

Лекция № 11 (2 часа).

Тема № 12. Мировой фондовый рынок

Вопросы к лекции:

1. Формирование международных фондовых рынков: функции и место в мировой экономике
2. Современные тенденции развития мирового фондового рынка

1. Формирование международных фондовых рынков: функции и место в мировой экономике

Фондовые рынки — это комплекс финансовых институтов, ведущих торговлю ценными бумагами. Они объединяют фондовые биржи, а также другие институты, образующие внебиржевой рынок.

Повышение значения фондовых рынков как в национальном, так и в мировом хозяйстве обусловлено их важной функциональной ролью. Благодаря фондовым рынкам происходит трансформация накопленных сбережений в реальные инвестиции, осуществляется перелив капиталов между отраслями и странами, причем курсы ценных бумаг дают инвесторам необходимую информацию о направлении эффективных капиталовложений.

Фондовые рынки подразделяются на национальные, международные и мировой.

Под национальным фондовым рынком понимается система отношений и институтов, складывающаяся в рамках данной страны, в связи с выпуском и обращением ценных бумаг.

Под международным фондовым рынком подразумевается система отношений и институтов, складывающаяся при межстрановых перемещениях фиктивного капитала.

Под мировым фондовым рынком понимается совокупность национальных рынков и международного рынка, рассматриваемых во взаимодействии и взаимосвязи.

Мировой фондовый рынок подразделяется на мировые рынки конкретных видов ценных бумаг (акций, долговых инструментов, деривативов). Вместе с тем такая классификация достаточно условна, так как на фондовом рынке представлены несколько видов ценных бумаг.

В зависимости от эмитента фондовый рынок можно разделить на рынки государственных и корпоративных (негосударственных) ценных бумаг.

Основными функциями фондового рынка являются:

- **мобилизационная**, которая состоит в мобилизации свободных денежных средств инвесторов для целей организации и расширения масштабов деятельности хозяйствующих субъектов. Эмиссия ценных бумаг — важнейшая функция процесса привлечения капитала;
- **распределительная (перераспределительная)**, состоящая в движении свободных денежных средств. Таким образом осуществляется перелив капиталов от одной корпорации к другой, между отраслями, между странами в поисках лучших вложений;
- **информационная**, которая сообщает инвесторам о ситуации на фондовом рынке и дает ориентиры для размещения капиталов.

Участие национальных фондовых рынков в операциях мирового фондового рынка определяется рядом факторов: соответствующим местом страны в мировой системе хозяйства и ее валютно-экономическим положением; наличием развитой инвестиционной системы и хорошо организованных фондовых бирж; либеральностью валютного законодательства, разрешающего доступ иностранным заемщикам на национальный рынок и иностранных ценных бумаг к биржевой котировке.

С учетом этих факторов национальные фондовые рынки можно подразделить на развитые и формирующиеся. По классификации Международной финансовой корпорации развитых фондовых рынков насчитывается 23, а формирующихся — около 80. Российский фондовый рынок относится к формирующимся.

До Первой мировой войны господствующим мировым фондовым рынком был

Лондонский. Это было обусловлено высоким уровнем развития капитализма в Великобритании, устойчивостью фунта стерлингов, золотым паритетом национальных валют, устранявшим валютные риски. Капиталы из разных стран концентрировались на Лондонском рынке, который обеспечивал значительную долю международных инвестиций. Мировой фондовый рынок в Лондоне развивался преимущественно за счет корпоративных заемщиков. Если в 1870 г. на Лондонском рынке на них приходилось 40% иностранных заимствований, то к 1914 г. их доля возросла до 70%. Эмиссия корпоративных ценных бумаг была связана с финансированием инфраструктурных объектов: железных дорог, портовых сооружений, коммуникаций.

Система кросс-листинга (обращения ценных бумаг эмитентов одних стран на фондовых рынках других) позволяла снижать инвестиционные риски за счет диверсификации портфелей ценных бумаг. Росту мирового фондового рынка способствовало и внедрение новейших средств коммуникации и связи. Первый трансатлантический кабель между Европой и Америкой был проложен в 1866 г., что позволило наладить постоянный обмен информацией о котировках ценных бумаг между рынками. Фондовые биржи превратились в основные торговые площадки, на которых совершалась торговля ценными бумагами и концентрировалась значительная часть ликвидности.

С началом Первой мировой войны во внутреннем денежном обороте прекратился обмен национальных валют на золото, расходы государств стали финансироваться за счет роста государственной задолженности, что разрушительно действовало на мировой фондовый рынок.

После Первой мировой войны в силу действия закона неравномерности развития стран сложилась новая расстановка сил на мировом рынке капиталов. Страны Западной Европы из нетто-экспортеров превратились в нетто-импортеров капиталов. Ведущий мировой финансовый центр переместился в США, которые стали главным инвестором на мировом фондовом рынке. Однако со второй половины 1920-х годов в экономике США начался экономический подъем и у американских инвесторов снизился интерес к западноевропейскому рынку: поток инвестиций из США в Западную Европу сменился обратным притоком частного капитала на американский фондовый рынок. Индекс Доу-Джонса за период 1924—1929 гг. вырос на 300%. Начавшийся мировой экономический кризис 1929—1933 гг., а затем и Вторая мировая война привели к дезинтеграции мирового фондового рынка.

В первые годы после войны деятельность фондовых рынков подвергалась жесткому государственному регулированию: правительства устанавливали низкие процентные ставки, что обеспечивало экономику дешевыми ресурсами и удешевляло стоимость государственных заимствований.

Активизация мирового фондового рынка началась с ростом внешней торговли и либерализацией валютных операций в США. В 1967 г. США пережили первый послевоенный кризис на фондовом рынке. Он получил название «бумажного» в связи с тем, что отсталая технология обработки информации, осуществлявшаяся на бумажных носителях, перестала справляться с нарастающим объемом сделок. Кризис положил начало серьезным изменениям на фондовом рынке США, в том числе технической революции в биржевом деле, однако не затронул связанные с США фондовые биржи в Европе.

Невыгодность низких процентных ставок, устанавливаемых государством на фондовых рынках в европейских странах, обусловила появление нового финансового инструмента — еврооблигаций. Поскольку источником еврооблигационного рынка были денежные средства, размещенные в банках вне места эмиссии и обращающиеся за пределами страны эмиссии, еврооблигации не подпадали под национальную юрисдикцию, поэтому процентные ставки по ним определялись спросом и предложением. Однако развитие рынка еврооблигаций тормозилось отсутствием эффективного вторичного рынка. Эмиссия облигаций в бумажной форме затрудняла их обращение и денежные расчеты.

Прорывом в формировании вторичного рынка было создание в 1968 г. системы

«евроклир». В 1970 г. западноевропейские институты еврооблигационного рынка создали свою систему клиринговых расчетов на рынке еврооблигаций со штаб-квартирой в Люксембурге, получившей название CEDEL. Суть новшества состояла в создании системы депозитариев в разных странах для хранения ценных бумаг, а владельцам ценных бумаг выдавались свидетельства о вкладе и владении ценными бумагами. В результате операции по купле-продаже еврооблигаций перестали требовать физического перемещения бумаг и сводились лишь к передаче сертификатов. Смена собственников бумаг отражалась в записях по депонентским счетам в депозитариях. Благодаря активизации вторичного рынка еврооблигаций повысилась ликвидность этих инструментов, возрос интерес к их покупке и увеличились объемы операций с ними.

Параллельное сосуществование национальных фондовых рынков в Западной Европе и либерального еврооблигационного рынка становилось все более конфликтным. Увеличивались объемы секьюритизации, т.е. перевода денежных средств из традиционных форм в виде депозитов, наличности, накоплений на пенсионных счетах, а также различных долговых обязательств в разные виды ценных бумаг. Секьюритизация способствовала росту масштабов международного перелива капиталов. Система государственного регулирования постепенно теряла свою эффективность. Необходимость радикальных преобразований на национальных фондовых рынках развитых стран диктовалась внутренними финансовыми проблемами.

В начале 1970-х годов экономика западных стран столкнулась с «двузначной» инфляцией. В США обесценение акций с поправкой на инфляцию составило 45%. Долгосрочные казначейские облигации упали в цене на 28%. Сократились инвестиции в экономику и замедлились темпы экономического роста. Темпы роста внутренних цен превысили рост доходности финансовых инструментов (акций облигаций и банковских депозитов), что спровоцировало бегство от денег в товарные активы. Высокая инфляция подрывала основу политики государственного регулирования на рынке капиталов, возникла угроза ее саморазрушения.

Это вынудило в середине 1970-х годов начать процесс либерализации в области движения капиталов, который завершился к концу 1980-х. Либерализация способствовала постепенному открытию национальных фондовых рынков для иностранных эмитентов и инвесторов. Разрешительная система вывоза капиталов уступила место уведомительной. Административные методы заменялись рыночными.

Проведенные меры на фондовых рынках западных стран привели к значительным структурным изменениям. Изменилась модель проведения финансовых операций. Банки стали утрачивать свою роль в качестве главных финансовых посредников, уступая место фондовому рынку. Об этом свидетельствует снижение доли активов банковского сектора в объеме активов всех финансовых институтов. В США за период 1980—1990 гг. эта доля снизилась с 52 до 37%, в Германии — с 87 до 77%, во Франции — с 88 до 74% и т.д. Лишь в Японии она несколько выросла — с 35 до 38%.

Снижение доли активов традиционного банковского сектора обострило конкуренцию между банками, стимулировало их универсализацию и концентрацию капитала. На рынках ведущих стран приблизительно половина всего объема финансовых операций приходится на десять крупнейших универсальных банковских институтов. Через отделения и филиалы они осуществляют свою деятельность по всему миру, содействуя формированию международного фондового рынка.

Изменение финансовой модели в полной мере соответствовало новым потребностям экономического развития. Опора на традиционную консервативную и инерционную банковскую систему в качестве основного института перераспределения средств уже не отвечала потребностям начавшегося этапа научно-технической революции. Модернизируемым и создаваемым на базе новых технологий предприятиям требовались более гибкие механизмы финансирования. Политика дерегулирования и либерализации создавала условия для взаимодействия и интеграции национальных фондовых рынков, расширения масштабов

операций на них и переливу частных капиталов между странами.

С либерализацией рынка государственных ценных бумаг объектами международных финансовых операций стали государственные ценные бумаги (казначейские векселя, среднесрочные и долгосрочные государственные облигации). Затем круг участников мирового фондового рынка расширился за счет институциональных инвесторов, на долю которых приходится около 40% мирового фондового рынка. Крупнейшую группу институциональных инвесторов составляют страховые компании (31% всех активов институциональных инвесторов). На втором месте (27%) пенсионные фонды, на третьем — институты коллективного инвестирования (26%).

В силу своей высокой надежности государственные ценные бумаги стали одним из наиболее привлекательных объектов долгосрочного инвестирования. Доля всего объема государственных ценных бумаг в общем объеме мировых финансовых активов выросла с 18% в 1980 г. до 35% к 2006 г.

Свидетельством интернационализации рынка государственных долговых обязательств стало увеличение числа иностранных держателей национальных государственных ценных бумаг. В среднем по развитым странам доля нерезидентов на национальных рынках государственного долга составляет около 20%. Участие иностранных инвесторов поощрялось правительствами развитых стран, поскольку они создавали дополнительный спрос на государственные ценные бумаги, обеспечивали приток дополнительной ликвидности, снижали бремя обслуживания государственного долга.

По мере возникновения новых центров — в Западной Европе и Японии — США утратили монопольное положение среди мировых фондовых рынков. Особенно с введением в 1999 г. евро ценные бумаги и деривативы стали номинироваться в одной валюте, и у инвесторов на первый план вышел выбор не страны, а сектора фондовых операций. В настоящий момент более половины всего объема международных операций с финансовыми активами (56%) приходится на Лондон, Нью-Йорк и Токио.

2. Современные тенденции развития мирового фондового рынка

В начале нового тысячелетия развитие мирового фондового рынка определяют следующие тенденции.

Во-первых, возрастает валютный фактор в операциях международных фондовых рынков. Нестабильность курсов ведущих западных валют оказывает существенное влияние на движение финансовых потоков между рынками США, Западной Европы и Японии.

Во-вторых, усиливается взаимозависимость национальных фондовых рынков. В настоящее время наблюдается практически синхронное повышение или падение курсов ценных бумаг на национальных рынках разных стран, что создает возможность увеличения масштабов их колебаний и продолжительности циклов движения курсов.

Синхронность в движении курсов ценных бумаг обеспечивается информационной прозрачностью национальных фондовых рынков, высокой скоростью передачи информации, значительным объемом трансграничных операций с ценными бумагами, возросшей ролью институциональных инвесторов, открытостью национальных фондовых рынков, на которых активную роль играют иностранные участники, выступающие в роли эмитентов и инвесторов.

Вместе с тем не все рынки в одинаковой степени зависят друг от друга. По уровню капитализации американский рынок значительно превосходит рынок любой страны и в значительной мере определяет конъюнктуру мирового рынка, а динамика котировок ценных бумаг на американском рынке во многом влияет на курсы ценных бумаг на других рынках. В исследовании Global Equity Book анализируются доходы от инвестиций в ценные бумаги 16 крупнейших фондовых рынков в период с 1900 г. На эти рынки приходится 94% капитализации мирового фондового рынка. В 2003 г. доля США составила 52%, Великобритании — 10, Японии — 8,6, Франции — 4, Германии — 3, Швейцарии — 2,8%.

Капитализация мирового фондового рынка достигла наивысшего значения в марте 2000 г. — 35 трлн долл. После трехлетнего спада (2000—2002 гг.) мировая капитализация снизилась на 13 трлн долл. Мировой индекс упал на 39%. Это худший показатель за трехлетний период с 1930—1932 гг., когда падение составило 53%.

В силу своего положения масштаб падения курсов акций на американском фондовом рынке и его продолжительность превышают общемировые показатели, что четко отражает динамика индекса Доу-Джонса (табл. 20.1).

Таблица.1

Периоды наиболее значительного и продолжительного падения курсов акций США (индекс Доу-Джонса)

Период падения курса	Продолжительность падения, мес.	падения, %
1919-1921	21	47
1929-1932	27	89
1939-1942	37	40
1973-1974	24	45
1987	2	36
2000-2001	14	40

Падение индекса Доу-Джонса за 2000—2002 гг. составило 40%. Глубина падения котировок акций США объясняется также их завышенным курсом. По расчетам специалистов, среднее соотношение рыночной цены акций и годового дохода на нее составляет около 14%. Накануне кризиса 2000 г. оно составляло в среднем около 34%. Падение завышенных курсов акций усиливается в условиях снижения прибылей компаний и падения доходов на акции и доверия инвесторов к акциям.

В 2003 г. мировой индекс вырос на 38%, показав лучший результат за последние 17 лет и пятый — за 104 года. Тем не менее среднегодовой убыток за 2000—2003 гг. составил 6,5%. Вышел на докризисный уровень индекс Доу-Джонса в 2006 г.

Американский фондовый рынок обслуживает преимущественно национальных инвесторов и эмитентов. Доля участия нерезидентов на рынке США значительно ниже, чем на любом другом национальном фондовом рынке. Преимущественное влияние на конъюнктуру американского фондового рынка оказывает положение дел в американской экономике.

Так, нерезидентам принадлежат около 35% государственных облигаций США, 18% корпоративных облигаций американских компаний, 1% акций американских компаний. На фондовых рынках других развитых стран доля нерезидентов выше и, по различным оценкам, составляет в среднем 30%.

Однако сравнительно скромная роль нерезидентов на американском фондовом рынке не делает его менее чувствительным по отношению к внешним факторам. Американский фондовый рынок зависит от притока иностранных капиталов. От этого же зависит и положение доллара США на мировом валютном рынке. Из-за огромного дефицита торгового и платежного баланса по текущим операциям для обеспечения сбалансированности спроса и предложения доллара на мировом валютном рынке в США должно поступать иностранных капиталов ежедневно около 3 млрд долл.

Сокращение притока капиталов в США означает не только снижение котировок ценных бумаг, но и падение курса доллара, влекущее за собой ослабление интереса иностранных инвесторов к американским ценным бумагам.

Развивающиеся рынки зависят от притока капиталов из развитых стран. Доля

нерезидентов в операциях на развивающихся фондовых рынках колеблется от 50 до 80%.

В-третьих, усиливается влияние фондового рынка на экономику. В условиях высокоразвитой рыночной экономики в ценных бумагах воплощена основная часть всех финансовых активов общества. Секьюритизация как процесс в разной степени свойственна всем развитым странам. Наибольшее значение эмиссия ценных бумаг имеет в странах с англо-американской системой права, существенно меньшее — в европейских континентальных странах. Об этом свидетельствуют такие показатели, как отношение капитализации к ВВП (в первой группе стран в 2—3 раза выше), отношение задолженности по облигациям нефинансовых корпораций к ВВП (в США 30, в Европе 3%), доля капиталовложений, профинансированная за счет эмиссии акций (опять в первой группе стран она в несколько раз выше). Совокупный объем рынка акций и долговых ценных бумаг, исчисленный по величине капитализации и задолженности, составляет примерно 70 трлн долл., что почти вдвое превышает суммарный объем мирового ВВП и примерно в три раза — показатель денежной массы M2 (т.е. наличные деньги и средства на счетах в банках).

В-четвертых, изменяется инфраструктура фондового рынка. Применение компьютерных и телекоммуникационных технологий обостряет конкурентную борьбу всех инфраструктурных элементов фондового рынка и его участников, заставляет их совершенствоваться технически, технологически, организационно. Изменения происходят как на биржевом, так и на внебиржевом рынке, меняется организация их деятельности. Особенностью нынешней инфраструктуры мирового фондового рынка является фактический паритет между объемами операций на биржевом и внебиржевом фондовых рынках.

Необходимость выдерживать натиск конкурентов заставляет биржи выходить за национальные рамки и предлагать свои услуги на внешнем рынке. Они открывают доступ на свои торговые площадки иностранным участникам торгов, проводят листинг и ведут торговлю иностранными ценными бумагами. На Лондонской фондовой бирже в торговле участвуют более 170 международных инвестиционных организаций и более 500 иностранных банков. Акции международных компаний более 60 стран прошли листинг на Лондонской фондовой бирже. Аналогичную политику проводят фондовые биржи других стран.

В 1999 г. все крупнейшие биржи в Западной Европе стали полностью электронными. Так как их серверы могут располагаться в любой стране, то с пространственной зависимостью фондовых бирж покончено. Биржи превращаются в систему так называемых «торговых точек» (ггаолп§ ротй), обслуживающих клиентов с помощью удаленных рабочих терминалов. Биржи из «закрытых клубов по интересам, существующих за счет клубных взносов участников» превратились в бизнес-организации. Открытыми акционерными обществами стали фондовые биржи Стокгольма (1993 г.), Хельсинки (1996 г.), Копенгагена (1997 г.), Амстердама (1997 г.), Милана (1997 г.), Австралийская фондовая биржа (1998 г.), Лондонская фондовая биржа (2000 г.). Акционировалась американская торговая система ИА80А0.

Конкуренция между биржами заставляет их идти по пути формирования биржевых альянсов и союзов. Нью-Йоркская фондовая биржа реализует идею создания глобального рынка акций. В Западной Европе биржи многих стран объединились под эгидой EURONEXT. Прорабатывается вопрос о присоединении к ним и других бирж Европы.

В 1998 г. создана европейская электронная срочная биржа Еигех, которая стала крупнейшей срочной биржей мира: оборот на ней составляет более 1 млрд контрактов в год. С 2004 г. Еигех осуществляет торги своими фьючерсами в США. Инвесторам предлагаются фьючерсы и опционы на казначейские облигации США и фьючерсы на евродоллар — номинированные в долларах срочные депозиты за пределами США, которые служат ориентиром при корпоративном кредитовании. Это один из наиболее активно торгуемых производных инструментов, с помощью которых инвесторы хеджируют процентные риски. Тем самым американская индустрия производных инструментов претерпевает самый масштабный передел с 1972 г., когда были изобретены финансовые фьючерсы.

Интернет и цифровые технологии во много раз сократят количество ныне существующих бирж. В ближайшем десятилетии во всем мире может остаться пять — семь фондовых бирж, которые будут вести конкурентную борьбу за международную ликвидность, аналогично тому, как изобретение телеграфа обрекло на уход в небытие большинство бирж, существовавших в XIX в.

Биржи стран СНГ также продолжают прилагать усилия по формированию интегрированного финансового пространства стран, намереваясь создать в перспективе интегрированный фондовый рынок. В 2002 г. создан Совет руководителей государственных органов по регулированию рынков ценных бумаг стран СНГ.

Российский фондовый рынок характеризуется относительно низкой капитализацией (51% ВВП), большой долей спекулятивных операций и высокой зависимостью от конъюнктуры мирового рынка. По итогам приватизации функции собственности и управления предприятием оказались в одних руках, т.е. менеджеры предприятий одновременно являются и их крупнейшими акционерами, что снижает эффективность как собственников, так и менеджеров, а интересы миноритарных акционеров недостаточно защищены. Отечественный фондовый рынок не в полной мере выполняет свою главную задачу — привлечение инвестиций в экономику.

Выводы

В совокупном мировом фондовом рынке доля развитых рынков составляет 94%, из них половина приходится на США, а 6% — на формирующиеся рынки развивающихся стран и стран с переходной экономикой.

Секьюритизация является объективным процессом развития всех фондовых рынков, но ее масштабы заметно различаются, по странам. По мере развития национальных фондовых рынков увеличивается число институциональных инвесторов, которые оказывают доминирующее влияние на первичный и вторичный рынки долгосрочных ценных бумаг.

Мировой фондовый рынок развивается циклически. Глобализация фондовых рынков усиливает их взаимозависимость. На национальных фондовых рынках наблюдается практически синхронное повышение или падение курсов ценных бумаг. Глубина падения котировок акций определяется их завышенным курсом. Нестабильность курсов ведущих западных валют также оказывает существенное влияние на движение финансовых потоков между рынками США, Западной Европы и Японии. Новые технологии приводят к изменению характера фондовых рынков — изменяется их структура, исчезает географическая принадлежность участников единого рынка.

В России сложился рынок крупных контрольных пакетов. Менеджеры зачастую являются крупными собственниками. Акционерные общества непрозрачны, а мелкие собственники не защищены. Поэтому сбережения населения почти не поступают на рынок акций.