUREX управляет дочерней компанией EUREX Clearing, совместной автоматизированной клиринговой палатой. Палата осуществляет мультивалютное обслуживание всех участников рынка по всем торгуемым инструментам, тем самым реализуя принципы централизованного трансграничного риск-менеджмента. В настоящее время EUREX предоставляет участникам рынка полный спектр качественных и недорогих услуг в рамках единой электронной системы, начиная с приема заявок и заканчивая финальными расчетами по контрактам.

Основной специализацией биржи являются стандартные контракты на государственные облигации Правительства Германии, фондовые индексы и отдельные акции. Биржа специализируется на «длинных» долговых инструментах, а также на инструментах фондового рынка. Контракты на краткосрочные инструменты денежного рынка (Euribor) занимают незначительную долю оборота рынка. По общему объему торгов EUREX стала мировым лидером среди бирж деривативов с 2003г.

С институциональной точки зрения, МФР – это совокупность кредитно-финансовых организаций, через которые совершается движение капитала под воздействием спроса и предложение на рынке капитала. Основными участниками МФР являются национальные правительства, Центральные банки, международные финансовые организации, межнациональные агентства, транснациональные и национальные корпорации, пенсионные фонды, страховые компании.

²Кирилл Пензин. EUREX – слагаемые успеха // Рынок ценных бумаг, - 2005, - № 3, - с. 37

Участников МФР можно классифицировать по следующим признакам³:

1) характер участия субъектов в операциях:

- прямые;
- косвенные.

По характеру участия субъектов в операциях, к прямым участникам относятся биржевые члены соответствующих рынков производных финансовых инструментов, заключающие сделки за свой счет и (или) за счет и по поручению клиентов, не являющихся биржевыми членами, которые являются косвенными участниками.

2) цель и мотивы участия:

- хеджеры;
- спекулянты (трейдеры и арбитражеры).

3) Типы эмитентов и их характеристики:

- международные и межнациональные агентства;
- национальные правительства и суверенные заемщики;
- региональные органы власти;
- муниципальные органы власти;
- корпорации, банки, другие организации.

4) Типы инвесторов и должников:

- частные инвесторы (физические лица);
- институциональные инвесторы (финансовые институты коллективного инвестирования).

5) Страна происхождения/местонахождения субъектов:

- развитые страны;

³Суэтин А.А. Международный финансовый рынок. М.: КНОРУС, 2004, с. 23-27

- развивающиеся страны;
- международные институты;
- оффшорные зоны.

1.2. Международный кредитный рынок: содержание, принципы, источники образования кредитных ресурсов

Под международным кредитным рынком понимается экономический механизм аккумуляции и перераспределения кредитного капитала во всемирном масштабе, т.е. совокупность национальных рынков кредитного капитала и евторынка. Здесь концентрируются спрос и предложение на кредитный капитал в рамках всего мирового хозяйства. Эволюция развития международных кредитных отношений сводится к развитию рынка кредитных капиталов и отражает процессы интернационализации и глобализации хозяйственной жизни. Мировой рынок характеризуется наличием тенденции к созданию единого унифицированного рынка, свободного от государственного регулирования.

Кредитный капитал, т.е., капитал, используемый для предоставления кредитов и лежащий в основе формирования кредитных ресурсов, имеет несколько источников своего образования:

- денежные капиталы, временно освобождающиеся в процессе кругооборота капитала в промышленности:
 - ✓ из-за постепенного снашивания основного капитала (амортизационный фонд);
 - ✓ из-за несовпадения по времени процессов закупки сырья, выплаты заработной платы с процессом реализации продукции;
 - ✓ вследствие накопления прибыли в размерах больших, чем необходимо для расширения производства;

- капиталы, которые вкладываются в производство;
- временно свободные денежные средства (сбережения) населения и государства, предоставляемые в кредит предпринимателям и производителям.

Таким образом, в течение некоторого времени часть денежного капитала остается свободной и может служить источником кредитного капитала.

Принципиально отличаясь от традиционного механизма ценообразования на другие виды товаров, определяющим элементом которого выступают общественно необходимые затраты труда на их производство, цена кредита отражает общее соотношение спроса и предложения на рынке кредитных капиталов и зависит от целого ряда факторов, в том числе конъюнктурного характера.

В качестве обеспечения могут выступать товары и товарораспорядительные документы, ценные бумаги, векселя, недвижимость, золото и драгоценные металлы. Залог, используемый для обеспечения, должен иметь высокую ликвидность. Бланковые кредиты выдаются под обязательство погасить их в срок.

К одним из самых важных способов привлечения финансовых ресурсов на международном рынке капиталов в последнее время можно отнести синдицированные кредиты. Доля синдицированных кредитов составляет почти 1/3 общего объема заимствований на международном уровне. Предпосылками возникновения такого рода кредитования являются:

- рост инвестиционной активности в национальных экономиках;
- потребность в финансировании крупных масштабных проектов;
- диверсификация кредитных рисков;

- преодоление нормативно установленных ограничений при привлечении больших объемов кредитования.

Синдицированным является кредит, предоставляемый одному заемщику на единых условиях несколькими кредиторами (синдикатом банков) через банк, аккумулирующий их кредитные ресурсы. Синдикат банков объединяет на срок свои временно свободные денежные ресурсы для кредитования (как правило, долгосрочного) крупного объекта ввиду необходимости диверсификации рисков, недостаточности свободных ресурсов или невозможности предоставить кредит на всю сумму одним банком, ограниченным официальным нормативом, в части кредитного риска на одного заемщика.

При синдицированном кредитовании снимается противоречие между ограниченными кредитными возможностями банков и значительными запросами в ресурсах крупных предприятий. Кроме того, деятельность заемщика гораздо более «прозрачна», чем при других формах банковских кредитов, что связано с возможностью участников синдиката получить большее количество информации о заемщике и обмениваться ею друг с другом. Синдицированный кредит положительно влияет на кредитную историю заемщика, являясь показателем его привлекательности для потенциальных кредиторов. Он дает возможность привлекать действительно крупные кредиты на рыночных условиях, при этом заемщик ведет дела только с одним банком.

1.3. Международный фондовый рынок акций: содержание, виды и особенности

Международный рынок акций представляет собой рынок, где осуществляются сделки купли-продажи долевых обязательств как между нерезидентами, так и между резидентами и нерезидентами.

На данном рынке происходит перелив инвестиционных ресурсов из одной страны в другую. Этот рынок играет значительную роль в привлечении капитала с мирового финансового рынка, в продвижении акций компаний на международные фондовые площадки, в создании благоприятного имиджа компании на международном уровне.

Торговля акциями осуществляется на биржевом и внебиржевом рынке.

Биржевой рынок включает традиционные фондовые биржи (Нью-Йоркская, Лондонская, Люксембургская, Токийская биржи) и автоматизированные торговые системы, рассматриваемые как биржи (NASDAQ, SEAQ, CATS). Использование компьютерных систем позволяет создавать единую систему мировой торговли ценными бумагами.

Внебиржевой рынок предполагает сделки купли-продажи акций через Интернет.

Международному рынку акций присущи следующие особенности:

- широкое использование автоматизированных торговых систем, что обеспечивает создание единой системы торговли акциями в мире в целом;
- наличие множественности котировок акций, что способствует изменению доходности ценных бумаг;
- богатый выбор места вложений средств;

- расширение спектра арбитражных сделок.

Существенную долю на международном рынке акций занимают депозитарные расписки. Целью выпуска депозитарных расписок является:

- мобилизация капитала;
- расширение круга потенциальных инвесторов;
- приобретение иностранной компании;
- диверсификация активов на международном рынке.

Депозитарные расписки позволяют преодолевать национальные границы и законодательные ограничения, и рассматриваются как эффективный инструмент международных инвестиций.

Через систему депозитарных расписок в первой половине 2007г. привлечение капитала составило 22,2 млрд. долл., или на 37% больше чем за аналогичный период в 2006 г. При этом 15,8 млрд. долл. Было привлечено через первичное публичное размещение и 6,4 млрд.долл. – через вторичный рынок. Следует отметить, что 95% привлеченных средств приходится на страны БРИК (Бразилия, Россия, Индия, Китай). Компании привлекли капитал на сумму в 10,4 млрд. долл., или же прирост по сравнению с 2006 г. составил 78%, компании из Индии – 2,1 млрд. долл., из Китая - 2,1 млрд. долл., из Бразилии – 0,5 млрд. долл.

Объем сделок на рынке АДР в первой половине 2007г. превысил 25 млн. депозитарных расписок⁴.

⁴www.cite.com/adr

Таблица 1⁵

25 крупнейших сделок по привлечению капитала через систему депозитарных расписок в первой половине 2007г.

Эмитент	Страна	Биржа	Дата	Стоимость млн. долл.	IPO
JSC VTB Bank	Россия	LSE	3/15/2007	5,192	да
TSMC	Тайвань	NYSE	5/23/2007	2,563	
Sterlite Industries	Индия	NYSE	6/22/2007	2,016	да
AFI Develop.	Россия	LSE		1,54	да
PIK Group	Россия	LSE		1,44	да
Magnitogorsk Iron & Steel	Россия	LSE		972	да
HBOS plc.	Великобритания	PORTAL	5/21/2007	750	
Embraer	Бразилия	NYSE		730	
Focus Media Holding	Китай	NASDAQ	1/31/2007	608	
Phamstandart	Россия	LSE		550	да
LDK Solar Co., Ltd.	Китай	NYSE		469	да
GAFISA S.A.	Бразилия	NYSE	3/21/2007	443	да
Sitronics	Россия	LSE		372	да
Yingli Green Energy	Китай	NYSE	6/13/2007	319	да
Edenor	Аргентина	NYSE	4/30/2007	307	да
Xinhua Finance media	Китай	NASDAQ	3/14/2007	300	да
Indiabulls Financial	Индия	PORTAL	5/15/2007	300	
Polymetal	Россия	LSE		295	да
New Oriental Education	Китай	NYSE	2/22/2007	291	
Mindray Medical Int. Ltd.	Китай	NYSE	1/31/2007	277	
Simcere Pharmaceutical	Китай	NYSE	4/25/2007	261	да
JA Solar Holdings Co	Китай	NASDAQ		259	да
Trina Solar Energy	Китай	NYSE	5/31/2007	249	

Депозитарные расписки представляют собой ценные бумаги, подтверждающие права собственности иностранных экономических субъектов, и задепонированные в банке-депозитарии.

Первые депозитарные расписки были выпущены компанией MorganGaranty в 1927г. в США на акции английской компании Selfridjes. Это

⁵Источник:DR Mid year report, July 3, 2007

было связано с принятием закона в Великобритании, в соответствии с которым английским компаниям запрещалось регистрировать свои акции за рубежом без трансфертного агента Великобритании. Так появилась необходимость в создании специального инструмента – американских депозитарных расписок. Современную форму этот финансовый инструмент приобрел в 1955г., когда Комиссия по ценным бумагам и биржам выпустила форму S-12 для регистрации всех программ депозитарных расписок. Позже форма S-12 была заменена формой F-6, которая используется и в настоящее время. Ценные бумаги, представленные депозитарными расписками, получили широкое распространение в мире.

Обычно депозитарные расписки выпускаются с определенным коэффициентом к депонированным ценным бумагам. Величина коэффициента зависит от рыночной цены акций на национальном рынке и указывается в депозитарном договоре, который заключается между эмитентом базовых ценных бумаг и депозитарным банком, выпускающим депозитарные расписки. Соотношение между количеством акций и выпущенных на них депозитарных расписок колеблется в широком диапазоне от 100.000 к 1, т.е. 100.000 обыкновенных акций соответствуют одной расписке, или до 1 к 1000, когда одна обыкновенная акция представляет 1000 депозитарных расписок. Но наиболее распространенным коэффициентом является соотношение 1 к 1, когда одна депозитарная расписка представляет одну обыкновенную акцию. Например, по программе спонсируемых глобальных депозитарных расписок компании ОАО «Северсталь-авто», ориентированных на европейских инвесторов, коэффициент обмена составляет одна обыкновенная акция на одну депозитарную расписку. ОАО «Северсталь-авто» размещает на внебиржевом

рынке в Лондоне 6 млн. 850 акций, что составляет 19,49% от общего количества обыкновенных именных бездокументарных акций компании.

Депозитарные расписки обладают рядом преимуществ для эмитентов, ибо обеспечивают:

- ✓ расширение рынка ценных бумаг компании посредством быстрого и обширного предложения;
- ✓ выход на международные рынки капиталов;
- ✓ улучшение имиджа компании;
- ✓ удобный способ для инвестора быть держателем иностранных акций;
- ✓ повышение и стабилизацию котировок акций эмитента;
- ✓ гибкое капиталовложение;
- ✓ снижение риска в силу диверсификации;
- ✓ расширение круга потенциальных инвесторов;
- ✓ механизм для приобретения и слияния компаний.

Таким образом, выпуск депозитарных расписок способствует мобилизации капитала с международного рынка, повышает имидж среди зарубежных инвесторов, расширяет базу акционеров, позволяет участвовать в международных сделках по слиянию и поглощению.

Депозитарные расписки представляют значительный интерес и для инвесторов. Для них депозитарные расписки являются удобным инструментом для диверсификации активов на мировом уровне. Последние годы свидетельствуют о значительном росте стоимости (более чем на 100%) депозитарных расписок, обращающихся на американских и европейских биржах, а также на внебиржевом рынке. В США, например, более 70%

институциональных инвесторов (взаимных и пенсионных фондов) вкладывают в депозитарные расписки.

Для инвесторов депозитарные расписки привлекательны тем, что они позволяют преодолеть такие барьеры как страновой риск, недостаточность информации и неразвитость инфраструктуры в отдельных странах, определенные законодательные ограничения.

Инвестиционный интерес вложений в депозитарные расписки заключается и в относительно низких издержках. Оценки специалистов в этой области свидетельствуют, что расходы инвестора на приобретение американских депозитарных расписок в первый год приблизительно в два раза ниже, чем когда осуществляется покупка акций на иностранной бирже. Это связано с выплатой высоких комиссионных и конвертацией валюты.

Немаловажным преимуществом инвестирования в депозитарные расписки является получение дивидендов в национальной валюте, а также законодательная защищенность страны, где обращаются эти ценные бумаги. Депозитарные расписки охватывают широкий спектр ценных бумаг. Они включают: американские, европейские, глобальные расписки.

Американские депозитарные расписки (American Depositary Receipts, АДР) обращаются на основных биржах США и внебиржевом рынке, деноминированы в долларах США и регулируются законодательством США.

Европейские депозитарные расписки (European Depositary Receipts, ЕДР) обращаются на европейских, обычно на лондонской и люксембургской биржах, деноминированы в евро, их обращение осуществляется через клиринговые системы Euroclear и Clearstream.

Глобальные депозитарные расписки (Global Depositary Receipts, ГДР) – это депозитарный сертификат, подтверждающий право на акции иностранной

компаний, и обращающийся на мировых рынках капитала. Интерес глобальной депозитарной расписки *для эмитента* заключается в том, что привлечение капитала происходит не только на американском или европейском рынках, но и на других фондовых площадках мира. Особенность ГДР заключается в том, что их целевое назначение – обеспечить прирост капитала⁶.

Значительная доля рынка депозитарных расписок приходится на американские депозитарные расписки. Так, удельный вес американских депозитарных расписок превышал 80% в 2007 г.

Как уже было сказано, *американские* депозитарные расписки появились в 20-е годы XX века. В условиях усиления глобализационных потоков возрастает интерес к такому рода ценным бумагам в связи с тем, что они обращаются на самом крупном и развитом фондовом рынке. В настоящее время в обращении находится около 2000 АДР из 60 стран. Торговля ведется на внебиржевом и биржевом рынке, три ведущих биржи осуществляют сделки с АДР. Ведущими банками-депозитариями, которые выпускают АДР, являются TheBankofNew-York, JPMorganChase, Citigroup.

К вложениям в АДР американские инвесторы прибегают прежде всего потому, что отдельным категориям инвесторов законодательно не разрешается приобретать ценные бумаги иностранных компаний, кроме как через систему АДР.

Для американских инвесторов АДР представляют интерес в связи с тем, что обеспечивают более высокую доходность, чем финансовые инструменты на национальном рынке акций. Инвестиционная привлекательность АДР состоит и в том, что дивиденды выплачиваются в долларах США, т.е. нет

⁶www.adr.db.com

необходимости конвертировать в национальную валюту. Кроме того, инвестиционные расходы в этом случае ниже, чем при приобретении акций иностранных компаний за рубежом. При вложении в АДР оформление и передача прав собственности осуществляется в той же системе учета и временных рамок, которые характерны для США. В связи с этим снижается риск возможного неверного учета прав собственности. Регистрация же прав собственности в случае приобретения ценной бумаги непосредственно в стране эмитента, потребует весьма значительного времени.

Американским держателям депозитарных расписок предоставляются и правовые гарантии.

Виды американских депозитарных расписок представлены в таблице 2.

Таблица 2⁷

Виды американских депозитарных расписок

Виды программ	Требования	Биржа	Привлечение капитала
Спонсируемые АДР 1 уровня	F-6 12g 3-2(b)	OTC внебиржевойрынок	Нет
Спонсируемые АДР 2 уровня	F-6 20-F	NYSE AMEX NASDAQ	Нет
Спонсируемые АДР 3 уровня	F-6 20-F F-1	NYSE AMEX NASDAQ	Да
Программа по правилу 144(a)	N/A	Portal	Да

⁷Источник: DrMidYearReport. Deutschebank 2007, July 3.

Облигации, размещаемые на зарубежных рынках именуется международными (internationalbonds). Термин “международные облигации” употребляется в широком и узком значениях. В широком значении под такими облигациями понимаются основные долговые инструменты, размещаемые на зарубежных рынках как долгосрочные долговые инструменты (bonds), так и среднесрочные долговые инструменты (notes). Краткосрочные инструменты – депозитные сертификаты и коммерческие бумаги – в это понятие не входят. В узком значении в международные облигации включают лишь долгосрочные инструменты.

В разряд международных облигаций относят и так называемые глобальные облигации (globalbonds), которые размещаются одновременно на рынке еврооблигаций и на одном или нескольких национальных рынках, а также параллельные облигации (parallelbonds), т.е. облигации одного выпуска, размещаемые одновременно в нескольких странах в валюте этих стран.

На международном рынке долговых обязательств значительную долю занимают иностранные облигации. Это ценные бумаги с номиналом в национальной валюте страны, выпущенные зарубежным эмитентом. Регулирование подобных облигаций осуществляется в рамках внутреннего законодательства страны. К заимствованию капитала через систему национальных облигаций прибегают чаще всего, когда требуется валюта страны кредитора для совершения определенных сделок, например, оплаты товаров.

Значительную часть международного рынка долговых ценных бумаг составляют евродепозитные сертификаты и коммерческие бумаги. Евродепозитные сертификаты – сертификаты, выпускаемые отделениями и

дочерними компаниями американских банков за рубежом, а также банками в валюте, не являющейся для них национальной, в основном в долларах США.

Евродолларовые депозитные сертификаты предназначены в основном для крупных институциональных инвесторов. Основными эмитентами являются отделения ведущих американских, канадских, японских, английских и европейских банков. Самыми крупными эмитентами являются банки Японии, выпускающие до 50% всех евродолларовых сертификатов.

Значительная часть евродолларовых депозитных сертификатов – это сертификаты с фиксированной ставкой и выпускаются на срок от 3 до 6 месяцев. Но есть выпуски депозитных сертификатов с плавающей процентной ставкой и более длительным сроком обращения. Так называемые траншевые депозитные сертификаты выпускаются на крупную сумму (обычно от \$10 до \$30 млн.), а затем дилеры дробят их на сертификаты с более мелкой деноминацией (от \$10 000 до \$25 000).

Еврооблигациям присущи следующие характерные особенности:

- их размещение осуществляется одновременно на рынках нескольких стран, в отличие от иностранных облигаций, выпускаемых нерезидентами на внутреннем рынке какого-либо государства;
- валюта еврооблигационного займа не обязательно является национальной как для заемщика, так и для кредитора;
- размещение осуществляется международным синдикатом финансовых институтов разных стран.

Основными рейтинговыми агентствами, чей результат является общепризнанным для кредиторов, являются Moody's, Standard&Poor's и TheFitchIBCA.

Процесс составления рейтинга включает несколько стадий:

1. Анализ экономической ситуации в стране и состояния компании. Эта стадия предполагает тщательное изучение политической, экономической и социальной среды в стране нахождения эмитента. Затем исследуется отрасль, которую представляет компания-эмитент. Конечной целью анализа является оценка способности компании реагировать на ее изменение в будущем. При этом ключевыми факторами являются:

- доля рынка и положение среди конкурентов;
- структура затрат и капиталоемкость;
- финансовая гибкость;
- качество менеджмента;
- стратегическое управление.

2. Вторая стадия включает встречу представителей агентства с руководством компании для информирования о принципах, политике и процедуре рейтингования, о получении необходимых сведений для адекватного рейтингования. Кроме того предполагается формальная встреча в штаб-квартире компании, претендующей на рейтинг, где основными вопросами для обсуждения являются:

- общие сведения и история компании;
- корпоративная стратегия;
- блок текущих вопросов;
- финансовое управление и политика в области финансовой отчетности;
- планирование инвестиций и возможное приобретение других компаний.

3. Стадия принятия рейтингового решения. Окончательное решение по рейтингу принимается рейтинговым комитетом в Нью-Йорке и

занимает, как правило, от трех до четырех недель. В состав комитета входит более четырех человек, включая директора по рейтингам и ведущего специалиста по отрасли, представляемой рейтингуемой компанией. На заседании комитета присутствуют представители зарубежных офисов агентства.

4. Сообщение рейтинга. После принятия решения агентство сообщает руководству компании о присвоенном рейтинге с необходимым обоснованием. Затем рейтинг представляют всем заинтересованным инвесторам через пресс-релизы, рассылаемые в ведущие финансовые издания мира и через собственные публикации. Как правило, агентство имеет свои страницы на терминалах ведущих информационных компаний.

5. Мониторинг рейтинга. Рейтинговые агентства берут на себя ответственность перед инвесторами обеспечивать точность рейтинга на протяжении всего срока жизни финансового инструмента. В связи с этим проводится соответствующий мониторинг для получения постоянного потока информации об эмитенте.

Рейтинги публикуют также инвестиционные банки и специалисты фондового рынка.

В рейтингах агентств облигации по степени риска их эмитентов делятся на классы. Классы рейтинга, например, Moody's имеют следующие обозначения по уменьшающейся степени надежности: Aaa, Aa, A, Baa, Ba, B, Caa, Ca, C. Для классов с Aa до B включительно дополнительно используются цифры 1, 2 и 3. При этом цифра 1 (например, B1) означает более высокий рейтинг, чем цифра 2 (B2), а цифра 3 (B3) показывает самый низкий рейтинг в данном классе.

Классы рейтинга Standard&Poor's имеют следующие обозначения по уменьшающейся степени надежности: AAA, AA, A, BBB, BB, B, CCC, CC, C, D. Для классов от AA до B включительно могут использоваться символы “+” и “-” для обозначения положения в данном классе (“+” означает более высокий рейтинг, чем “-”). Класс D означает возможность дефолта (отказа платить по обязательствам) по основному долгу и (или) процентам.

Рейтинги по уровню риска подразделяются на инвестиционные и спекулятивные.

Рейтинги влияют на принятие инвестиционных решений инвесторов, их вложений в новые выпуски облигаций. Они оказывают воздействие и на рыночные курсы ранее эмитированных облигаций. В некоторых странах правительство использует рейтинги для регулирования отдельных сегментов рынка долговых обязательств. В США, например, не разрешается предприятиям инвестировать в ценные бумаги спекулятивного характера.

Для выхода на рынок коммерческих бумаг заемщики должны иметь инвестиционный кредитный рейтинг.

Глава 2. Международная деятельность фондовых бирж: анализ и оценка

2.1. Международная деятельность фондовых бирж (в странах "Большой семерки")

Фондовая биржа(StockExchange) – это определенным образом организованный, постоянно действующий рынок, на котором производятся сделки купли-продажи ценных бумаг. Как некоммерческая организация фондовая биржа является организатором торговли на рынке ценных бумаг и не совмещает деятельность по организации торговли с иными видами

деятельности, за исключением депозитарной деятельности и деятельности по определению взаимных обязательств. Фондовая биржа организует торговлю только между членами биржи, другие участники рынка ценных бумаг могут совершать операции на бирже исключительно через посредничество членов биржи. Членами фондовой биржи могут быть любые профессиональные участники рынка ценных бумаг. Временное членство на бирже, равно как и сдача мест в аренду лицам, не являющимся членами данной фондовой биржи, согласно российскому законодательству не допускается, однако активно используется на некоторых зарубежных биржевых площадках.

Фондовая биржа выполняет следующие основные функции:

- служит местом, где непосредственно совершаются сделки купли-продажи ценных бумаг;
- устанавливает рыночную стоимость ценных бумаг (курс акций и облигаций);
- служит механизмом перелива капитала между компаниями, отраслями, сферами деятельности;
- служит барометром деловой активности как в отдельных отраслях, странах, так и в мировой экономике, учитывая все возрастающую интеграцию мирохозяйственных связей.

Первые фондовые биржи возникли в конце XVIII в. в Великобритании, США и Германии, в 1850 г. они появились в Швейцарии, а в 1878 г. – в Японии. Появление фондовых бирж было обусловлено становлением рынка ценных бумаг. В мире существует около 170 фондовых бирж. В Северной Америке – 15 бирж, в Европе – более 100, Центральной и Южной Америке – 20, остальные находятся в Азии, Африке и Австралии.

Существует *Международная федерация фондовых бирж* (МФФБ) со штаб-квартирой в Париже, которая объединяет более 30 бирж стран с развитой рыночной экономикой. Целями МФФБ являются обеспечение равных прав для всех акционеров и координация структур рынков ценных бумаг. Ежегодно проводятся совещания комитетов МФФБ, на которых рассматриваются такие вопросы, как регулирование торговли ценными бумагами со стороны государств, влияние экономической политики на фондовый рынок, развитие техники и технологии биржевой торговли и др. В табл. 3 приводится перечень основных фондовых бирж в крупнейших развитых странах.

Таблица 3. **Основные биржи в странах "Большой семерки"**

<i>Государство</i>	<i>Количество фондовых бирж</i>	<i>Расположение</i>
США	7	Нью-Йорк (NYSE и AmericanStockExchange), Чикаго, Бостон, Сан-Франциско, Филадельфия, Цинциннати,
Япония	8	Токио, Осака, Киото, Хиросима, Саппоро, Фукуока, Нагоя, Ниигата
Великобритания	6	Лондон, Глазго, Манчестер, Бирмингем, Лидс, Белфаст
Германия	8	Франкфурт, Дюссельдорф, Мюнхен, Гамбург, Берлин, Штуттгарт, Ганновер, Бремен
Франция	7 (единая система)	Париж, Бордо, Лиль, Лион, Марсель, Нанси, Нант
Канада	5	Монреаль, Торонто, Ванкувер, Калгари,

Виннипег

Италия 10 Милан, Рим, Турин, Генуя, Болонья, Флоренция,
Неаполь, Палермо, Триест, Венеция

Крупнейшая фондовая биржа – Нью-Йоркская фондовая биржа (NewYorkStockExchange – NYSE), которая уже в течение 50 лет не имеет равной себе среди бирж мира. Оборот Нью-йоркской биржи составлял в различные годы от половины до трети всего оборота ценных бумаг на фондовых биржах мира. Около 90% биржевого оборота приходится на акции. Более 1700 компаний со всего мира зарегистрировали свои акции на Нью-йоркской фондовой бирже. Процедура регистрации, так называемый *листинг*, предъявляет определенные требования к компаниям, желающим попасть в *котировочный список* (лист), например по минимальному объему выручки, безубыточности работы за последние несколько лет, минимальному рабочему капиталу, доказательствам того, что акции были удовлетворительно размещены на первичном рынке, и др. Далеко не все компании в состоянии преодолеть этот барьер регистрации акций на бирже.

Для оценки движения биржевых курсов на всех биржах рассчитывается индекс акции. Наиболее важным индексом акций среди фондовых бирж мира является *индекс Доу-Джонса*, определяемый Нью-йоркской фондовой биржей. Возникновение этого индекса связано с именем бывшего шеф-редактора "Уолл-стрит Джорнел" Х. Доу, который создал этот индекс в 1897 г. В 1928 г. этот индекс был модифицирован и с тех пор существует в неизменной форме. По существу индекс Доу-Джонса состоит из трех различных индексов: индекса 30 акций промышленных компаний, индекса 20 акций транспортных и 15 акций коммунальных компаний.

Наиболее важным из них является промышленный индекс. Значение индекса Доу-Джонса выходит далеко за рамки США. Поскольку Нью-йоркская фондовая биржа является ведущей международной биржей, то колебания, вызванные кризисными явлениями на этой бирже, воздействуют и на другие биржи мира. Это неоднократно было доказано опытом развития мировой экономики. Так, например, биржевой крах в Нью-Йорке в октябре 1929 г. особенно ясно показал надвигавшийся мировой кризис.

Среди других индексов, отражающих изменение курса акций на ведущих фондовых биржах мира, отметим следующие: в Токио - *NIKKEI 225*, в Лондоне – *FTSE*, во Франкфурте-на-Майне – *DAX*, в Париже – *CAC 40*, в Милане - *MIBTEL*, в Амстердаме – *EOX*, в Гонконге – *HangSeng*. В Соединенных Штатах Америки наряду с индексом Доу-Джонса применяются: индекс *Atech* – взвешенный по ценам (акции с более высокой индивидуальной ценой более значимы) средний курс 20 наиболее популярных акций промышленных компаний (17 из них входят в список Доу-Джонса); составной индекс *SEP* (*StandardandPoor's*), составляемый из 500 обычных акций, большинство которых входит в котировку Нью-йоркской фондовой биржи, остальные представляют Американскую биржу или продаются вне биржи. Рыночная стоимость составляющих этот индекс равна приблизительно 80%-ной стоимости всех акций, котирующихся на Нью-йоркской фондовой бирже.

Организация фондовых бирж во многом аналогична организации товарных бирж, но есть и особенности. Например, членами Нью-йоркской фондовой биржи могут быть только физические лица при условии, что они приобрели место на бирже. Поскольку число мест на бирже ограничено –

1366, то стоимость места зависит от спроса и предложения. Управление фондовой биржей осуществляется аналогично товарной бирже.

Лондонская фондовая биржа является по своей сути рынком дилерского типа, поэтому идеология биржи и порядок работы на ней компаний-дилеров сходны с биржей НАСДАК. Хотя характер листинговых требований больше схож с Нью-Йоркской фондовой биржей, несмотря на тот факт, что на Лондонском фондовом рынке присутствуют секции, каждая со своими требованиями.

Итак, необходимо отметить, что для многих институциональных инвесторов является важным при решении о покупке, чтобы ценные бумаги прошли листинг именно в США для обеспечения максимальной надежности. Кроме того, в отличие от Лондонской фондовой биржи, на которой в основном доминируют институциональные инвесторы, на Американских фондовых рынках функционируют розничные инвесторы, обладающие значительно большими капиталами. Листинг на Нью-Йоркской фондовой бирже предполагает получение доступа к наиболее ликвидному и тщательно регулируемому рынку, то есть такие компании получают значительный внешний капитал, ликвидность своих акций, расширенную базу инвесторов. Помимо этого, размещение ценных бумаг на Нью-Йоркской фондовой бирже дает компаниям явный приоритет по сравнению с другими и узнаваемость. Однако, если смотреть на статистику размещений, то Лондон лидирует (табл.5).

Таблица 5. Ключевые индикаторы площадок

Биржа	Количество компаний	Дневной объем торгов в млн. долл.	Количество IPO за год до даты
-------	---------------------	-----------------------------------	-------------------------------

Нью-Йоркская биржа	2 318	63 775	27
НАСДАК	2747	45372	30
Лондонская биржа	2922	10 984	30
Гонконгская биржа	1430	7185	17

Источник: www.pwc.com

Так, количество компаний, присутствующих на Лондонском фондовом рынке составляет 2922 компании, в то время как на Нью-Йоркской бирже котируется только 2318 предприятий⁸. Но дневной объем торгов американского рынка, притом что присутствует меньше компаний и было меньше публичных размещений, в 2011 году в разы больше британского и составляет 63 775 млн. долларов. Это можно объяснить тем, что капитализация американских фондовых рынков больше и речь идет о

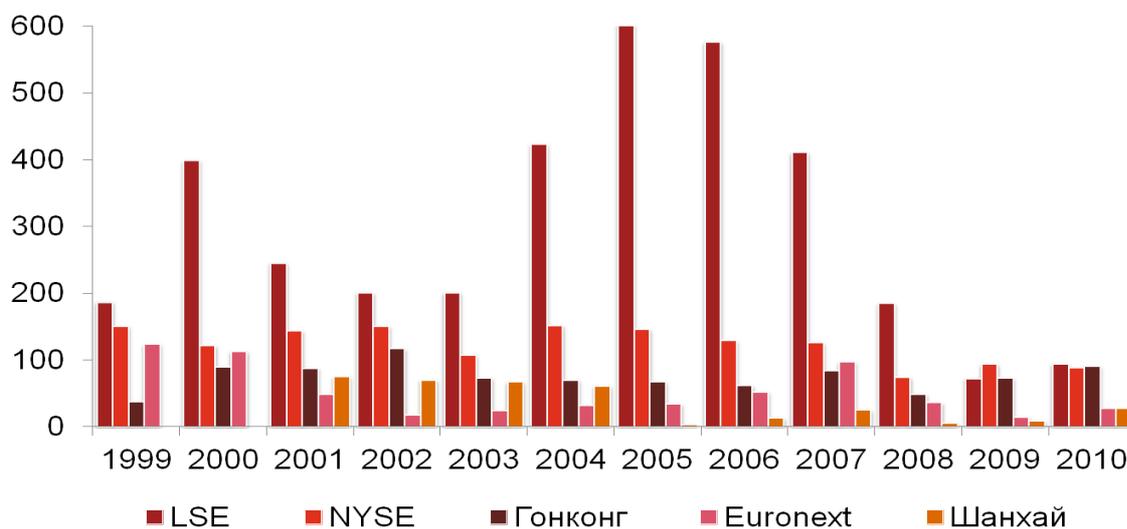
⁸www.pwc.ru/en_RU/ru/events/2013/london

значительно больших суммах. Однако, листинг на Американских фондовых рынках для компаний обременен требованиями, которые порой компании считают для себя нецелесообразными и сопряженными со значительными затратами. Например, весьма обременительным является первоначальное и последующее раскрытия информации и самая строгая нормативно-правовая база по сравнению с Лондонской биржей, в особенности с листингом категории «Стандарт», у которого практически минимальные требования. Кроме того, Лондонская биржа является одной из самых интернациональных в мире. По данным Всемирной биржевой федерации, объем продаж иностранных ценных бумаг на Лондонской бирже почти в три раза превосходит аналогичный показатель американских площадок. Лондон более лояльно относится к международным компаниям в отличие от Америки, которая тщательно оберегает свои интересы, и стратегическая значимость компании для национальных интересов играет не последнюю роль. Законы США также не способствуют упрощению листинга, в особенности последний закон Сарбейнса-Оксли⁹, который был принят в 2002 году, и по которому произошло увеличение затрат и времени на подготовку к листингу и непосредственно на листинг компании. Смысл закона заключается в том, что происходит ужесточение сроков отчетов о процедурах внутреннего контроля, политики информирования о коррупции, дополнительного раскрытия в отчетности, сертификации процедур внутреннего контроля подготовки отчетности. На диаграмме четко можно проследить, как после 2002 года на американском рынке происходит уменьшение проводимых на основном рынке размещений акций, и их

⁹http://www.pwc.com/en_UA/ua/services/capital-markets/assets/ua_successful_listing_in_london_rus.pdf

увеличение на Лондонской фондовой бирже вплоть до кризиса 2007 года, так как стоимость листинга на лондонской площадке в общей тенденции снижалась из-за масштабного тестирования и упорядочения нормативно-правовых требований, четкого информирования о временных процесса выхода на биржу, прямого взаимодействия с регуляторами и биржей и предоставления конкурентоспособных юридических и аналитических услуг (диаграмма 1).

Диаграмма 1. Количество IPO на различных площадках



Источник: www.pwc.ru/en

Кроме того, в Лондоне стабильная и благоприятная правовая среда, отсутствие риска неопределенности в отношении судебных разбирательств и дополнительных затрат, так как стоимость страхования гражданской ответственности директоров обычно в три раза выше для компаний, зарегистрированных в США. Вместе с тем, в США судебные разбирательства имеют более широкое распространение, чем в Великобритании, а компании, зарегистрированные за пределами США, могут оказаться в ситуации, которая

характеризуется высокой степенью неопределенности и испытывать на себе необъективное отношение, что требует дополнительных затрат. Также можно отметить повышающееся доверие иностранных инвесторов к российским эмитентам, демонстрирующим постоянный рост акций компаний в период после IPO (табл).

Таблица 7. Сравнительный анализ национальных и международных эмитентов после листинга в Великобритании



Источник: www.bloomberg.com

Чтобы четко увидеть, почему большинство компаний оставляют выбор все-таки за Лондонским фондовым рынком, а не за Америкой проведем сравнение исключительно по основным требованиям. Итак, чтобы провести первичное публичное размещение акций на Лондонской фондовой бирже, каких-то специальных требований к эмитентам по финансовой отчетности не требуется, в то время как на нью-йоркской площадке суммарная рыночная капитализация должна составлять 750 млн. долларов и выручка за последние двенадцать месяцев должна быть не менее 75 млн долларов. Относительно минимальной рыночной капитализации и количества акционеров нужно отметить, что и тут у Нью-Йоркской биржи требования выше – компания

должна удовлетворять таким критериям: количество акционеров, владеющих 100 и более акциями – 400, либо суммарное количество акционеров – 200 и среднемесячный объем торгов (за последние 6 месяцев) – 100 000 акций, либо суммарное количество акционеров – 500 и среднемесячный объем торгов (за последние 12 месяцев) – 100 000 акций. На Лондонской бирже все намного проще - требуется только 700 тысяч фунтов стерлингов. Количество акций в свободном обращении на нью-йоркской площадке – 100 000, а рыночная стоимость акций в свободном обращении – \$40 млн., в то время как в Лондоне всего 25 % размещаемых акций должны быть в свободном обращении¹⁰.

Если смотреть на ситуацию в целом, то можно сделать такие выводы, что основными критериями при выборе именно Лондонской площадки являются минимальные требования Лондонской фондовой биржи к размеру, корпоративному управлению и отчетности компании по сравнению с Американским рынком. Немало важным является то, что на Лондонской бирже есть секции, требования которых также варьируются и у компаний есть выбор, что для них предпочтительнее. Для компаний малой капитализации и технологических компаний всегда есть вариант размещения на Альтернативном сегменте рынка. И, пожалуй, главный момент – это стоимость размещения, которая сравнима с Франкфуртской фондовой биржей, но намного ниже, чем на Нью-Йоркской в основном из-за соответствия закону Сарбейнса-Оксли (табл. 8).

¹⁰http://www.russianipo.com/publications/3_Listing_in_London_CIS_Practice_rus.pdf

Таблица 8. Статистика по основным биржам

Лондонская фондовая биржа – важнейший
международный центр листинга



	Группа «Лондонская фондовая биржа» LSEG	Гонконгская фондовая биржа HKSE	NYSE Euronext (США)	NYSE Euronext (Европа)	NASDAQ	Немецкая фондовая биржа Deutsche Börse
Общая рыночная капитализация эмитентов (в том числе международных)*	8 359 млрд долл. США (5 152 млрд долл. США)	4 189 млрд долл. США (548 млрд долл. США)	19 976 млрд долл. США (7 537 млрд долл. США)	4 138 млрд долл. США (1 843 млрд долл. США)	5 000 млрд долл. США (658 млрд долл. США)	1 337 млрд долл. США (19 млрд долл. США)
Число зарегистрированных компаний (в том числе международных)*	2 666 (593)	1 545 (35)	2 500 (438)	1 336 (127)	2 557 (341)	768 (82)
Ведущий индекс	FTSE 100	Hang Seng Index	Dow Jones Industrial	Euronext 100	Dow Jones Industrial	DAX
Присутствие международных компаний в индексе	Да	Нет	Нет	Нет	Нет	Нет
Аналитический охват (в том числе охват международных компаний)*	2 658 (593)	1 545 (35)	2 494 (438)	1 336 (127)	2 556 (341)	679 (36)

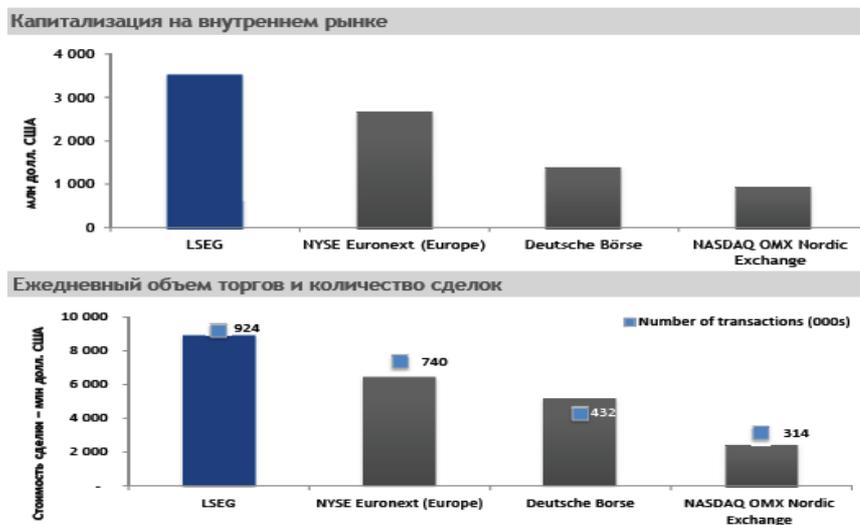
На октябрь 2012 г.
*Источники: Bloomberg. Международные компании: данные страны регистрации

2.2. Лондонская Фондовая Биржа – как основной фондовый рынок современного мирового рынка капитала

Лондонская Фондовая Биржа является старейшей и самой интернациональной биржей Европы, на которой на данный момент, торгуются примерно 3000 компаний из 70 стран мира, что составляет 50 процентов международной торговли акциями с общей рыночной капитализацией около 8 трлн. долларов, из которых 5 трлн. долларов составляют международные компании¹¹. По объему торгов Лондонская фондовая биржа прочно занимает третье место, уступая исключительно Нью-йоркской и Токийской фондовым биржам. Все эти три фондовые биржи являются глобальными, то есть характеризуются наиболее высокой капитализацией и объемами торгов. Общая рыночная капитализация эмитентов составляет примерно 8359 млрд. долларов, в том числе капитализация международных эмитентов из них составляет около 5152 млрд. долларов. В 2012 году среднесуточный объем торгов акциями на Лондонской фондовой бирже превысил 9 млрд.долларов, что в разы больше, чем на других европейских биржах (табл. 2). Ведущим индексом является ФУТСИ 100.

Таблица 2. Капитализация на внутреннем рынке

¹¹<http://www.londonstockexchange.com/statistics/home/statistics.htm>



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

История существования Лондонской фондовой биржи берет начало с 1697 года, тогда как брокер Джон Кастанг впервые начал публиковать цены акций и сырьевых товаров. Это были самые ранние доказательства существования организованной торговли на рынке ценных бумаг в Лондоне. Сначала биржа неофициально функционировала на улицах и в кофейнях поблизости, в частности, в кофейне Джонатана. Но с ростом сомнительных сделок образовался спекулятивный пузырь, который привел к закрытию подобных заведений. Вскоре после этого группа брокеров в составе 150 человек образовала клуб, который был назван Новый Джонатан¹², в котором они продавали и покупали акции. Однако вскоре этой площадке стало не хватать, и было построено новое здание вблизи Банка Англии, открытое в марте 1802 г. Далее это здание было переименовано в Фондовую Биржу. Официально Лондонская Фондовая Биржа была основана в июле 1773 года¹³. В 1802 г. были приняты правила, разрешавшие торговлю на бирже только ее

¹² Ломакин В.К. Британия в мировой экономике – Юнити-Дана, 2010. С.185

¹³ http://www.russianipo.com/publications/2_guide-to-listing_rus.pdf

членам. Вплоть до 1986 года, то есть до периода реформ, которые были проведены на бирже, ее правила и регламент оставались неизменными.

Управление биржей осуществляется при помощи Совета биржи, состоящего из 45 членов, включая одного представителя Центрального Банка без права голоса. Избирается данный Совет собранием 4482 членов и, кооперируясь, с Центральным Банком регулирует деятельность фондовой биржи¹⁴.

Акции и облигации выпускаются, главным образом, именные. Ценные бумаги на предъявителя разрешены, но у английских эмитентов слабо распространены. Торговля некотирующимися ценными бумагами ведется на бирже с разрешения совета биржи.

В 1970 году произошла автоматизация биржи с введением Службы информации по рыночным ценам. Так здесь теперь передавались данные о курсах приблизительно 700 различных ценных бумаг и деятельности более чем 200 брокерских и банковских контор. Кроме того, для экономии затрат была создана внутренняя система телефонной связи между фирмами, которые являются членами биржи, что позволило не разыскивать по звонку из брокерской конторы в зале представителя этой конторы для выяснения котировки интересующих контору бумаг.

В Великобритании биржи функционируют не только в столице, однако значение Лондона нельзя преувеличить, особенно после того как он стал считаться мировым финансовым центром. Помимо Лондона, на территории Соединенного королевства имеются еще 22 фондовые биржи¹⁵ (например, в Ливерпуле, Глазго, Бирмингеме). Однако их роль незначительна и сделки совершаются лишь по незначительному числу бумаг. После Второй мировой

¹⁴<http://www.londonstockexchange.com/about-the-exchange/company-overview/company-overview.htm>

¹⁵Экономический журнал Вестник, 2011, №1

войны началась постепенная интеграция английских фондовых бирж, и уже к 1973 году они стали региональной частью Лондонской фондовой биржи.

О важной роли Лондонской биржи в размещении ценных бумаг и об отсутствии внебиржевого рынка говорит еще и тот факт, что на ней зарегистрировано огромное количество различных видов ценных бумаг. Основные цели, которые преследуют компании при получении доступа к котировке своих ценных бумаг на бирже, заключаются в следующем. Во-первых, это представление, которое связано с укреплением позиций уже обращающихся ценных бумаг. По регламенту, сначала компания должна опубликовать декларацию, содержащую полную информацию о самой компании с точки зрения ее соответствия условиям, необходимым при выпуске ценных бумаг в открытую продажу. Только после этого бумаги допускаются к котировке на бирже. Во-вторых, это размещение. Первоначально размещение нового выпуска ценных бумаг происходит среди небольшого круга клиентов, чаще всего среди институциональных инвесторов. Только после этого возможно получить доступ котировки на бирже.

Чтобы допустить акции к котировке в соответствии с Законом о компаниях, должен быть представлен и распространен полный проспект, составленный по форме, утвержденной биржей. Это задача брокерской фирмы, которая представляет интересы компании перед советом биржи. Хотя сама фондовая биржа не несет перед инвесторами никакой ответственности за предоставленные документы, сам факт допуска к биржевой котировке рассматривается как признак респектабельности. По законодательству Великобритании акции не

могут выпускаться по цене ниже номинала, поэтому компании заинтересованы во включении существенной премии сверх номинала¹⁶.

Долгое время биржевая система Великобритании скорее напоминала деловой клуб, чем организованную систему, подобную Нью-Йоркской Фондовой Бирже. То есть практически все операции были сконцентрированы исключительно в Лондонском Сити, а контрактная природа устного общения была священной, о чем может свидетельствовать девиз биржи: «Мое слово — моя гарантия»¹⁷. Данная ситуация была удобна всем, так как на бирже практически не было непосвященных лиц, и, следовательно, не было необходимости в улучшении техники, тактики и увеличении капитала для конкуренции с мировыми рынками. В результате этого, собственного капитала даже крупнейших британских брокерских фирм оказалось недостаточно, когда они столкнулись с ресурсами таких международных гигантов, как Мерил Линч, Дойче Банк или Номура. И эта ситуация требовала немедленного решения для функционирования в конкурентной среде. Поэтому важной вехой в истории Лондонской Фондовой Биржи явился факт реорганизации биржи 27 октября 1986 года или «Биг Бэнг», когда было ликвидировано государственное регулирование, и биржа стала частной компанией. Акционерами которой стали брокерско-дилерские фирмы, получившие по одному голосу. При этом допускалось полное владение членством иностранцами. В отличие от Нью-йоркской фондовой биржи число членов на Лондонской не фиксировано и после реорганизации превысило 5000. Это дало большую свободу в проведение многих биржевых

¹⁶<http://www.londonstockexchange.com/about-the-exchange/company-overview/company-overview.htm>

¹⁷<http://ecsoman.hse.ru/data/282/995/1219/33.pdf>

операций и, таким образом, повысило конкурентоспособность биржи на мировой арене и способствовало укреплению позиций британского капитала.

Реформа позволила биржевым компаниям выступать самим от лица брокеров, то есть больше не было деления на брокеров и джобберов. В связи с этим, снижение комиссионных дополнилось снижением налогообложения фондового оборота. И, кроме этого, ускорился процесс компьютеризации биржевых торгов, что лишило британские маклерские фирмы монополии в фондовых операциях, и в то же время позволило вторгнуться в эту сферу британским монопольным банкам. Также, при помощи системы электронных торгов практически полностью вытиснилась торговля в операционном зале, и Лондонская фондовая биржа стала первой крупной биржей, отказавшейся от традиционного операционного зала и заменившая его системой электронных торгов.

Если так называемый «Биг Бэнг» привел к революционным изменениям в организационной структуре Лондонской фондовой биржи, то «Акт о финансовом обслуживании 1986 г.» совершенно видоизменил систему регулирования инвестиционного бизнеса Великобритании. Фактически, Лондонская фондовая биржа всегда была ответственна за регулирование своего фондового рынка и работу фирм членов биржи. Однако данный Акт еще более утвердил это положение. Далее этот Акт был заменен Меморандумом 1991 года, по которому управляющим органом на бирже стал Совет директоров, состоящий из сотрудников биржи, участников и пользователей¹⁸.

В целом, члены биржи разбиваются на три составляющие. Первая и вторая являются наиболее важными, и к ним можно отнести дилеров и

¹⁸<http://www.londonstockexchange.com/about-the-exchange/company-overview/our-history/our-history.htm>

брокеров соответственно. Возможен вариант их одновременной работы. Крупные фирмы могут зарегистрироваться на бирже в качестве формирователей рынка или маркетмейкеров - это третья составляющая. Маркетмейкеры пришли на замену джобберам после реформ 1986 года, главная задача которых состоит в активной покупке или продаже ценных бумаг в установленный период времени, который называют обязательным периодом котировок. Из-за высокой конкуренции в среде маркетмейкеров, цены на ценные бумаги можно назвать более обоснованными (схема 3).

Схема 3. Участники Биржевой системы



- 1) Брокеры – финансовые институты, принимающие заказы на покупку и продажу ценных бумаг через биржу, зарабатывают комиссию от каждой транзакции.
- 2) Дилеры – финансовые институты, торгующие на собственный баланс, капиталом или деньгами под управлением.

Эти участники Лондонской Биржи могут торговать между собой через внебиржевой рынок, где они договариваются между собой. Однако с Биржей

торговать может только каждый отдельно, здесь же уже риски минимальны для компаний, так как Лондонская Фондовая Биржа гарантирует безопасность.

- 3) МаркетМейкеры – финансовые институты, берущие на себя обязательства выставлять котировки (бид\аск) по конкретным ценным бумагам. Каждая ценная бумага на LSE имеет минимум двух маркетмейкеров. Этим также обусловлена такая ликвидность лондонского фондового рынка. Маркетмейкеры зарабатывают на разнице котировок на продажу и покупку.
- 4) Институциональные и розничные клиенты – основные финальные продавцы и покупатели ценных бумаг.
- 5) Миллениум – это торговая система Лондонской Биржи, через которую осуществляются торги, листинг ценных бумаг и устранение риска сторон в сделках.
- 6) Crest\Euroclear – это электронная система учета транзакций и пан европейский депозитарий. Значительная часть институциональных инвесторов может работать только с Euroclear.
- 7) Register – регистратор транзакций, резервная база данных. Тоже является основным компонентом Биржи, так как хранится практически вся информации о всех сделках в мире.
- 8) OTCTrading – это внебиржевые торги, листингованные на бирже инструменты. Стороны принимают лимиты по рискам друг на друга.

Кроме того существуют междилерские брокеры, то есть фирмы-посредники, главной функцией которых является оказание услуг для

анонимного взаимодействия между формирователями рынка, что им позволяет не раскрывать свои позиции по ценным бумагам перед конкурентами.

Лондонская фондовая биржа использует новую торговую систему MillenniumExchange, которая основана на Linux/Solaris, которую используют Нью-Йоркская и Токийская биржи, и технологиях Oracle. Главная цель новой системы – это заменить предыдущую TradElect, у которой была печальная репутация из-за сбоев в работе биржи, и в 2008 году был восьмичасовой простой на Лондонской фондовой бирже. Основным преимуществом системы MillenniumExchange является то, что она будет одной из самых быстрых торговых систем, так как характерное время обработки составляет 125 мкс, что в разы быстрее предыдущей, скорость которой пытались снизить хотя бы до 2000 мкс. Более того, амортизационные расходы на TradElect составили \$40 000 000, это притом, что ещё совсем недавно очередное обновление TradElect потребовало \$64 000 000¹⁹. Так что в результате введения этой системы в действия репутация Лондонской Фондовой Биржи повысилась еще больше, восстановилось доверие к ней после сбоев и помогло остаться самым надежным рынком ценных бумаг.

Что касается расчетов, то они производятся по определенным расчетным дням. Например, в середине месяца и в конце. Все операции по сделкам, заключенным в предыдущий период, должны быть завершены в следующий расчетный день. Если же клиент не завершает сделку в расчетный день, то его брокер может перенести платеж на следующий расчетный день. Однако за определенную надбавку к цене. При помощи компьютерных систем

¹⁹en.wikipedia.org/wiki/London_Stock_Exchange

Проверки взаимных обязательств и «Талисман» становятся возможными взаиморасчеты, позволяющие урегулировать взаимные обязательства участников сделки. Причем эти виды компьютерных систем за годы своего существования ни разу не сорвали торги, хотя нагрузка на них очень велика: заключается примерно 39 тыс. сделок общим объемом в 560 млрд. фунтов стерлингов. Если рассматривать процесс расчетов с частными клиентами, то здесь следует отметить, что фирмы в обязательном порядке в день торговли сообщают Биржевой контрольной комиссии все детали и условия заключения сделок, далее отправляется в систему «Талисман», где хранится до даты расчетов. Ровно за день до взаимных расчетов клиентам необходимо заполнить бланки, принятые в системе «Талисман» для формализации учета движения права собственности, и специальные сертификаты. Все документы доставляются брокеру продавцом ценных бумаг. Брокер в свою очередь депонирует их в офисе рабочей группы, обслуживающей систему «Талисман». Биржа высылает проданные ценные бумаги и формы, унифицирующие учет движения права собственности на них, в адрес компании-реестродержателя с распоряжением перерегистрировать ценные бумаги с имени клиента на имя номинального держателя биржи. Говоря о расчетах между институциональными инвесторами, то здесь можно провести параллель с расчетами по сделкам между частными клиентами. Единственным отличием является снижение роли брокера. Расчеты по сделкам с иностранными ценными бумагами осуществляются в той стране, где они были эмитированы. Помимо этого, Лондонская фондовая биржа дает шанс осуществить расчеты по ценным бумагам эмитентов Австралии, Ирландии и ЮАР и в валюте этих государств. Теоретически система

функционирует круглые сутки; сделки же совершаются и в неофициальные часы.

На Лондонской фондовой бирже функционирует международная система торговли на основе котировок SEAQ. Все акции, занесенные в память этой системы, выводятся на экран компьютера в одинаковом формате, причем лучшая котировка отображается отдельной строкой желтого цвета. Здесь же приводится полная информация о количестве проданных с начала рабочего дня акций, курсе последних сделок, времени заключения последней сделки, курсе закрытия предыдущего дня. Общее число ценных бумаг в системе SEAQ составляет около 3 тысяч. Однако, в нее не входят те акции, которые не прошли листинга, а также некоторые акции, которые входят в Официальный лист, но у которых нет маркетмэйкеров или есть только 1 маркетмэйкер. Для них существует альтернативная система трейдинга, которая называется SEATS, содержащая информацию о последних сделках с указанием членов биржи, заключивших сделки, предложения о покупке или продаже и базовые данные об этой акции.

Сама система торговли на основе котировок SEAQ работает следующим образом. На первой странице появляются данные о самых последних сделках: цена и число проданных акций, далее предоставляется информация о сделках, совершенных с каждой конкретной акцией. Если сделка совершается между 16.30 и 7.15 следующего дня, то она должна отображаться на специальном тикере. Если сделка была совершена в официальные котировочные часы, а именно с 8.30 утра до 16.30, то она регистрируется фондовой биржей по определенным правилам в течение 3 мин после ее совершения.

В этой системе функционирует отдельная страница, которая позволяет оценить положение на рынке акций, входящих в индекс «ФУТСИ-100». Данные о состоянии дел на Лондонской фондовой бирже распространяется в глобальном масштабе благодаря информационным агентствам. Через них формируется положительный образ Лондонской фондовой биржи у профессиональных участников и потенциальных клиентов фондовой биржи, так как эти агентства снабжают аналитиков, маркетмэйкеров и инвесторов всеми необходимыми данными.

Лондонская фондовая биржа сама является акционерным обществом и на ней торгуются ее же акции. Вследствие этого, были сделаны предложения о покупке бирже. Так, например, сначала австралийский Банк Мэквэри в 2005 года хотел купить ее за 1,5 миллиарда фунтов стерлингов, что на бирже расценили как насмешка, а уже в 2006 году американская биржа NASDAQ предложила за Лондонскую фондовую биржу 2,4 миллиарда фунтов, что так же было отвергнуто. Хотя к предложению со стороны Нью-Йоркской фондовой биржи Лондон отнесся со всей серьезностью, и если бы произошло такое слияние, то возник бы первый в истории трансатлантический рынок ценных бумаг. Но сделка не состоялась и Нью-Йорк заключил соглашение с крупнейшим акционером Лондонской фондовой биржи – компанией «Амери прайс файнэншлсрэднээсет менеджмент» (Ameriprise Financial's Threadneedle AssetManagment). Однако после мирового финансового кризиса возросла конкуренция со стороны новых игроков, и традиционные площадки начали искать что-то новое для сохранения своей доли рынка. Таким образом, все-таки произошло слияние Лондонской и Торонтской фондовых бирж, в ходе которого 55 % акций

новой компании достались английской стороне, а 45 % акций достались канадской²⁰.

Значительная доля иностранных ценных бумаг подтвердила огромное значение Лондона как международного финансового центра и в области фондовых рынков, например, как крупнейшего центра еврооблигационных займов. На протяжении многих лет Лондонская фондовая биржа доказывает свою эффективность, хотя порой и испытывала сложные моменты, такие как, например, «черный понедельник» в 1987 году, когда индекс FTSE 100 упал более чем на 30 %, дав виток новому экономическому кризису, или когда торги были приостановлены почти на целый день из-за сбоя в работе электронной системы, принеся огромные убытки.

На Лондонской фондовой бирже существует деление на основной рынок, который выступает в роли наиболее престижной площадки для крупных компаний не только Великобритании, но и всего мира, и альтернативный рынок, созданный в 1995 году в основном для небольших и быстрорастущих компаний. Основная цель выхода на Основной или Альтернативный рынок – это привлечение капитала для развития и роста бизнеса. Помимо этого, немало важно то, что благодаря появлению рынка акций, происходит расширение базы акционеров; становится возможным справедливо оценить рыночную стоимость компании. В целом, перед компанией открываются новые возможности, а сотрудники становятся более мотивированными за счет возможного награждения акциями. Управление Великобритании по листингу ответственно за утверждение проспектов эмиссии и внесения компаний в Официальный перечень. А задачей бирже является допуск компаний к торгам на Основном рынке. Таким образом, чтобы получить

²⁰http://www.bbc.co.uk/russian/business/2011/02/110209_london_stock_exchange_merger.shtml

доступ на Основной рынок необходимо подать две заявки: одну – в Управление Великобритании по листингу и другую – на Биржу. На основном рынке или, как еще называют, на основной бирже котируется около 1400 компаний из более чем 60 стран²¹, включая ряд наиболее успешно и динамично развивающихся организаций мира. С начала 2010 года общий объем средств, привлеченных на Лондонской фондовой бирже, составил приблизительно 20,8 млрд фунтов стерлингов, из которых 17,9 млрд фунтов стерлингов приходится на долю Основного рынка. Эти компании абсолютно разные по масштабу, страновому происхождению и представляют около 40 секторов экономики. Если компаниям удастся получить допуск к основному рынку, то они могут торговаться с листингом категории "Стандарт" или категории "Премиум", который утверждается Управлением по надзору за финансовыми рынками Великобритании. На Основной рынок стремится большинство компаний, так как этот сегмент рынка дает возможность получить доступ к капиталу максимально широкого круга инвесторов, то есть к крупнейшему в мире пулу международных долевых активов. Причем как и в хорошие, так и в трудные времена на этой площадке привлекалось за последние 10 лет около 366 млрд фунтов стерлингов посредством новых и дополнительных эмиссий. Причем даже во время кризиса, благодаря дополнительным эмиссиям, компании основного сегмента рынка смогли получить дополнительный капитал, который был направлен на погашение задолженности, реструктуризацию балансов и финансирование дальнейшего роста. Кроме этого, выход на основную биржу дает повышение заметности компании и статуса, благодаря постоянному освещению в прессе, интересу инвесторов и аналитиков. Так же, у компаний на этом рынке есть

²¹[http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/Comparing-global-stock-exchanges-rus-2012/\\$FILE/Comparing-global-stock-exchanges-rus-2012.pdf](http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/Comparing-global-stock-exchanges-rus-2012/$FILE/Comparing-global-stock-exchanges-rus-2012.pdf)

возможность выбора, в какой категории им торговаться. Обычно этот выбор осуществляется в процессе переговоров с консультантами. Компании, получившие листинг категории «Премиум» должны удовлетворять сверхтребованиям законодательства ЕС, включая кодекс корпоративного управления Великобритании, так как это служит дополнительной защитой для инвесторов, дает доступ к более широкому кругу инвесторов и более дешевым капитальным ресурсам. Если компания получает листинг "Премиум", то это позволяет ей быть включенной в такие британские индексы как ФУТСИ 100, ФУТСИ 250 и ФУТСИ Смол Кэп, что является ключевым преимуществом основного рынка и этой категории листинга, так как мандаты очень многих управляющих инвестициями, в особенности, представленные индексными фондами, определяются именно этими индексами. Эта категория может быть присвоена только обыкновенным акциям, которые выпущены коммерческими компаниями. Среди листинга этой категории также есть и наши компании, которые включены в основные английские индексы (табл.4).

Таблица 4. Эмитенты, разместившиеся на Лондонской фондовой бирже, которые впоследствии перешли к премиальному листингу*

Эмитент	Первоначальная площадка размещения\год	Год перехода к премиальному листингу
Полиметалл	Основная площадка (ГДР)\2007	2011
Евраз Групп	Основная площадка (ГДР)\2005	2011
АФИ Девелопмент	Основная площадка (ГДР)\2007	2010
Рейвен Россия	Альтернативный инвестиционный рынок\2005	2010

* Возможность включения в семейство индексов FTSE. Полиметалл и Евраз Групп включены в индекс FTSE 100

Источник: Bloomberg, PWC

Но большинство компаний имеет листинг категории "Стандарт", который распространяются на выпуск акций и Депозитарных расписок. Компании этой категории должны соответствовать минимальным требованиям, которые предписаны законодательством ЕС. Компаний из стран с переходной экономикой могут получить значительный пул международного капитала

посредством листинга в отношении эмитируемых ими Депозитарных расписок.

Среди различий между этими двумя категориями можно назвать то, что в категории «Стандарт» не требуются данные, свидетельствующих о положительной рентабельности 75 процентов заявителя за трехлетний период; "чистая" справка об оборотном капитале; спонсорства и контроля над большинством активов в течение трех лет, в то время как для получения листинга категории «Премиум», от лица эмитента должен обращаться назначенный им спонсор в Управление Великобритании по листингу, главная задача которого состоит в оказании эмитенту помощи, связанной с соблюдением правил листинга и правил подготовки проспекта эмиссии. Вместе с этим, компании должны подготовить "чистую" трехлетнюю историю деятельности, а также "чистую" справку об оборотном капитале, как минимум, на перспективу ближайших 12 месяцев. Предварительные результаты деятельности за год должны быть одобрены и опубликованы в течение 120 дней после завершения финансового года. Компании, получившие листинг категории «Премиум» должны максимально раскрывать свою финансовую информацию – отчетность за полгода должна быть одобрена и опубликована в течение двух месяцев после окончания полугодия, а годовой отчет должен быть опубликован в течение четырех месяцев после окончания года. Также существенные операции требуют обязательного одобрения со стороны акционеров²².

Ранее иностранные фирмы размещали на Лондонской фондовой бирже только глобальные депозитарные расписки, однако с 1998 года стало возможным размещение и Европейских депозитарных расписок. Что касается

²²<http://www.londonstockexchange.com/companies-and-advisors/main-market/main-market/home.htm>

Американской депозитарной расписки, то и она может быть размещена на фондовой бирже Лондона, но при определенных условиях. Во-первых, компания должна назначить инвестиционный банк. Во-вторых, обязательным условием является наличие проверенных финансовых отчетов за 3 года. Следующим условием является то, что после осуществления эмиссии не менее 25% АДР должно находиться в руках независимых лиц. И последнее условие - минимальный размер выпуска должен составлять не менее 700 тыс. фунтов стерлингов. Если рассматривать российские компании, разместившиеся на Лондонской фондовой бирже, то «Лукойл» уже в 1997 году разместил свои глобальные депозитарные расписки и «Система» в 2005 году, а в 2002 году – Американские депозитарные расписки 1 уровня, а также АДР категории Rule 144A и Regulation S. Кроме этого, на Лондонской фондовой бирже также размещены АДР таких компаний как, «Сибнефти», «Юкоса», «Татнефти», «Норильского никеля», «Ростелекома», «Сургутнефтегаза», «РАО ЕЭС», «ВимБильФудс».

На альтернативном рынке насчитывается около 1277 компаний, а их совокупная рыночная капитализация превысила 42 млрд. фунтов стерлингов²³. Первоначально рынок создавался для региональных английских компаний, но со временем увеличилось количество иностранных компаний. И теперь на этом сегменте допускаются компании независимо от страны происхождения или сектора промышленности, в котором она работает. Листинг здесь становится первым шагом для того, чтобы компания могла о себе заявить и, возможно, перейти на основную площадку, упрочив свои позиции. В основном это площадка для небольших растущих компаний, некоторые из них связаны с информационными технологиями и стартапы,

²³<http://www.londonstockexchange.com/companies-and-advisors/aim/aim/aim.htm>

желающие получить доступ на публичные рынки капитала, поэтому Лондонская Фондовая Биржа установила для них более гибкую систему регулирования по сравнению с Главной площадкой, например, упрощённая процедура листинга, отсутствие требований к капитализации и к количеству выпущенных акций. Кроме того, на этом рынке существуют значительные налоговые послабления для инвесторов и меньшие нормативные требования, которые предъявляются к компаниям-эмитентам.

В последние годы можно проследить тренд перехода компаний с главного рынка на рынок альтернативный. Особенно этот бум пришелся на 2005 год, когда примерно 40 компаний перешли с Основной биржи на альтернативный рынок. Некоторые компании, просуществовав определенное время на Альтернативном рынке, переводят свои акции на Основную биржу, в особенности это характерно для компаний, придерживающихся стратегии роста привлекательности своих ценных бумаг. Однако все равно компании, размещенные в альтернативном сегменте рынка, должны соблюдать общие правила, например, английские законы, касающиеся размещения ценных бумаг и ограничения на рекламу финансовых инструментов в соответствии с Законом о финансовых услугах и рынках 2000 года. Сегмент альтернативного рынка становится все более популярным среди институциональных инвесторов, которые характеризуются долгосрочным подходом к инвестициям и обладают значительными капиталами. В особенности в 2005 и 2006 годах деятельность этого рынка активизировалась, и, в общем, совокупная капитализация институциональных инвестиций здесь превышает 19 млрд. фунтов стерлингов. «Интересно, что по стоимости инвестиций лидером является канадский инвестиционный фонд CDS&Co. Другими ведущими инвесторами на AIM являются Fidelity, Artemis,

SchroederInvestmentManagement, MerrillLynch, UBS, GoldmanSachs, Prudential и другие крупнейшие финансовые организации. Например, в 2005 году Fidelity инвестировала в 113 компаний на AIM, Artemis – в 94 компании, GoldmanSachs и MerrillLynch – в 46, а SchroederInvestmentManagement – в 45 компаний²⁴». Для инвестиционных фондов наиболее важным при решении о вложении средств в ту или иную компанию является история деятельности управляющего фондом. И в принципе, при принятии решения о вложении средств, большинство инвесторов уделяет значительное внимание именно подготовленной стратегии для развития компании и качеству руководства, так как в большинстве случаев финансовое состояние компании является четким свидетельством того, как она управляется и, соответственно, уровня ее руководителей. Несмотря на то, что коммерческий успех компании и позволяет сделать вывод о компетентности ее руководителей, на самом деле они могут управлять малоэффективной компанией в успешной отрасли. В этой ситуации очень важно найти схожих по масштабу конкурентов и сравнить компанию с ними. Руководство, кроме того, может реагировать на внешние события с запозданием, вместо того, чтобы обеспечивать активное поступательное развитие бизнеса. Примерно 31% всей капитализации альтернативного рынка составляют горнодобывающие и нефтяные компании. В вопросе одобрения этих компаний для листинга основную роль играют такие факты, как активы компании и насколько эффективно происходит эксплуатация этих ресурсов руководством компании. Помимо них здесь присутствуют программное обеспечение, СМИ, ритейлеры и индустрия развлечений. Практически все компании могут найти свою нишу на Альтернативном рынке. Относительно российских компаний, здесь

²⁴ ecsocman.hse.ru/data/335/943/1216/Finance_Forum

представлены 45 компаний из России и стран СНГ. Однако в основном российские компании предпочитают Основной рынок для размещения ценных бумаг. Нужно отметить, что альтернативный рынок подвергся критике из-за скандала с участием компании «Лангбар Интернешнл». Эта компания прошла листинг и привлекла в процессе размещения своих ценных бумаг 375 млн фунтов стерлингов. Однако, как выяснилось позже, компания не имела активов, о которых было заявлено во время процедуры листинга. Эта история стала самой крупной махинацией на Альтернативном сегменте рынка. Если провести сравнение по допуску между основной и альтернативной площадкой, то отсюда вытекают следующие факты. Чтобы компания могла выйти на основной рынок, ей нужно иметь как минимум 25 % акций в публичном обращении, тогда как на альтернативную площадку такие требования отсутствуют. Для выхода на альтернативный рынок так же не нужны официальные отчеты о генерировании выручки, в то время как основная площадка требует как минимум трех лет официальной отчетности. Основная площадка Лондонской фондовой биржи требует одобрения акционеров по вопросам существенных приобретений или продаж. На альтернативном рынке все проще – одобрение акционеров только в случае сделок, ведущих к изменению характера бизнеса и нет каких-либо ограничений по минимальной капитализации. Однако для функционирования на обоих сегментах рынка по закону требуется предварительное одобрение Управлением Великобритании по листингу.

Глава III. Перспективы развития и пути совершенствования международной Фондовой Биржи и повышения его роли в инвестиционном процессе

3. 1. Перспективы международной Лондонской Фондовой Биржи в инвестиционном процессе

Не менее важным является тот факт, что большинство российских компаний размещают свои ценные бумаги именно на Лондонской фондовой бирже, они составляют 47% от общего числа предпочтений эмитентов²⁵, выбравших проведение размещения на международных площадках. С 2005 года практически все IPO российских компаний на сумму свыше 400 миллионов долларов сопровождались листингом на ЛФБ, который обеспечил им большой круг заинтересованных инвесторов и необходимую ликвидность для поддержания вторичного рынка размещаемых ценных бумаг. Лондонская площадка дает российским компаниям значительный объем ликвидности, который по объемам сравним с листингом иностранных компаний категории «Премиум» (график 9).

²⁵www.micex.ru/articles/file/3001

График 9.



Источник: Блумберг, март 2013

Если рассматривать общие тенденции 2011-2012 годов, то следует отметить, что наиболее популярен двойной листинг российских компаний, как в России, так и в Лондоне. Азиатские площадки еще не столь популярны, а размещение в США стало чересчур обременительным в связи с требованиями закона Сарбейнса-Оксли, хотя есть и исключения, например, «Яндекс», «Епам Системс», «Киви», «СТС Медиа» - все эти компании представляют сегмент высокотехнологичных компаний. Они первоначально

настроены на размещение на американской площадке, а именно на НАСДАКе, так как там представлено однозначно больше инвесторов, понимающих этот сегмент, и, следовательно, им проще там разместить свои акции, кроме того оценка стоимости компании будет более высокой. В Лондоне инвесторы в такие компании присутствуют, но представлены слабее.

Наименее обременительным и наиболее ликвидным является размещение GDR с применением правила 144А для инвесторов США. На Лондонской фондовой бирже в основном происходит торговля российских компаний депозитарными расписками, кроме того с 2005 года началась торговля опционами и фьючерсами РТС. А в октябре 2006 года был запущен еще один индекс на Лондонской бирже ФУТСИ Россия, который рассчитывается путем расчета изменения цен десяти ликвидных депозитарных расписок, которые торгуются на лондонской площадке.

Несмотря на то, что по текущему законодательству по АДР программе не может быть больше, чем 25% акций в обращении, рассматривая таблицу по ежедневному объему торгов, можно сделать вывод о том, что объем торгов на лондонской площадке превышает объемы торгов на Московской бирже (табл.10).

Таблица 10. Статистика ежедневных торгов на Лондонской Бирже

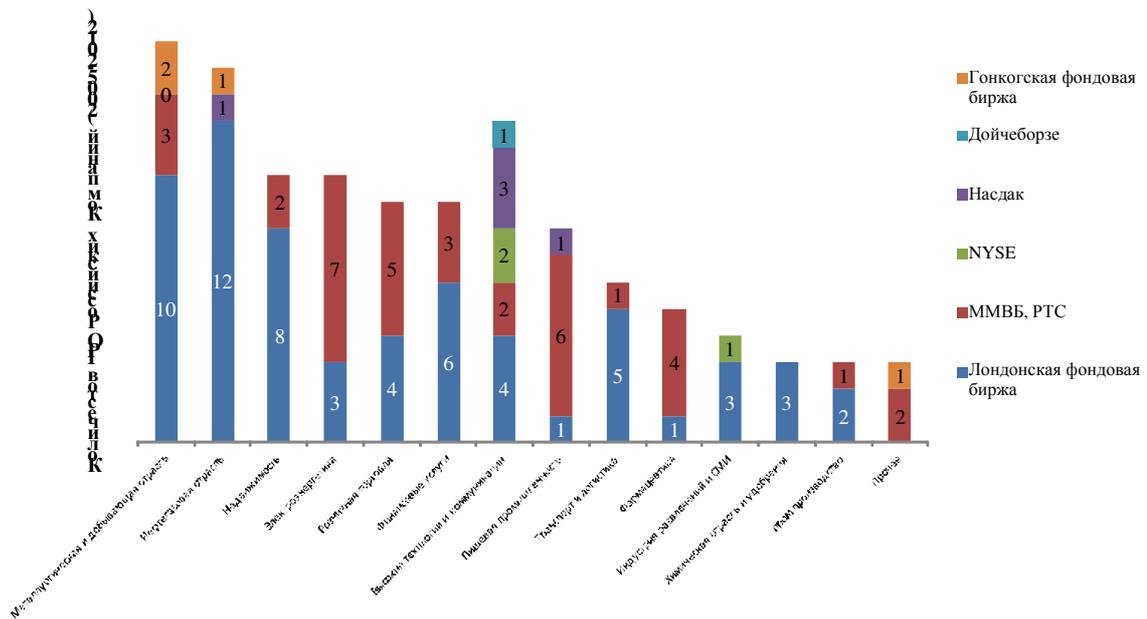
Ценная бумага	Страна	Дневное количество акций	Дневной объем торгов, млн.долл
ОАО Газпром	Россия	12,144	381
ОАО Лукойл	Россия	7,118	200

ОАО Роснефть	Россия	6,035	112
ОАО Норильский Никель	Россия	4,485	106
Сбербанк РФ	Россия	4,597	97
Банк ВТБ	Россия	3,384	51
ОАО Новатек	Россия	1,808	48

Источник: InternationalOrderBook

Россия является лидером по количеству компаний, представленных в секторе «Заграница». Торги ведутся в режиме IOB, то есть платформы для совершения торговых операций с наиболее ликвидными иностранными ценными бумагами. За последние несколько лет Лондонская фондовая биржа стала основной иностранной площадкой для листинга ценных бумаг российских эмитентов. Если рассматривать лондонскую площадку по отраслям, то среди российских компаний лидирует нефтегазовая, металлургическая и добывающая отрасли и недвижимость, что, в принципе, отражает структуру российской экономики (диаграмма 11).

Диаграмма 11. Российские компании по секторам, торгующиеся на биржах



Источник: Bloomberg, PWC

3.2. Ключевые аргументы «за» Лондонскую Фондовую Биржу

И все же, почему большинство российских компаний проводят свои публичные размещения на Лондонской фондовой бирже, а не на российской или американской площадке. Конечно, географические, культурные и правовые факторы тут играют решающую роль, так как удобнее торговать и по времени, в сравнении с Американской площадкой, большее понимание российского рынка со стороны Великобритании, осведомленность о ситуации на тех или иных рынках, предубеждения относительно конкретных эмитентах, также российские компании используют лазейки в британском

законодательстве, что сильно способствует прибыльности. А теперь рассмотрим этот вопрос подробнее.

Во-первых, издержки, связанные с проведением первичного публичного размещения ценных бумаг. Хотя размещение ценных бумаг на российском рынке является наиболее дешевым, так как, например, за листинг на Российском фондовом рынке плата составляет около 4-6 тысяч долларов в сравнении с 180 тысячами долларов в Лондоне, но инвесторы ценят ликвидность и свободу торговли, а первично публичное размещение в России становятся все меньше и меньше по сумме. Порой сделки ограничиваются объемом 25% акций, и, в общем, вполне вероятны жёсткие ограничения гибкости в будущем. Кроме того, система регистрации выпусков в России всё ещё сложна.

Во-вторых, географический фактор. Лондон является штаб квартирой многих инвестбанков и финансовых компаний, который ближе остальных расположен к Москве и проще торговаться за счет минимальной разницы во времени. Кроме того, здесь множество российских олигархов, которые стремятся приобретать здесь самые разнообразные активы.

Лондонский Сити контролирует сеть оффшоров, например, Британские Виргинские Острова или остров Мэн, где зарегистрировано большое количество бенефициаров компаний и хедж фондов, управляющих большим частным и институциональным капиталом. Кроме того, существуют исторические тесные связи между управляющими деньгам, Управлением по финансовому регулированию и надзору и Лондонской фондовой биржей. Поэтому, бенефициары компаний, выводящие свои активы на IPO, обращают свое внимание именно на лондонскую площадку в первую очередь. Вывод

компания на Лондонскую фондовую биржу означает интерес и роад шоу среди этой значительной категории инвесторов. То есть повышение статуса компании, ее узнаваемости и, как следствия, инвестирования в нее.

Зачастую многие российские фирмы решают выйти на LSE просто потому, что на ней уже котируются аналогичные компании из отрасли. Таким образом, на бирже уже сформировался корпус российских компаний, который также привлекает новые поколения фирм. В особенности, в Лондоне присутствует большое количество инвесторов, работающих с сырьевыми и промышленными активами, которые хорошо понимают российский рынок и много лет на нем присутствуют. Поэтому здесь обеим сторонам комфортнее, так как понятен ход размещения и торговли акциями.

Немало важным фактором является еще и то, что размещение в Лондоне предоставляет доступ российским компаниям к институциональным инвесторам. Большая часть денег в мире – это длинные деньги под управлением пенсионных фондов, паевых фондов, страховых компаний управляющих избыточной ликвидностью. То есть размещение в Лондоне позволяет получить «глубокий» рынок, благодаря которому можно привлечь больше средств и справедливее оценить компанию, так как достаточно широкий спектр торгуемых бумаг позволяет найти близкие аналоги и оценить новую компанию на их фоне более выгодно. Это консервативные деньги, большая часть которые аллокирована в инструменты с фиксированным доходом. Одним из ключевых критериев аллокация капитала в акции является ликвидность той или иной ценной бумаги. Лондонская биржа как площадка сводит вместе много инвесторов, обеспечивает потоки спроса и предложения и ликвидность – т.е. возможность купить значительный пакет акций с минимальные спредом бид\аск и минимальным

влиянием на цену даже при большом объеме транзакции. Что практически отсутствует на российском рынке, и большинство европейских инвесторов отказываются приходить в Россию, так как требования институциональных инвесторов к клирингу и маркетмейкингу может удовлетворить только капитализированная биржа с современной ИТ системой с большим количеством игроков оказывающих услуги по маркетмейкингу. Этому как раз и соответствует лондонская площадка, и, кроме этого, в отличие от Нью-Йоркской фондовой бирже Лондонская является предпочтительнее для российских компаний в плане критерий листинга, то есть требованиям, которые предъявляются и по стоимости размещения, которая, в принципе, сравнима с Франкфуртской биржей, но намного ниже, чем в Нью-Йорке в основном из-за закона, введенного в 2002 году.

Лондонская фондовая биржа более ориентирована на европейские и русские компании в отличие от Америки, где не всегда могут правильно проанализировать экономическую и политическую ситуацию в России. А инвесторы Лондонской площадки понимают макроэкономическую картину и привычны к рискам развивающихся рынков Восточной Европы и России. Маркетинг и прайсинг среди таких инвесторов проходит гораздо проще, что сокращает издержки размещения. Также, это делает возможным размещения инвестиционных фондов, ориентированных на России и отдельные российские истории, например RavenRussia. Защита прав инвесторов является наиболее значительным пунктом, так как риски в России велики, а компания, акции которых обращаются на Лондонской фондовой бирже, являются субъектами английского права не только в части своих акций, но и в части активов, которые физически могут находиться в России. Так что инвесторы могут быть уверены, что их права будут защищены английским

судом, а не судами развивающихся стран как, например, России. А, в свою очередь, для России плюсом являются правовые лазейки в английском законодательстве, так как, если компания открывает офис в Лондоне, то она получают право размещать минимальное количество акций, сохраняя при этом контрольный пакет в родных странах. Все это делает Лондон намного более интернациональным рынком.

Еще одним доводом в пользу Лондонской биржи является тот факт, что она полностью интегрирована в систему Евроклиар (Euroclear), через которую иностранные инвесторы совершают большую часть сделок на местных рынках, в систему учета и в систему торговли ведущих институтов мира в отличие от Московской биржи, и система налогообложения, которая является одним из ключевых факторов, для иностранных инвесторов намного понятнее, нежели в России, так как иностранные инвесторы у нас облагаются большими налогами за счет дополнительных посредников на рынке. Для того, чтобы избежать уплаты налога в 15%, иностранные инвесторы должны будут доказать, что они являются резидентами стран, с которыми у России подписан договор об избежание двойного налогообложения.

Система Евроклиар по своей сути является центральным хранилищем обо всех биржевых операциях²⁶. Если быть более точным, то Евроклиар Банк – это организация, которая оказывает расчетные операции и сопутствующие им услуги в более чем 90 странах между покупателями и продавцами из разных стран при проведении биржевых и внебиржевых операций с

²⁶<http://quote.rbc.ru/topnews/2013/02/06/33878087.html>

ценными бумагами, акциями, производными финансовыми инструментами и паями инвестиционных фондов.

Эта система упрощает проведение биржевых операций и обеспечивает массовый спрос со стороны иностранных инвесторов на российские ценные бумаги, что приводит к большей ликвидности на рынке. Например, около 6 % глобальных фондов имеют право покупать местные ценные бумаги только через эти учетные системы. Однако в России долгое время не хотели ее вводить из-за опасения того, что торги с Московской биржи могут переместиться на зарубежный внебиржевой рынок внутри Clearstream и Euroclear, так как акции, торгуемые на лондонской бирже, могут стать популярнее российских расписок из-за того, что они дешевле. Что помешало бы идеи создания международного финансового центра в Москве. Еще одним опасением стало то, что Московская биржа менее конкурентоспособна по сравнению с западными площадками, так как она полностью не завершила переход на общепринятый режим торговли с отложенными расчетами. Кроме того, еще одним препятствием по запуску этой системы стала налоговая отчетность, так как у Евроклиар есть собственная система отчетности, действующая во всех странах, где она присутствует, а российская система налоговой отчетности является сложной для проведения расчетов по этой системе. Поэтому на данный момент система Евроклиар не может работать по корпоративным ценным бумагам до тех пор, пока не вступят в силу необходимые поправки к законам. Но уже открыты операции с облигациями федерального займа, так как с ними нет проблем по налоговой отчетности. Одним из условий допуска к этой системе стало создание

Центрального депозитария²⁷, соответствующий статус получил Национальный расчетный депозитарий, входящий в группу Московской биржи. Это дало возможность крупнейшим международным компаниям, которые торгуют облигациями федерального займа, проводить расчеты по сделкам и хранить свои позиции в ОФЗ, используя счет Евроклиар Банк в российском центральном депозитарии. Российский рубль стал одной из 54 расчетных валют в Евроклиар Банке. На данный момент Национальный Российский Депозитарий уже имеет счета в международных центральных депозитариях семи стран. В целом, введение этой системы предоставило, возможно, новый доступный, дешевый и эффективный способ финансирования экономического роста страны на рынках облигаций, так как проведение расчетов через иностранные расчетно-депозитарные организации снижает риски и, следовательно, увеличивает стоимость ценных бумаг. Ранее иностранные инвесторы из-за опасения о ненадежности российской депозитарно-клиринговой системы запрашивали более высокую доходность по облигациям, что делало сделки менее выгодными. Еще одним фактом является то, что произойдет так называемая «глобализация» рынка, так как многие иностранные инвесторы получают возможность покупать российские ценные бумаги. «По расчетам Евроклиар, можно ожидать дополнительного притока иностранных инвестиций в локальные рублевые бумаги на сумму около 20 млрд. долларов США». Итак, что касается будущего Лондонской фондовой биржи, то тут существуют весьма противоречивые аргументы.

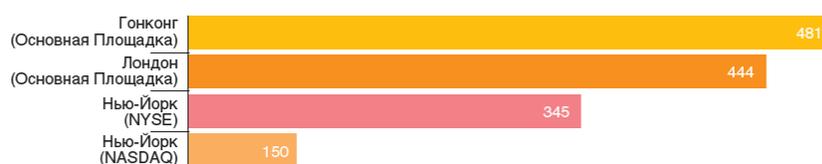
Во-первых, существует мнение российских консалтинговых компаний о том, что возможна ситуация, что в скором времени Лондон потеряет свое

²⁷http://www.vedomosti.ru/finance/news/12025891/otkryt_rynok_akcij_s_raschetom_na_inostrancev

лидерство среди размещения на нем российских компаний. Аргументировать это можно последними тенденциями на рынке, когда несколько российских компаний покинули британские биржи. В основном в Лондон идут компании в первую очередь с объемом привлечения от 100 млн. долларов США, а подобные размещения после кризиса для российских компаний достаточно сложны, так как не хватает ликвидности и спроса со стороны российских инвесторов. Кроме того, азиатские рынки, в особенности Гонконгская фондовая биржа, набирают популярность, Средний объем средств здесь, привлеченный при размещении составляет около 481 млн. долларов США, что больше, чем на лондонской площадке и американских (табл.12). Немало важно, что гонконгский рынок, в сравнении с Лондоном, даже более понятны нашему бизнесу, а привлекательность России растет среди местных инвесторов.

Таблица 12. Привлеченный капитал в среднем при IPO

Средний объем средств, привлеченный при IPO (млн долл. США)



Источник: Биржевая статистика, Всемирная федерация бирж, данные Обзора рынка IPO в Европе (PwC).

Хотя в тоже время, против этого факта выступает то, что на Гонконгской Бирже огромная конкуренция со стороны китайских компаний, являющиеся более конкурентоспособными по сравнению с российскими аналогами. Помимо этого требования, предъявляемые к листингу компаний на данной бирже более жесткие, чем на Лондонской фондовой бирже, в том числе в части минимального количества ценных бумаг в свободном обращении или

необходимости наличия определенного количества директоров компании в Гонконге.

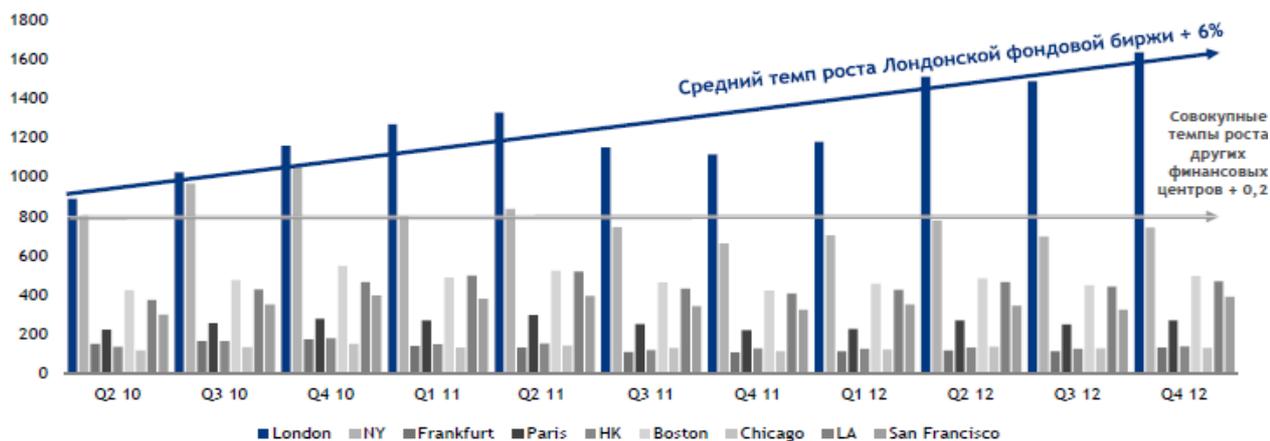
Если верить мнению «ПрайсвотерхаусКуперс», то можно ожидать резкий скачок популярности российских бирж, именно как площадок для проведения публичных размещений. Так как, во-первых, менее жесткие процедуры выходы на рынок и требования к раскрытию информации. Во-вторых, размещение реализуется в более короткие сроки от 3 до 6 месяцев в сравнении с другими, где оно занимает от 8 до 24 месяцев. (в РФ – от 3–4 до 6–12 месяцев; на LSE – от 7–8 до 18 месяцев, на NYSE – от 10–11 до 24 месяцев). Также, это может произойти из-за снижения популярности крупнейших фондовых бирж в силу набирающих оборотов бирж, представленных в развивающихся странах, например, Индия, которая стоит на пороге длительного периода роста. Либо это может произойти из-за вступления в силу системы Евроклиар, которая привлечет большое количество иностранных инвесторов.

Однако все равно, основная проблема российского рынка – это отсутствие ликвидности, чему способствует тот факт, что основные деньги, находящиеся у страховых компаний и пенсионных фондов не могут быть инвестированы в широкий класс акций, ограниченные возможностями инвестирования в класс А1. В 2012 году пенсионные фонды Российской Федерации аллокировали на рынок акций не более 3% своего портфеля.

Ко всем этим прогнозам можно относиться весьма скептически, так как статистические данные говорят о том, что Лондонская фондовая биржа остается весьма популярной среди иностранных компаний и будет лидировать как площадка для размещения российских компаний, так как

условия для листинга там становятся все более комфортными. Средний темп роста Лондонской фондовой биржи все увеличивается с 2010 года (табл. 13).

Таблица 13. Средний темп роста Лондонской Фондовой Биржи



Источник: Irgoo, декабрь 2012 и Ассоциация управления инвестициями (IMA)

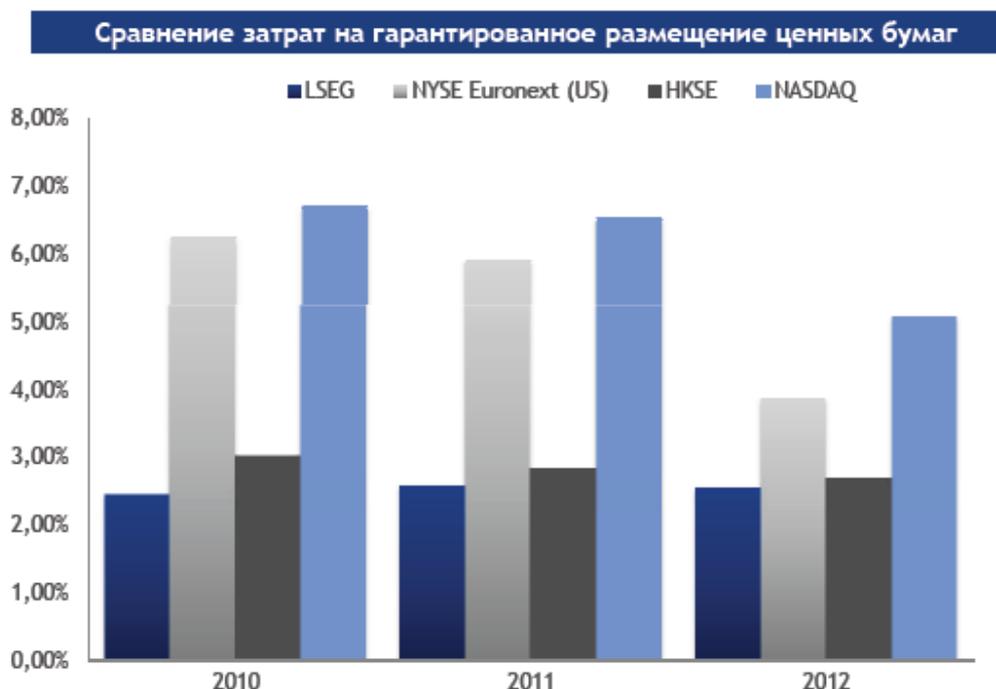
9

На данный момент происходит упрощение правил для первичного размещения быстроразвивающихся высокотехнологичных компаний. Было решено снизить долю акций, находящихся в свободном обращении с 25% до 10%. Основная цель этого шага – это получить листинг подобных компаний

именно на лондонской площадке и получить преимущество над американскими площадками. Последним размещением высокотехнологичной компании на Лондонской фондовой бирже в 2010 году стало размещение российской компании «Мэил.Ру».

Стоит упомянуть то, что листинг на Лондонской фондовой бирже является наиболее эффективным с точки зрения затрат по сравнению с листингом на других фондовых площадках мира, так что этот факт будет и в дальнейшем ключевым при выборе площадки для размещения ценных бумаг (график 14).

График 14. Сравнение затрат на гарантированное размещение ценных бумаг



Диалоджик, 2012

И, пожалуй, завершающим фактом того, что Лондон будет оставаться привлекательным для большинства иностранных компаний, является то, что около 70% всех активов институциональных инвесторов управляют исходя из пассивной стратегии, т.е. инвестируются в рынок или класс активов в целом, обеспечивая диверсифицированный, низко затратный способ инвестирования. Ведущими инструментами отслеживания пассивных стратегий являются индексы, и привязанные к ним индексные фонды (ETF). Индексные фонды формируются ведущими финансовыми институтами, и представляют собой ценные бумаги, котировки которых привязаны к изменению индексов²⁸.

Одним их наиболее отслеживаемых индексов является семейство индексов FTSE, привязанных к ценным бумагам, торгуемым на Лондонской бирже.

На декабрь 2012 года в мире существовало около 300 индексных фондов, торгующихся на 20 различных мировых площадках Европы, Азии и Америки (и каждый месяц происходит добавление нескольких новых индексных фондов) привязанных к семейству ФУТСИ, обеспечивая пассивное инвестирования с фокусированной стратегий на рынок в целом и на отдельные сектора и нишевые стратегии (недвижимость, ритейл, энергетика, инструменты с фиксированной доходностью, компании с малой капитализацией, и т.д). Около 124 млрд. долларов активов привязано к индексам ФУТСИ.

²⁸<http://fonds.orgfree.com/index.htm>

Специалисты Лондонской биржи совместно с ведущими инвестиционными банками и институциональными инвесторами постоянно работают над расширением линейки индексов. Учитывая популярность индексных фондов во всем мире, роль Лондонской биржи как базовой площадки к торгам которой привязаны индексные инструменты будет только расти.

3.2. Перспективы и Развитие биржевой инфраструктуры в Азербайджане в контексте мирового опыта

В России работает все большее количество банков с участием нерезидентов, и то, что они все активнее приобретают доли в российских коммерческих банках и это подтверждает, что российская банковская система уже стала более открытой, а также то, что она становится все более зрелой.

«Сегодня российский рынок банковских услуг стал столь привлекательным, а банки сопредельных государств настолько окрепли, что у них есть все необходимые стимулы и возможности для развития в России диверсифицированного бизнеса. Очевидно, что потенциал российской экономики существенно выше, чем в других странах содружества. И если сегодня различия не столь принципиальны, со временем разрыв будет нарастать, что делает особенно оправданными такие инвестиции в будущее банков СНГ в России. Более того, такая политика способна приблизить тот час «Х», когда банки СНГ, набрав достаточно веса, приведут в порядок структуру собственности и с «открытым забралом» и высокими кредитными рейтингами материнских банков бросятся в решающий бой за региональную клиентуру.

Сегодня в России действуют одиннадцать кредитных организаций, контролируемых банками из стран СНГ. И хотя история их появления и специфика деятельности на российском рынке существенно разнятся, тем не менее, их можно классифицировать на две группы. Первая — банки, созданные для обслуживания транснациональных расчётов, в том числе связанных с межгосударственными программами, и для поддержки

национальных компаний в ведении бизнеса на внутреннем российском рынке. Большинство этих банков создано в середине 90-х, когда в ситуации распада Советского Союза и необходимости восстановления утраченных хозяйственных связей со стороны экономических субъектов возник узконаправленный спрос на расчётные операции.

Ситуация коренным образом стала меняться в 2000-х годах, когда с ростом экономики и развитием рынка банковских услуг в России стала формироваться вторая группа — универсальные банки, предлагающие услуги преимущественно российским клиентам и на этом стремящиеся заработать основную прибыль. В эту группу стали переходить и некоторые банки из первой.

Развитие ритейла в России банки из СНГ предпочитают начинать не с регистрации новой кредитной организации, а с покупки готовых — с достаточно развитым и диверсифицированным бизнесом. Это оказывается оправданным и выгодным».

С одной стороны, они заинтересованы в приобретении бренда успешного российского банка (ценность его для них безусловна, поскольку собственный бренд обычно не имеет в России веса), а с другой — именно банки из СНГ имеют возможность наилучшим образом распорядиться клиентурой покупаемого банка.

Так, если российскую кредитную организацию покупает западный банк, он вынужден в силу жёстких корпоративных требований к качеству заёмщиков и практике бизнеса, отказаться от большинства «унаследованных» клиентов, риски которых не позволяют пройти кредитные комитеты. Плюс необходимая реорганизация менеджмента, с уходом которого также неизбежно уйдёт весомая часть клиентуры. Другое дело,

когда покупатель — банк из СНГ, который в силу более гибкой позиции по отношению к рискам может максимально сохранить существующий бизнес.

Та же гибкость и сохранение преемственности становится особым конкурентным преимуществом для банков из стран ближнего зарубежья, ибо они способны удовлетворить многие «специфические» запросы и потребности российской клиентуры, которые никогда не будут восприняты не только западными банками, но даже крупнейшими российскими.

Отдельного внимания заслуживает ценовая политика банков СНГ. Поскольку корпоративный бренд не дает им особых преимуществ на российском рынке, а в расширении клиентуры (в том числе и за счёт ценового фактора) они заинтересованы, процентные ставки по их депозитным и кредитным продуктам зачастую более выгодны, чем в среднем по рынку. Необходимо помнить и о высоких кредитных рейтингах их материнских банков, которые, хотя и не проецируются напрямую на рейтинг «дочек» в силу их запутанной структуры собственности, но, тем не менее, принимаются клиентами во внимание. Во всяком случае тем, кто ищет банк с достаточно высокими депозитными ставками и приемлемым уровнем риска, предложения банков из СНГ могут показаться уникально выгодными.

И ещё один плюс. Если западные «дочки» фактически не работают с российскими на рынке МБК, ограничиваясь контрагентами в лице трёх крупнейших государственных Сбербанка, ВТБ и ВЭБ, то круг контрагентов банков СНГ куда более широк. В него входят даже некоторые региональные банки, что означает появление дополнительного источника ликвидности, поддерживающего стабильность отечественной банковской системы.

Скорректированные в интересах клиентов ставки могут рассматриваться как плата и за недостаточно весомый имидж банков, и за

выход на российский рынок, и за укрепление позиций на нём. Скажем, даже если сегодня банк недополучает часть прибыли из-за «спекулятивных» процентных ставок, но это позволяет ему завоевать нишу на российском рынке, впоследствии это может с лихвой окупиться — с учётом общего роста российской экономики, доходов населения и адекватного роста показателей банковского сектора.

Стоит напомнить, что все «дочки» из СНГ безболезненно прошли процедуры отбора в систему страхования вкладов, подтвердив тем самым достаточный уровень надёжности.

Ещё одна особенность банков из стран СНГ, отличающая их от коллег из развитых стран: большинство из них не афиширует принадлежность к материнским финансовым группам — как в плане отчётности, отражающей структуру собственности, так и в плане информации, предоставляемой клиентам. Корпоративный бренд материнского банка не способен особо позитивно влиять на восприятие «дочек» (репутация купленного регионального банка для клиентов порой более весомая, нежели репутация малоизвестного в регионе банка из Казахстана). Поэтому им оказывается выгоднее, предлагая высококлассные банковские продукты, «маскироваться» средним российским банком. Причём именно клиентура подобных банков становится наиболее доступной «добычей». Такая стратегия обеспечивает быстрое развитие бизнеса и рост клиентского интереса.

Скажем, ни у одного из четырёх банков, входящих в группу ТуранАлема, основная часть капитала по формальным балансовым признакам не сформирована за счёт средств нерезидентов, что объясняется особым порядком их приобретения через российские организации-посредники и что уравнивает их в глазах банковских регуляторов с

обычными российскими банками.

Аналогично выглядит структура капитала московского Москоммерцбанка (в рэнкинге «Интерфакс-100» на 1 июля 2006 года — 104-е место по величине чистых активов), принадлежащего казахстанскому Казкоммерцбанку, хотя 100% капитала Москоммерцбанка сформировано, по данным баланса, за счёт средств резидентов. Возможно, такой порядок формирования капитала обусловлен облегчённой процедурой покупки банков для резидентов, а также упрощённой процедурой их продажи в случае необходимости.

Следует, однако, ожидать, что после того как банкам СНГ удастся завоевать крепкие позиции на российском рынке, они сделают структуру собственности более прозрачной, это автоматически и одномоментно повысит их кредитные рейтинги и может обернуться эффектом «большого скачка» в развитии их бизнеса в России, и прежде всего — в регионах.

Именно региональный приоритет отличает ведение бизнеса банками СНГ от финансовых институтов из Европы и Америки.

«Обращает на себя внимание тот факт, что казахстанские банки, помимо московского региона, особо активны в сопредельных с Казахстаном областях России. И это не случайно.

1) Во-первых, географическая близость снижает издержки ведения бизнеса.

2) Во-вторых, клиентура этих российских областей по своему характеру ближе к типичной клиентуре казахстанских банков, а значит, можно использовать маркетинговые приёмы и предлагать продуктовую линейку, обкатанные на «внутренней» клиентуре.

3) В-третьих, в этих регионах присутствуют интересы

казахстанского бизнеса, что формирует дополнительный спрос на услуги банков.

4) В-четвёртых, банку из ближнего зарубежья выйти на региональный уровень много проще, нежели начинать работу в крупнейших мегаполисах, где существует жёсткая конкуренция. Казахстанские банки в регионах, представляя лучшие финансовые организации своей страны, выигрывают на общем фоне наших региональных банков, тогда как в столице их преимущества меркнут на фоне крупнейших российских банков и западных «дочек»

Развитие бизнеса в сопредельных регионах — наиболее перспективный и простой путь для казахстанских банков, а значит, вслед за Омском, Челябинском, Казанью, Астраханью следует ожидать их появления в Новосибирске, Екатеринбурге, Уфе, Самаре, Волгограде и Перми.

Казахстанские банки также активны на рынках стран СНГ, особенно в соседней Киргизии, и стремятся расширить свою деятельность в России. В этом направлении наиболее активны Банк ТуранАлем и Казкоммерцбанк. Российский банковский рынок как наиболее емкий в этом регионе привлекателен и для финансовых институтов других стран СНГ. Помимо казахстанских на нем присутствуют банки Украины, Армении, Азербайджана и Узбекистана, но их доля в активах российской банковской системы незначительна .

«Казахстанские заметно активизировались на российском рынке, часто не афишируя своих реальных владельцев. Казахстанские банки, сохраняющие основную ориентацию на внутренний рынок, все активнее расширяют операции, включая приобретение активов в России, Киргизии, Узбекистане, Грузии, Украине и в других странах СНГ.

При входе на рынок им выгодно покупать российские банки, а не стартовать «с нуля». Начинать же свою экспансию они предпочитают с регионов, где напрямую конкурируют с российскими коллегами по всей линейке продуктов, чему способствуют макроэкономические тенденции. Казахстанские банки, которым принадлежит 7 из 11 кредитных организаций, подконтрольных банкам стран ближнего зарубежья (70% активов банков СНГ в России). Чем это обусловлено?

1) Во-первых, Казахстан располагает самой развитой на территории бывшего СССР банковской системой, по ряду аспектов не только не уступающей, но и превосходящей российскую (в частности, по внедрению международных стандартов банковского дела).

2) Во-вторых, высокий потенциал развития казахстанских банков сталкивается с проблемой ограниченного спроса на их услуги внутри страны, что стимулирует выход на новые рынки.

3) В-третьих, экономики России и Казахстана наиболее тесно интегрированы среди стран СНГ, что требует адекватного отражения и в интеграции их финансовых систем.

4) И наконец, в-четвертых, благодаря своему географическому положению Казахстан имеет наиболее протяжённую совместную границу с Россией, что стимулирует экспансию казахстанских банков на сопредельные территории».

В Казахстане очень высокая конкуренция в банковском секторе страны. Однако казахские банки наиболее активны из всех банков СНГ по проникновению на российский рынок. Причем именно на розничный — это одна из приоритетных задач казахстанских банков. Не исключено, что в ближайшем будущем они также активизируют попытки внедрения на рынки

других стран СНГ. В прошлом году ТуранАлем уже купил 49% армянского Межинвестбанка . Этот факт лишний раз подтверждает, что именно сейчас решается вопрос о возможном присутствии или неприсутствии российских банков на рынке соседних стран. Такие гранды европейского розничного банкинга, как Raiffeisen, BNP, BancaIntesa, SocieteGenerale пока активны только в Украине и России. Если же их интересы распространятся на другие страны, российским банкам может не хватить ни авторитета, ни ресурса для противостояния им.

17. 07. 07 г. Федеральная антимонопольная служба разрешила казахскому финансовому холдингу SeimarAlliance приобрести 51% акций входящего в двадцатку крупнейших российских банков «Петрокоммерца». До сих пор столь крупные сделки в российском банковском секторе совершали только западные инвесторы. Банк «Петрокоммерц» станет вторым приобретением казахского холдинга. Месяц назад «Сеймар Альянс» объявил о покупке 92,75% небольшого Старбанка . До сих пор представители казахского финансового сектора предпочитали покупать в России более скромные активы.

Наиболее крупными инвесторами здесь являются два крупнейших банка республики — Казкоммерцбанк (бенефициар Москоммерцбанка и инвесткомпания «ИстКэпитал») и банк «ТуранАлем» (ему принадлежит 15,6% Славинвестбанка, Омск-банк, Агроинкомбанк и банк БТА). «Активы Петрокоммерца » составляют больше половины активов казахского банка .

Как и российская, казахстанская экономика во многом зависит от мировых цен на энергоресурсы, что сказывается на укреплении их национальных валют по отношению к доллару США. Причем, если Банк России стремится удержать укрепление рубля, поддерживая

конкурентоспособность отечественного производителя, то в Казахстане придерживаются более либеральной политики: начиная с 2000 года тенге последовательно укреплялась по отношению как к рублю, так и доллару. На фоне такой курсовой динамики для казахстанских банков успех кредитной политики в России должен быть неразрывно связан с активным привлечением ресурсов на российском рынке, ибо при фондировании ссудных операций за счёт средств материнских банков, короткая валютная позиция неминуемо отрицательно скажется на финансовом результате российских «дочек». Получается, что финансовый успех казахстанских банков в России мог быть достигнут только лишь при условии развития всей линейки банковских продуктов.

Летом 2006-го правительство Казахстана приняло решение о переоформлении стабилизационного фонда из национальной валюты в долларовые активы, что привело к резкому падению тенге. В результате может произойти существенный рост кредитной экспансии казахстанских банков в России за счёт финансовой привлекательности фондирования активных операций материнскими банками.

Сегодня российский рынок банковских услуг стал столь привлекательным, а банки сопредельных государств настолько окрепли, что у них есть все необходимые стимулы и возможности для развития в России диверсифицированного бизнеса. Очевидно, что потенциал российской экономики существенно выше, чем в других странах содружества. Специфика деятельности на российском рынке контролируемых банками из стран СНГ, существенно разнятся, тем не менее, их можно классифицировать на две группы. Первая — банки, созданные для обслуживания транснациональных расчётов, в том числе связанных с

межгосударственными программами, и для поддержки национальных компаний в ведении бизнеса на внутреннем российском рынке. Большинство этих банков создано в середине 90-х, когда в ситуации распада Советского Союза и необходимости восстановления утраченных хозяйственных связей со стороны экономических субъектов возник узконаправленный спрос на расчётные операции.

Ситуация коренным образом стала меняться в 2000-х годах, когда с ростом экономики и развитием рынка банковских услуг в России стала формироваться вторая группа — универсальные банки, предлагающие услуги преимущественно российским клиентам и на этом стремящиеся заработать основную прибыль. В эту группу стали переходить и некоторые банки из первой.

Развитие ритейла в России банки из СНГ предпочитают начинать не с регистрации новой кредитной организации, а с покупки готовых — с достаточно развитым и диверсифицированным бизнесом. Это оказывается оправданным и выгодным[8].

С одной стороны, они заинтересованы в приобретении бренда успешного российского банка (ценность его для них безусловна, поскольку собственный бренд обычно не имеет в России веса), а с другой — именно банки из СНГ имеют возможность наилучшим образом распорядиться клиентурой покупаемого банка.

Стоит напомнить, что все «дочки» из СНГ безболезненно прошли процедуры отбора в систему страхования вкладов, подтвердив тем самым достаточный уровень надёжности.

В свою очередь азербайджанская сторона вкладывает средства также в Российскую экономику. Правда, азербайджанские банки пока ориентируются

на внутренний рынок. Лишь МБА активно наращивает присутствие в ближнем зарубежье. МБА имеет два дочерних банка – «МБА-Москва» и «МБА-Грузия», а также представительства в Лондоне и Франкфурте.

В январе 2002 года при поддержке правительства Азербайджана в Москве открылся первый банк со 100% владением азербайджанских инвесторов в капитале – ООО «МБА-МОСКВА» (На 01.01.2012 г. активы Банка выросли до 24 641 млн рублей РФ, что на 43,8% выше показателей аналогичного периода прошлого года (17 133 млн рублей РФ). Собственный капитал Банка (по РСБУ) составил 2 111 млн рублей РФ, увеличившись на 33% по сравнению с данными первого полугодия 2011 года (1 591 млн рублей РФ), который стал первым в России банком с участием капитала из стран СНГ). Основными задачами Банка «МБА-МОСКВА» в России являются расширение географии деятельности и бизнеса группы МБА, развитие торгово-экономических взаимоотношений Азербайджана и России, обслуживание большого числа выходцев из Азербайджана, проживающих в России, а также реализация межправительственных соглашений Азербайджана и России. Главная стратегическая цель Банка «МБА-МОСКВА» — быть универсальным, динамично развивающимся банком с высокой степенью надежности, способствующим успешной деятельности своих клиентов и обеспечивающим их качественное обслуживание. У банка есть филиалы в Москве, Санкт-Петербурге и Екатеринбурге. Также планируется открытие филиала в Нижнем Новгороде.. Около 20% товарооборота между Россией и Азербайджаном приходится именно на Нижний Новгород. Там сосредоточены крупнейшие предприятия в сфере машиностроения, судоходства, кораблестроения и так далее.

По итогам 2010 года ООО «МБА-МОСКВА» вошел в TOP 150

крупнейших банков России по чистым активам, кредитному портфелю, кредитам для юридических лиц. Банк «МБА-МОСКВА» является активным оператором на рынке межбанковского кредитования. Объем привлеченных средств на межбанковском рынке вырос в 2011 году на 20% и составил 12 840 млн рублей РФ. В том числе в прошедшем году была заключена клубная сделка по привлечению финансирования на сумму 1,32 млрд рублей РФ. Участниками по сделке выступили «Газпромбанк» (ОАО), ОАО «Банк-Уралсиб», ОАО «МДМ-БАНК». В 2011 году Банк осуществил более 90 тысяч денежных переводов в основном между Россией и Азербайджаном на сумму более 15 млн долларов США, более 294 тысяч евро и 390 млн рублей РФ [9].

«МБА-МОСКВА» рассчитывает на открытие филиала банка во Франкфурте, потому что сегодня товарооборот между Россией и Германией достаточно большой, есть достаточно серьезная клиентская база в этой области, и поэтому банк хочет участвовать в этих операциях и привлечь их в МБА-МОСКВА.

Современные финансовые рынки характеризуются, во-первых, расширением зоны организованного рынка за счет возникновения внебиржевых организаторов торговли и, во-вторых, усилением международной конкуренции бирж, в ответ на которое происходит концентрация ликвидности на крупнейших биржах, трансграничная консолидация бирж и консолидация национальных бирж внутри отдельно взятой страны.

Для того чтобы соответствовать общемировым тенденциям в развитии биржевой торговли в среднесрочной перспективе необходимо обеспечить:

условия для возможности консолидации биржевого рынка и концентрации на нем ликвидности, а также качественное повышение

стандартов биржевой торговли, включая раскрытие информации и противодействие нерыночным практикам;

высокий уровень защиты интересов инвесторов на внебиржевом организованном рынке за счет вовлечения его в зону эффективного регулирования.

Характерной чертой российского финансового рынка является наличие существенных объемов внебиржевых сделок, в том числе за счет роста объема сделок, заключаемых между клиентами одного брокера. В связи с этим актуальной задачей является регулирование не только биржевых институтов, но и организованного рынка в целом независимо от того, в какой форме он существует. При этом под организованным рынком следует понимать общую торговую среду, в которой существуют различные по своей форме и степени институционализации системы заключения сделок с финансовыми инструментами в соответствии с выработанными участниками таких систем или установленными государством правилами. Регулирование такой среды в части раскрытия информации о заключаемых сделках, обеспечения защиты интересов участников, прозрачности осуществляемых операций и предотвращения недобросовестных сделок с финансовыми инструментами должно быть унифицировано. Кроме того, потребуются установить единые базовые требования к техническому обеспечению как бирж, так и иных внебиржевых торговых систем. При этом федеральный орган исполнительной власти в сфере финансовых рынков должен обладать правом определять основные требования к электронным форматам деятельности и стандартам электронного документооборота на организованном рынке.

Это позволит повысить уровень защиты прав и законных интересов инвесторов, будет способствовать расширению круга финансовых инструментов, обращающихся на организованном рынке, а также признанию рыночными цен на большое количество финансовых инструментов.

В то же время представляется необходимым сохранить значение бирж как основного центра сосредоточения ликвидности, способного конкурировать в мировом масштабе не только с иностранными биржами, но и служить фундаментом конкурентоспособности всего российского организованного рынка. Для этого предлагается, с одной стороны, предъявлять к деятельности бирж более высокие требования по сравнению с

иными торговыми системами, а с другой стороны, закрепить за биржами ряд преференций.

Так, в отношении бирж следует установить более высокие требования по допуску финансовых инструментов к торгам и обеспечению исполнения сделок, совершенных на биржевых торгах, а также требования пруденциального надзора. При этом необходимо закрепить исключительно за биржами осуществление листинга финансовых инструментов и допуск ценных бумаг к торгам без осуществления государственной регистрации выпуска (дополнительного выпуска) ценных бумаг и отчета об итогах выпуска (дополнительного выпуска) ценных бумаг в предусмотренных законами случаях. Надлежит расширить полномочия бирж по раскрытию информации о ценных бумагах и об их эмитентах, контролю за уровнем и качеством корпоративного управления в акционерных обществах, ценные бумаги которых допущены на биржу, и допуску ценных бумаг к обращению.

Расширению подлежат также полномочия бирж по контролю за манипулированием ценами и сделками на основе инсайдерской информации.

Одновременно предполагается усилить административную и уголовную ответственность лиц, входящих в состав исполнительных органов бирж, за нарушения законодательства Российской Федерации о ценных бумагах, а также за ненадлежащее исполнение биржами соответствующих полномочий. На законодательном уровне на федеральный орган исполнительной власти в сфере финансовых рынков следует возложить полномочия, связанные с согласованием назначения на должность, а также отстранения от должности лиц, входящих в состав исполнительных органов бирж, в случае нарушения биржей требований законодательства Российской Федерации.

Клиринг, расчеты и учетная система могут быть объединены вокруг биржи, являющейся ядром организованного рынка. Одной из приемлемых моделей консолидации биржевой инфраструктуры может стать вертикально-интегрированная модель холдинга с широким представительством в его капитале банков, небанковских институтов и, возможно, государства и иностранных институтов. В рамках такого холдинга возможны объединение локальных торговых площадок, в том числе специализирующихся по видам торгуемых инструментов и активов, расчетных депозитариев, клиринговых организаций, а также унификация с учетом установленных государством

единых требований электронных стандартов обмена данными, заключения сделок и расчетов. Предложенная модель способна сконцентрировать и направить на дальнейшее повышение конкурентоспособности российского финансового рынка необходимые управленческие, технологические и финансовые ресурсы.

Несмотря на многообразие проблем, стоящих перед рынком ценных бумаг в Азербайджане, потенциал его не исчерпан, не реализован. Сегодня он может рассматриваться как молодой, перспективный, имеющий реальный шанс на динамичное развитие рынок. На наш взгляд, он имеет все необходимые предпосылки для дальнейшего динамичного развития:

- наличие значительного количества акционерных обществ (корпораций);
- большая потребность корпораций в инвестициях и недостаточное развитие и слабость банков и других кредитно-финансовых учреждений и институтов, способных абсорбировать частные сбережения для инвестиционных целей.

В то же время для этого требуется осуществление ряда мер, направленных на качественное совершенствование рынка ценных бумаг, и активное участие в этом процессе со стороны государственных органов.

Проведенное нами исследование основных проблем рынка корпоративных ценных бумаг в Азербайджане, сдерживающих его развитие и реализацию инвестиционного потенциала, позволяет сформулировать предложения по исправлению сложившейся ситуации, качественному его совершенствованию в интересах реального (производственного) сектора экономики, оптимизации роли государства в регулировании протекающих на нем процессов.

Во-первых, КРЦБ Азербайджана, должны усилить работу с эмитентами, обеспечить разработку методических материалов и практических рекомендаций, обобщающих передовой опыт по проведению эмиссии корпоративных ценных бумаг — акций, облигаций. Это позволит постепенно сформировать устойчивое понимание, что рынок ценных бумаг может и должен быть источником инвестиций для экономики, что выгодно для всех участников (субъектов) экономической системы. В перспективном развитии рынка ценных бумаг и повышении его роли в экономике центральное внимание нужно уделить решению проблемы внедрения новых ликвидных инструментов рынка ценных бумаг, учитывающих интересы российских и зарубежных инвесторов. Этот процесс в настоящее время интенсифицируется, хотя не так стремительно, как это необходимо в интересах модернизации экономики Азербайджана. Появились корпоративные облигации; перспективно использование ценных бумаг крупных экспортеров энергоносителей, представляющих среднесрочные обязательства с невысокой купонной ставкой, индексированной по валютному курсу, а также инструментов с изменяющейся доходностью, зависящей от цены экспортируемых ими сырьевых товаров.

Значительные неиспользованные возможности заключены в области применения производных финансовых инструментов (варрантов, фьючерсов, опционов и др.), позволяющих инвестору застраховаться от изменения цен акций, облигаций, курсов валют. Этот сегмент российского фондового рынка находится в зачаточном состоянии, но по мере развертывания операций с базовыми ценными бумагами он, несомненно, будет активизирован. Немало преимуществ может дать использование конвертируемых облигаций,

позволяющих привлечь инвестиции на фиксированный срок без разводнения уставного капитала.

Заинтересованным в привлечении инвестиций предприятиям уже сейчас необходимо вести соответствующую работу как минимум в трех направлениях:

- изучение классического зарубежного и имеющегося российского опыта привлечения инвестиций на рынке ценных бумаг и определение границ возможного его применения с учетом современной действительности;
- изучение и анализ инвестиционных возможностей российского рынка ценных бумаг применительно к конкретным разновидностям ценных бумаг и условий их эффективного использования в инвестиционном процессе;
- поиск готовых или разработка новых инвестиционных проектов, для реализации которых будет целесообразна организация дополнительной эмиссии акций или корпоративных облигационных займов.

Только на этой основе возможно наращивание объемных показателей рынка ценных бумаг, увеличение его капитализации, являющейся одной из характеристик экономического роста промышленно развитых стран. Соответственно, только в этом случае будет сформирован полноценный ликвидный вторичный рынок ценных бумаг, реально выполняющий свое предназначение в экономике.

Выше отмечено, что приватизация в нашей стране привела к смене собственников, но реальных ресурсов на свое развитие предприятия не получили. В этом контексте по-прежнему дискуссионными остаются

вопросы: за счет каких средств будет преодолеваться инвестиционная недостаточность в экономике и на какой основе — через рынок ценных бумаг, через кредит, через денежную эмиссию. Несмотря на все проблемы в производственном секторе, российские предприятия сегодня имеют неплохие шансы привлечь необходимые им инвестиционные ресурсы на рынке ценных бумаг. Но это касается далеко не всех, а только тех, за которыми стоят реальные инвестиционные проекты. Другая часть предприятий неизбежно окажется на обочине инвестиционного процесса и, не имея возможности привлекать необходимые им ресурсы, рано или поздно полностью прекратит свое существование или сменит собственника.

Во-вторых, следует распространить на корпоративные ценные бумаги комплекс льгот, предусмотренных для инвесторов (в том числе физических лиц) на рынке государственных ценных бумаг (в частности, ввести льготное налогообложение доходов по акциям), внося соответствующие изменения в Налоговый кодекс РФ. На сегодня так и не устранена проблема двойного налогообложения по выплатам акционерных обществ за счет чистой прибыли. Реализация этой меры позволит обеспечить унификацию ставок налогов и принципов налогообложения в отношении инструментов рынка ценных бумаг, его профессиональных участников и инвесторов.

Государственные ценные бумаги — конкурирующее направление для вложений свободных средств инвесторов, и производительный эффект их использования в России вызывает большие сомнения. В этом плане необходимо привести к единому знаменателю изначальные финансово-экономические условия привлечения средств инвесторов государством и корпорациями, исключив аномальное, с точки зрения теории, сочетание повышенной доходности государственных ценных бумаг (в частности, за

счет льгот по налогообложению доходов) с их относительно низким риском в сравнении с ценными бумагами корпораций. Более того, имеет смысл доходы от инвестиций в ценные бумаги производственных предприятий вообще освободить от какого-либо налогообложения, либо установить льготный его режим. Эти льготы должны иметь стабильный и неизменный характер на протяжении определенного периода времени (например, трех-пяти лет). В этом случае на рынке ценных бумаг могут появиться финансовые инструменты достаточно высокого качества. Успешная реализация отдельных проектов позволит инвесторам рассчитывать не только на получение краткосрочных спекулятивных доходов, но также доходов от продолжительного и последовательного роста рыночной стоимости приобретенных ими ценных бумаг и выплачиваемых по ним дивидендов или процентов.

В-третьих, необходимо обеспечить поэтапное сокращение объемов внутренних заимствований, осуществляемых посредством эмиссии государственных долговых обязательств, и перелив на этой основе свободных денежных средств инвесторов на рынок корпоративных ценных бумаг. Существование аномальных сочетаний в базовых параметрах «надежность – доходность» применительно к государственным ценным бумагам, отсутствие эффективной системы управления государственными финансами в течение целого ряда лет в Азербайджане привело к тому, что корпорации были полностью лишены возможности привлечения инвестиций на рынке ценных бумаг.

В-четвертых, необходимо развивать и совершенствовать инфраструктуру рынка корпоративных ценных бумаг, в том числе в части организации биржевой торговли ценными бумагами корпоративных

эмитентов, а также информационного обеспечения участников рынка ценных бумаг.

Сами по себе инвестиции в производство, тесно связанные с развитием обращения финансовых инструментов, потребуют соответствующей настройки инфраструктуры рынка ценных бумаг. Удачным примером структурной организации стал рынок государственных ценных бумаг, поэтому даже простое воспроизведение этого четкого с точки зрения построения и функционирования механизма позволит достаточно быстро вывести весь рынок на современный технологический уровень.

Необходимо обеспечить опережающее развитие депозитарной, клиринговой и агентской сети для регистрации движения ценных бумаг в интересах эмитентов и выполнения других технических функций, что особенно актуально в условиях массового поступления акций и наращивания их вторичного обращения. Существенную роль в ускоренном возрождении полноценного рынка ценных бумаг призваны сыграть новые и передовые технологии совершения операций — неотъемлемый элемент рынка ценных бумаг промышленно развитых стран. В Азербайджане уже получают распространение электронные системы торговли (Интернет-трейдинг и т.п.), доступные широкому кругу инвесторов, в том числе частным лицам. Поэтому стоят задачи насытить отечественный рынок ценных бумаг данными услугами; снизить издержки, связанные с их предоставлением. Это позволит сформировать новый класс частных и институциональных инвесторов, который составит надежную основу дальнейшего поступательного развития рынка ценных бумаг в Азербайджане и усиления его роли в национальном инвестиционном процессе.

Большое значение имеет обеспечение беспрепятственного доступа всем заинтересованным лицам, в том числе потенциальным инвесторам, информационным агентствам ко всем публичным документам и материалам, связанным с эмиссией корпоративных ценных бумаг. Нужно обеспечить информационную открытость, «прозрачность» эмитентов; дать в руки инвесторам максимальный объем достоверных сведений для принятия ими инвестиционных решений.

В-пятых,целесообразно создать единый постоянно действующий информационно-аналитический центр по обобщению передового опыта организации дополнительных эмиссий акций и облигационных займов корпоративных эмитентов в Азербайджане и за рубежом. В его создании должны быть заинтересованы и государственные регулирующие органы (в лице КРЦБ АР.

Особую роль призваны сыграть на развивающемся рынке ценных бумаг консультанты из числа профессиональных участников рынка денных бумаг. Они могут оказывать услуги, связанные с продвижением ценных бумаг эмитентов на рынок, выполнение функций маркет-мейкеров, что очень важно на начальной стадии развития. В этом контексте полезна также активизация инвестиционно-банковской деятельности в Азербайджане.

В-шестых,важный элемент системы мероприятий, направленных на совершенствование рынка ценных бумаг, — создание условий для развития системы коллективного инвестирования, наиболее полного вовлечения через механизм рынка ценных бумаг свободных денежных средств институциональных и частных инвесторов (населения) в процессы производственного инвестирования. Это придаст рынку ценных бумаг новую динамику, импульс для развития и дополнительную степень стабильности и

сбалансированности, поскольку увеличится удельный вес средств внутренних инвесторов и сократится объем иностранных портфельных инвестиций.

- **В-седьмых**, серьезные изменения необходимы в деле упорядочения деятельности иностранных инвесторов на развивающемся рынке ценных бумаг Азербайджана.

В-восьмых, весьма важным моментом в совершенствовании рынка ценных бумаг является учет регионального аспекта его развития. Необходимо реализовать комплекс мер по привлечению инвестиций в регионы, что требует разработки и практического внедрения программ, направленных на совершенствование инфраструктуры региональных рынков ценных бумаг, торговых площадок и т.д. Это позволит преодолеть их региональную обособленность и ограниченность, вовлечь ценные бумаги широкого круга эмитентов в единый инвестиционный процесс.

В-девярых, следует кардинально пересмотреть роль и значение государственного регулирования на развивающемся рынке ценных бумаг Азербайджане.

Важнейшие задачи в области совершенствования системы регулирования рынка ценных бумаг:

- преодоление ее (системы) раздробленности;
- усиление полномочий КРЦБ;
- упрощение, упорядочение и четкое «разделение труда» в зонах ответственности между отдельными регулирующими органами на федеральном и региональном уровнях, их большее взаимодействие и повышение ответственности;

Повышение роли государства должно определяться и тем, что у него должна сформироваться долгосрочная концепция и программа действий в области восстановления полноценного рынка ценных бумаг, а также система его текущего регулирования в контексте общей стратегии и тактики реформирования. Необходимо осознанное воздействие на макропропорции спроса и предложения на рынке, на направление движения денежных ресурсов, чтобы рынок устоялся в одной из известных мировых схем его организации. Речь в данном случае идет не только о сопоставлении банковской и небанковской моделей рынка, но и о доле различных источников в финансировании хозяйства и влиянии различий в этой области на организацию рынка ценных бумаг.

Таким образом, перед российским рынком ценных бумаг стоит еще немало серьезных проблем, требующих неотложного решения, над которыми придется работать в перспективе непосредственным участникам рынка и государственным структурам.

Заключение

Несмотря на все большее развитие рынков, глобализацию, которая сделала взаимозависимыми рынки по всему миру, и засилье интернета, позволяющее проводить операции из любой точки земного шара, роль Лондонской фондовой биржи в мировой экономике продолжает неуклонно расти. Лондон является связующим звеном между значительной базой инвесторов, а Лондонская фондовая биржа - ключевой международной

фондовой биржей мира. На бирже зарегистрированы и торгуются акции более 600 международных компаний из 110 стран мира. И количество компаний, выбирающих лондонскую площадку для размещения своих акций, продолжает расти. Кроме того, для российских компаний Лондонская фондовая биржа является приоритетной для размещения, и в перспективе связи только упрочатся. Эти выводы сделаны на основе статистических данных и анализа, проведенных в ходе исследования. Для подтверждения этого можно рассмотреть две таблицы, показывающие лидерство Лондона по количеству публичных размещений среди международных компаний (табл. 15).

Таблица 15. Количество IPO Российских компаний по биржевым площадкам

Биржевая площадка	Количество сделок IPO									Всего	
	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	#	%	
Лондонская фондовая биржа	11	19	15	3	2	3	7	3	63	57%	
ММВБ, РТС	3	7	14	3	1	7	1	2	38	34%	
Насдак OMX	0	1	2	0	0	0	1	0	4	4%	
ДойчеБерзе	0	1	1	0	0	0	1	0	3	3%	
Гонконгская фондовая биржа	0	0	0	0	0	2	0	0	2	2%	
Нью Йоркская Фондовая Биржа	0	0	0	0	0	0	0	1	1	1%	
Итого сделок IPO	14	28	32	6	3	12	10	6	111	100%	

Источник: Bloomberg, PWC

Количество Европейских IPO по площадкам, 2012

Фондовые биржи	Количество IPO 2012	Размещенный капитал 2012 (€ М)	Количество IPO 2011	Размещенный капитал 2012 (€ М)
Лондонская фондовая биржа	73	5 137	101	14 104
Дойче борзе	25	2 141	18	1 523
NYSE Евронекст	19	1 038	27	154
SIX Швейцарская биржа	4	801	2	0
Варшавская Биржа	105	731	203	2 200
Люксембургская Биржа	7	564	20	451
Осло	4	291	13	815
Итальянская биржа	4	168	6	503
Насдак OMX	17	48	30	292
Испанская биржа	5	9	9	6 083
Австрийская биржа			2	366
Ирландская биржа			1	17
Всего Европа	263	10 928	432	26 508

Источник: Bloomberg, PWC

Как видно из таблиц, российские компании на Лондонской фондовой бирже провели 57% всех размещений. Газпром можно считать первооткрывателем в области листинг своих депозитарных расписок на лондонской площадке. После него пришло множество других компаний из СНГ. В 2008 году ОАО Магнит стала 100-ой компанией из данного региона, которая разместила свои ГДР на Основной площадке Лондонской фондовой биржи. Последним размещение было выполнено компанией Мегафон, которое по привлечению капитала, стало одним из самых успешных. Итак, обобщив все преимущества размещения российских компаний в Лондоне можно прийти к следующим выводам. Во-первых, Лондон оставался и во время кризиса и после него остается основным финансовым центром, который предоставляет доступ к более широкому пулу международных инвесторов, включая тех, кто заинтересован в инвестициях в Россию, но в силу различных обстоятельств не имеет возможности это делать. Также, можно отметить то, что росту популярности Лондонской фондовой биржи в последнее десятилетие способствовало принятие более мягких листинговых требований по сравнению с Нью-Йоркской фондовой биржей. После принятия и имплементации Закона Сарбейнза-Оксли в 2002 года, соблюдение требований американского законодательства в отношении раскрытия отчетности и корпоративного управления стало весьма обременительным и неоправданно дорогим при наличии достойной альтернативной лондонской площадки.

На Лондонской фондовой бирже, насчитывающей более 500 компаний, котируются акции почти 3000 фирм. Основные преимущества Лондонской фондовой биржи в сравнении с ее конкурентами – это, во-первых, огромное количество вариантов выхода на рынок и наличие различных категорий

листинга и для международных компаний. Во-вторых, Лондонская фондовая биржа обеспечивает экономически эффективный доступ к крупнейшему в мире пулу международных долевых активов. Лондон управляет ценными бумагами общей стоимостью 2,4 триллиона долларов США, при этом в международные долевые активы инвестировано более 1,4 триллиона долларов США, что составляет большую сумму, чем в любом другом крупном финансовом центре. Кроме того, огромное количество международных инвесторов на лондонской площадке обеспечивает одну из самых высоких ликвидностей в мире. Помимо этого график проведения публичных размещений очень удобен для международных компаний, так как не занимает много времени в сравнении с листингом в Америке. Можно привести таблицу, показывающую, как происходит подготовка к размещениям (табл. 16).

Таблица 16. Требования при подготовке к IPO

	- 6 месяцев	- 3 месяца	- 1 месяц
Компания	Структура сделки и материалы для совета директоров		
	Обсуждение с существующими акционерами		
	Обзор финансово-хозяйственной деятельности		
	Привлечение спонсора (если необходимо)		
Финансовые аспекты	Налоговое планирование		
	Подготовка отчетности в соответствии с МСФО (при необходимости)		
	Аудит		
	Финансовые показатели и оценка		
	Отчет о достаточности оборотного капитала		
	Отчет о полном анализе финансово-хозяйственной деятельности		
	Прогнозы и согласование объема размещения		
Юридические аспекты	Соответствие критериям и экспертиза		Этап утверждения UKLA
	Подготовка документа о допуске		Предварительное обращение в Управление UKLA
	Меморандум об учреждении и устав / договор андеррайтинга / протоколы совета директоров / депозитарное соглашение и другие документы		Утверждение проспекта эмиссии
Инвесторы и распространение	Информирование инвесторов и обоснование инвестиционной привлекательности компании		Предварительное обращение в Управление UKLA
	Пробный маркетинг		Подготовка аналитических материалов
			Предварительный маркетинг
			Роуд-шоу
		Формирование книги заявок	Определение цены
PR	Представление компании и истории ее инвестиционной привлекательности		
Лондонская фондовая биржа	Предварительные консультации и постоянная поддержка		Допуск к торгам

Защита прав инвесторов английским законодательством также играет не последнюю роль, так как риски, связанные с ценными бумагами развивающихся стран, значительно уменьшаются. И в заключение стоит отметить, что Лондон географически удобно расположен, так как разница во времени удобна большей части европейских компаний и относительно небольшая отдаленность от разных стран, и, в целом, он более открыт для иностранных компаний и старается сделать листинг для них максимально удобным. **Сравнительный анализ и оценка международной деятельности фондовых бирж**

Целевая переориентация рынка ценных бумаг. Рынок ценных бумаг должен быть направлен на выполнение своей главной функции – на

преодоление инвестиционного кризиса, аккумуляцию свободных денежных ресурсов для направления их на цели восстановления и последующего роста производства в Азербайджане.

Выбор модели рынка. Выбор ориентации на североамериканскую или европейскую практику (в настоящее время наиболее сильна ориентация на фондовый рынок США). Интересно заметить, что среди более чем 30 страновых рынков ценных бума, классифицируемых как развитые, примерно 40% - это небанковские рынки, с «китайской стеной», воздвигнутой между инвестиционным и коммерческим банковским делом, 40-45% - смешанные рынки (где наравне с банками активно действуют небанковские инвестиционные институты) и только 10-15% рынков – носят сугубо банковский характер.

Этот выбор должен произойти в острейшей конкуренции банков и небанковских инвестиционных институтов. За последние 40 лет в США доля банков в финансовых активах упала на 30% (1949 г.=58% финансовых активов), а доля коллективных инвесторов (совместные фонды, пенсионные фонды) выросла на 25%; последними активно начали совершаться банкоподобные («платежные», «деPOSITные») услуги. Эта тенденция является общемировой и проявляется даже в Германии, с ее традиционно банковским рынком ценных бумаг.

Долгосрочное, перспективное управление. Большой рынок нуждается в более профессиональном регулировании, в предупреждении крупного падения рынка ценных бумаг. Проанализируем некоторые различия между указанными состояниями фондовых рынков.

Крупный ликвидный рынок ценных бумаг	Малый («пустой»), неликвидный рынок кризисной, дефицитной и инфляционной
---	---

	ЭКОНОМИКИ
1. Финансовое состояние компании – эмитента и ее способность выполнять обязательства по ценным бумагам имеют важнейшее значение для курса ценных бумаг. Основу интереса инвесторов к ценным бумагам составляют прирост курсовой стоимости и получение дивиденда/процента	1. Курс ценных бумаг определяется не столько текущим финансовым состоянием компании, сколько ее долгосрочными перспективами (опрос на продукцию, современность оборудования, экспортная возможность предприятия). Интерес к ценным бумагам вызывается не столько ожиданием прироста курсовой стоимости, ликвидиров/процентных платежей, а доступном – через ценные бумаги – к собственности, которая за ними стоит, или к дефицитным ресурсам, которыми располагает эмитент.
2. Колебания курсовой стоимости ценных бумаг, как правило, сглажены; реакция инвесторов и профессиональных участников рынка на колебания – мгновенна; важное значение придается реакции на краткосрочные колебания курсов	2. Колебания курсовой стоимости могут быть очень крупными, резко выраженными; реакция инвесторов и профессиональных инвесторов замедленна; краткосрочные колебания курсов не задевают их существенных интересов
3. Падение и взлет рынка ценных бумаг, иные движения на нем происходят моментально или, точнее, в сжатые сроки, в резко выраженной форме. Кризис рынка наступает мгновенно.	3. Падение и взлет рынка ценных бумаг, иные движения на нем происходят замедленно, в ослабленной форме. Кризис рынка носит замедленный, вялотекущий характер.
4. Профессиональные участники рынка ценных бумаг и эмитенты не могут пренебрегать краткосрочными колебаниями курсов, они тратят значительные средства на поддержку ценных бумаг.	4. Профессиональные участники рынка ценных бумаг и эмитенты могут пренебрегать краткосрочными колебаниями курсов (т.к. реакция рынка крайне замедленна и вялотекуща).

Повышение роли государства должно определяться и тем, что у него должна появиться **долгосрочная концепция и политика действий в области восстановления рынка ценных бумаг и его текущего регулирования.** Иначе говоря, должно, наконец, начаться осознанное воздействие на макропропорции спроса и предложения на рынке, на направление движения денежных ресурсов с тем, чтобы рынок устоялся в одной из известных мировых схем его организации. В данном случае речь не идет только о сопоставлении банковской и небанковской моделей рынка.

Скорее имеются в виду доли различных источников в финансировании хозяйства и то влияние, которое оказывают различия в этой области на организацию рынка ценных бумаг.

Сравним два крайних варианта:

США	Германия (и отчасти Япония)
- высокая доля акционерного капитала (облигации и акции на рынке относятся как 4:3) ¹	- низка доля акционерного капитала, высока доля финансирования за счет выпуска облигационных займов (облигации и акции на рынке относятся как 10:1) ¹
- поэтому высока роль инвестиционных фондов и других коллективных инвесторов	- ниже доля инвестиционных фондов и других коллективных инвесторов
- высока доля коммерческих бумаг	- низка доля коммерческих бумаг
- дефицит бюджета финансируется только путем выпуска ценных бумаг	- есть традиция прямого кредитования на покрытие дефицита бюджета, наряду с выпуском государством ценных бумаг на эти цели
- низка доля прямого банковского кредита (25-30%) в финансировании хозяйства	- высока доля прямого банковского кредита (50-60%) в финансировании хозяйства
- низка доля участия банков в уставных фондах промышленного хозяйства	- высока или сравнительно высока доля банков в уставных фондах промышленного хозяйства, процветают различной формы ассоциации банков и предприятий
Как следствие, на рынке ценных бумаг преобладают небанковские инвестиционные институты, доля банков в финансовых активах понижается	Как следствие, на рынке ценных бумаг преобладает или ощущается влияние банков, доля банков в финансовых активах стабильна и, если понижается, то в замедленном темпе.

1) По оценкам экспертов, в США население любит быть собственником и вкладывать деньги в акции. В Германии большая часть населения традиционно считает акции спекулятивным инструментом и предпочитает вкладывать деньги в долговые ценные бумаги с фиксированным доходом, т.е. облигации.

Это два существенно различных рынка ценных бумаг, которые требуют существенно различного макроэкономического регулирования со стороны государства в процессе создания рынка.

Другой пример. Сравним структуру собственников ценных бумаг на фондовом рынке США и России (как она складывается по экспертной оценке):

США	Россия
Доля населения – прямых собственников	В акционерных капиталах высока доля

акционерных капиталов компаний – 60% (в начале 90-х гг.). Доля инвестиционных фондов – около 6%	физических и юридических лиц – крупных инвесторов (в т.ч. из числа администрации предприятий). Высока доля инвестиционных фондов, существенно ниже участие в капиталах мелких инвесторов – населения.
---	---

В этом варианте российский рынок ценных бумаг может складываться как рынок преимущественно крупных пакетов ценных бумаг, крупных разовых сделок между оптовыми инвесторами, значительно большей долей внебиржевого оборота, чем в других странах, депрессивного состояния фондовых бирж.

Соответственно, цели и практика государственного регулирования на этих рынках, степень централизации, будут иметь существенные отличия.

Широкая реализация принципа открытости информации (на это уже указывалось в связи с проблемой повышения роли государства): а) расширение объема публикации, введение обязательности публикации любых материальных фактов, возникающих о деятельности эмитентов и могущих существенно повлиять на курс ценных бумаг эмитента, б) создание независимых рейтинговых агентств и введение признанной рейтинговой оценки компании эмитентов и ценных бумаг, в) широкая публикация и независимое обсуждениемакро- и микроэкономической отчетности, г) четкое отделение информации, являющейся коммерческой тайной, от данных, не являющихся таковыми, д) развитие сети специализированных изданий (характеризующих отдельные отрасли как объекты инвестиций), е) создание общепринятой системы показателей для анализа рынка ценных бумаг (фондовые индексы, признанные в национальном масштабе и являющиеся индикаторами рынка для иностранных инвесторов, показатели анализа

Деятельности эмитента, показатели для анализа достаточности капитала ликвидности, качества активов и т.п. инвестиционных институтов).

Широкая реализация принципа представительства и консолидации интересов: а) создание консультационного органа, объединяющего представителей государственных органов, банков и небанковских инвестиционных институтов, регионов и публики (осенью 1994г. принято решение о создании Экспертного Совета при Комиссии по ценным бумагам и фондовому рынку); б) передача части прав по регулированию рынка регионам (как например, сделано в Германии, США), в) введение представителей публики в состав директоров регулятивных органов, государства, саморегулирующихся организаций, фондовых бирж (или например. представителей бирж в состав директоров государственных органов), г) государственная поддержка саморегулирующихся организаций, обеспечивающая их опережающее развитие, и передача им части функций государств; по регламентации рынка ценных бумаг и надзору над ним. д) создание системы экспертной поддержки и научного обслуживания рынка (экспертные советы ученых, создание совместных групп российских и иностранных экспертов, разработка и запуск исследовательской программы). До настоящего времени в России пренебрегают должным представительством и консолидацией интересов сторон, заинтересованных в развитии рынка ценных бумаг.

Получение крупных размеров международной помощи (в области создания регулятивной, информационной и технологической инфраструктуры рынка, восстановления системы образования и российской научной школы в области рынка ценных бумаг). В настоящее время (1993-94 гг.) российскому рынку часто предлагаются различные модели его

организации и технологии, абсолютно противоречащие друг другу, исходящие из опыта конкретных стран и знаний конкретных экспертов, ограниченных рамками той страны, гражданами которой они являются. Международная помощь Недостаточно скоординирована и часто коммерциализирована. Размеры иностранной помощи в банковском секторе несопоставимо больше, хотя Он более «продвинут» и нуждается в помощи несравнимо меньше.

Крупнейшей проблемой воссозданию рынка ценных бумаг в России является **восстановление системы образования** в этой области, российской научной школы и просто рыночной культуры инвесторов и профессиональных участников рынка. Поэтому, в частности, автор рассматривает подготовку этого учебника, как свою этическую задачу.

Библиография

1. Алексеев М.Ю. Рынок ценных бумаг. М.: Финансы и статистика, 1992
2. Алехин Б.И. Рынок ценных бумаг. Введение в фондовые операции. Самара.: СамВен, 1992.
3. Борлтруп к., Макнотон Д. Банки на развивающихся рынках. Т.2. Интерпретирование финансовой отчетности. М.: Финансы и статистика, 1995.

4. Буренин А.Н. Рынки производных финансовых инструментов. М.: ИНФРА-М, 1996.
5. Вексель и вексельное обращение в России. 2-е изд. М.: Банкцент, 1996.
6. Доллан Э., Кемпбелл Р. Деньги, банковское дело денежно-кредитная политика.- М., 1991.
7. Матук Ж. Финансовые системы Франции и других стран. М.: Финстатинформ, 1994.
8. Килячков А.А. Рынок ценных бумаг и биржевое дело. М.: Юристь, 2000.
9. Миркин Я.М. Ценные бумаги и фондовый рынок. М.: Перспектива, 1995
10. Общая теория статистики. Ред. Спириин А.А., Башина О.Э. М.: Финансы и статистика, 1995
11. Поллард А.М., Пассйек Ж.Г., Эллис К.Х., Дейли Ж.П. Банковское право США. М.: Прогресс-Универс, 1992
12. Привлечение капитала.- М.: Джон Уайли энд Санс, 1995.
13. Рид Э., Коттер Р., Гилл Э., Смит Р. Коммерческие банки. – М.: Космополис, 1991.
14. Роуз П. Банковский менеджмент. – М.: Дело, 1995
15. Синки Дж. Управление финансами в коммерческих банках. М.: Catalaxu, 1994.
16. Усоскин В.М. Современный коммерческий банк. Управление и операции. М.: ИПЦ Визар – Ферро, 1994.
17. Ширинская Е.Б. Операции коммерческих банков и зарубежный опыт. М.: Финансы и статистика, 1993

18. Aoki M., Patrick H., Sheard P. The Japanese main bank system. An introductory overview. Washington. World Bank, 1994.

19. Banking and Investment Financing. Vol. II: Policies and Strategies. N. Bruck, ed. International Bank for Reconstruction and Development. Washington World Bank. 1992

- Васильев Г.А., Каменева Н.Г. Товарные биржи - Москва: Высшая школа, 2003. 112 с.

- Дегтярева О.И., Биржевое дело - Москва: ЮНИТИ, 2004. 623 с.

- Карпиков Е.И., Рубин Ю.В., Солдаткин В.И. Товарные и фондовые биржи - Москва: СОМИНТЭК, 2006.

- Иванов К.В. Товарные биржи - вчера и сегодня. Москва: «Златоцвет», 2004. 187 с.

- Хесин Е.С. Основные тенденции экономического развития. / Великобритания: эпоха реформ - Москва: Весь мир, 2007.

- Электронный журнал «РосБизнесКонсалтинг» - www.rbc.ru

- Рейтинговое агентство «Эксперт РА» - www.raexpert.ru

- Журнал «Эксперт» - expert.ru/expert/

- Деловая газета «Ведомости» - www.vedomosti.ru

- Финансово-экономический журнал «Форбс» - www.forbes.ru/

- Аналитический отчет ПрайсвотерхаусКуперс «Выход на рынки капитала» - <http://www.pwc.ru/ru/capital-markets/index.jhtml>

- Аналитический отчет Лондонской Фондовой Биржи -

http://www.russianipo.com/publications/3_Listing_in_London_CIS_Practice_rus.pdf

- Аналитический отчет Эрнс энд Янг «Сравнительный анализ мировых фондовых бирж» - [http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/Comparing-global-stock-exchanges-rus-2012/\\$FILE/Comparing-global-stock-exchanges-rus-2012.pdf](http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/Comparing-global-stock-exchanges-rus-2012/$FILE/Comparing-global-stock-exchanges-rus-2012.pdf)

- Биржа ММВБ - <http://www.micex.ru/marketdata/quotes>

- London Stock Exchange -

<http://www.londonstockexchange.com/home/homepage.htm>

- News Agency Bloomberg LP - www.bloomberg.com/

- News Agency Thomson Reuters - thomsonreuters.com/

- News Agency Yahoo! Finance - finance.yahoo.com/

- The New York Stock Exchange - www.nyse.com/

Приложение

Таблица № 1

**Крупнейшие фондовые биржи по рыночной капитализации
по состоянию на 31 декабря 2011 года (в трлн долларов США)²⁹**

NYSE Euronext (US)	\$11,796
NASDAQ	\$3,845
Токийская фондовая биржа	\$3,325
Лондонская фондовая биржа	\$3,266
NYSE Euronext (Europe)	\$2,447
Шанхайская фондовая биржа	\$2,357
Гонконгская фондовая биржа	\$2,258
Фондовая биржа Торонто (TMX Group)	\$1,912
Фондовая биржа Сан-Паулу	\$1,325
Австралийская биржа ценных бумаг	\$1,284
Франкфуртская фондовая биржа	\$1,269
Бомбейская фондовая биржа	\$1,229
Национальная фондовая биржа Индии	\$1,216
Австралийская биржа ценных бумаг	\$1,198
Nordic Stock Exchange Group OMX	\$1,121
SWX Швейцарская биржа	\$1,099
Мадридская фондовая биржа	\$1,051
Корейская биржа	\$1,001
Московская межбанковская валютная биржа	\$0,769
Фондовая биржа Йоханнесбурга	\$0,145

²⁹ World Federation of Stock Exchanges // URL: <http://www.world-exchanges.org/files/file/stats%20and%20charts/2011%20WFE%20Market%20Highlights.pdf> (дата обращения 14.04.2011)

Крупнейшие торговые площадки

