

фактора научно-технического прогресса (который также называют фактором общей продуктивности – *total factor productivity* – TFP, или остаточным фактором). Перевалив за отметку 50% еще в середине 1970-х годов, в период подъема 1987–1990 гг. вклад TFP в рост промышленного производства составил 60%, а в период последнего подъема (2002–2006 гг.) – уже 67%.

Характерно, что в прочих отраслях японской экономики вклад TFP в экономический рост существенно ниже, чем в промышленности (в 2002–2006 гг. – порядка 35%)³⁰. Это означает, что достаточно высокое положение Японии в мировых рейтингах конкурентоспособности и инновационности экономики обеспечивается практически исключительно за счет промышленности, и это служит еще одним аргументом в пользу необходимости сохранения и усиления уникального промышленного потенциала страны.

Показательно, что даже в период мирового финансово-экономического кризиса многие японские промышленные компании продолжали наращивать инвестиции в НИОКР, в результате чего их отношение к объему продаж даже возросло (по предварительным оценкам – до 4,3% в 2009 г.)³¹. При этом в условиях обострения глобальной конкуренции, выхода на мировые рынки компаний из стран с развивающимися экономиками критически важное значение приобретает правильный выбор областей научных исследований и инновационной деятельности японских компаний, точное определение перспективных направлений их специализации в мировом промышленном производстве.

Судя по опросам японских компаний и аналитическим материалам правительства, в ближайшие годы основные усилия японских промышленников будут сосредоточены на таких направлениях, как технологии энергосбережения, технологии и оборудование для получения и использования возобновляемых источников энергии, экологически чистые продукты и технологии, новые материалы, нанотехнологии³². Иными словами, японская ниша в мировом промышленном производстве будет все больше заполняться не просто наукоемкой высокотехнологичной продукцией, но продукцией, отвечающей самым насущным потребностям, как японского общества, так и человечества в целом.

Токийский финансовый центр в условиях обострения конкуренции на международных рынках капитала

С. В. Ноздрев

Финансовые рынки в азиатском регионе существенно различаются по своим масштабам и глубине и включают, с одной стороны, международные финансовые центры Восточной Азии, такие, как Токио, Гонконг и Сингапур, с другой – более мелкие по масштабам региональные финансовые центры и страны с неразвитыми рынками капитала, не обеспечивающими в достаточной степени потребности в финансировании экономики. В этих условиях одной из основных функций международных финансовых центров (МФЦ) становится активизация участия финансовых институтов и корпораций региона в операциях на международных рынках капитала, расширение доступа к мировому финансовому рынку и его основным инструментам, и в целом – вовлечение национальных экономик в процесс финансовой глобализации.

Текущее десятилетие характеризуется заметным обострением конкуренции между Токио и другими финансовыми центрами Азии. В первую очередь она распространяется на сегменты рынка, связанные с международными фондовыми и валютными операциями.

На позиции Японии в мировых финансах серьезное воздействие оказали последствия краха «мыльного пузыря» в конце 80-х–начале 90-х годов прошлого века, который нагрузил финансовую систему громадными суммами невозвратных кредитов и ослабил экономику. В значительной мере он был вызван перегретым рынком недвижимости в условиях чрезмерной ликвидности, недостатками финансового регулирования и значительным опозданием с антикризисными мерами. Исключительно быстрый рост цен, всех финансовых активов и недвижимости, в которые вкладывались свободные средства, преимущественно в спекулятивных целях (сбережения населения, кредиты банков и т. д.) сменился противоположной тенденцией с конца 90-х годов. После резкого падения цен на недвижимость и завершения кредитного бума экономика Японии вошла в полосу затяжной рецессии, последствия которой ощущаются и в настоящее время. В этот период наблюдалось массовое банкротство компаний, выросших на финансовых махинациях, риэлторов и банков. Растущие убытки по невозвратным кредитам и падение курсов акций вызвали остановку работы межбанковского рынка и волну банкротств в финансовом секторе. Падение рынка ценных бумаг привело к закрытию в 1998 г. одного из ведущих брокерских домов Японии «Ямаити сёкэн».

³⁰ Там же, с. 338.

³¹ Мировой кризис и Япония. М., «АИРО-XXI», 2009, с.

³² Там же, с. 89–93; The Industrial Structure Vision 2010. METI, May 2010.

Столкнувшись со столь серьезными кризисными явлениями в финансовой сфере, центральный банк и правительство Японии провели серию мер с целью разблокировать кредитные рынки и избежать возможности возникновения системного риска. С одной стороны, усилия банка Японии были направлены на улучшение ликвидности, включая расширение возможностей использования различных видов залога, выкуп активов, количественное смягчение политики нулевых ставок и в то же время значительно усилились функции надзора за проблемными институтами, стимулирование реструктуризации банков и мобилизации ими нового капитала. Принятие мер по преодолению напряженности на финансовых рынках и оказание государством помощи финансовым институтам сопровождались изменениями в характере самой системы регулирования и ее организационной перестройкой.

С середины 90-х годов в Японии был проведен комплекс реформ («Big Bang»), направленных на внедрение рыночных механизмов и превращение рынка Японии в международный финансовый центр, соответствующий основным мировым стандартам и способный конкурировать в глобальном масштабе с аналогичными рынками ведущих промышленно развитых стран.

Внесение существенных изменений в действующее японское законодательство было направлено на дерегулирование финансовых механизмов и приближение его к международным нормам и правилам путем ликвидации многочисленных ограничений при осуществлении сделок, расширения групп торгуемых бумаг, введения инновационных технологий и др.

На первом этапе реформ был проведен пересмотр валютного законодательства и устранена значительная часть остающихся ограничений в данной области, в первую очередь для валютных резидентов. Вносимые изменения были направлены на либерализацию трансграничных операций в соответствии с мировыми стандартами и общую активизацию сделок на Токийском рынке. В первую очередь предполагалось преодолеть имеющиеся несоответствия с законодательством западных стран и ряда стран Восточной Азии, а также отставание в технологическом обеспечении, адаптироваться к происходящим общим процессам дерегулирования в экономической сфере.

Далее были заметно снижены действующие барьеры между банковским бизнесом и компаниями по операциям с ценными бумагами. Был осуществлен переход от системы лицензирования последних к системе регистраций. Компаниям по операциям с ценными бумагами было разрешено заниматься управлением пенсионными фондами, оказывать кастодиальные услуги, смягчены ограничения на брокерские операции, отменены фиксированные комиссионные на покупку иностранных облигаций, упрощено налоговое законодательство в данной сфере. При покупке листинговых бумаг отменялись квоты для нерезидентов.

Одновременно с этим наметился постепенный отход от ранее принятой американской модели финансового рынка, предполагающей строгое разделение классических банковских и инвестиционных функций. У банковских институтов в Японии появилась возможность учреждать дочерние компании по торговле ценными бумагами, а также осуществлять операции с большой группой ценных бумаг. Был снят запрет на создание крупных финансовых холдингов, на участие в инвестиционных трастовых операциях, в страховом бизнесе.

Выявившаяся в течение «потерянного десятилетия» недостаточная эффективность системы регулирования финансового рынка вызвала необходимость осуществления организационной реформы. Она включала в первую очередь создание вне министерства финансов специального органа регулирования, контролирующего кредитно-финансовую систему (банковский сектор, компании по операциям с ценными бумагами, страховые компании), – Агентства финансового надзора (Financial Supervisory Agency), переименованного в 2000 г. в Агентство по финансовым услугам (Financial Services Agency). Оно подчиняется непосредственно премьер-министру Японии и принимает постоянное участие в разработке нормативных документов, осуществляет контроль над их исполнением. После проведенной реорганизации министерство финансов сохранило за собой функции разработки финансовой политики в целом и координации международных финансовых отношений, а Банк Японии – осуществление функций банковского надзора.

В целях законодательного обеспечения регулирования рынка ценных бумаг во второй половине 90-х годов XX в. – начале текущего десятилетия XXI в. в базовый закон о ценных бумагах и фондовых биржах (Securities Exchange Act) было внесен целый ряд существенных поправок и дополнений. В 2006 г. этот закон был принят под новым названием – Закон о финансовых инструментах и фондовых биржах (Financial Instruments and Exchange Act). Он предусматривал, в частности, ужесточение требований к компаниям в области раскрытия информации и внутреннего контроля с целью приближения этих требований к международным стандартам. Закон вводил обязательную публикацию квартальных отчетов (до сих обязательными были только полугодовые отчеты) по аналогии с практикой американских корпораций.

В условиях формирования новой окружающей среды для рынков капитала, происходящей их интернационализации предусматривалось повышение степени защиты интересов инвесторов и стимулирование вложений на финансовом рынке частных лиц. Так, от профучастников в своей деятельности потребовалась классификация всех инвесторов на профессиональных и непрофессиональных, при этом последних банки и брокеры должны специально информировать о рисках, связанных с вложениями на рынке ценных бумаг.

Тем не менее, на фоне быстро продвигающейся интернационализации финансовых рынков и обострения на них конкуренции за более чем десятилетний период после «Большого взрыва» Японии не только не удалось сократить разрыв в совокупном международном обороте ценных бумаг между своим рынком и рынками Европы и США и по целому ряду других показателей, но ее позиции стали серьезно угрожать развивающиеся финансовые сети в Сингапуре, Гонконге и Шанхае. Они заметно продвинулись в повышении своего статуса в качестве международных финансовых центров.

Как показывает мировой опыт, выдвижение отдельных городов и районов на роль крупных ведущих международных финансовых центров и формирование потенциала их дальнейшего расширения определяются рядом благоприятных базисных условий, к которым следует отнести:

- стабильность национальной экономики и выполнение ею различных международных функций;
- благоприятное географическое положение с точки зрения специализации МФЦ;
- наличие устойчивого и емкого финансового рынка и развитой денежно-кредитной системы;
- конкурентная финансовая система, обеспечивающая свободное перемещение движение капиталов и доступность заемных ресурсов, благоприятный режим налогообложения и действующая система гарантий участникам МФЦ;
- развитая система фондовой и валютной бирж и обслуживающей их инфраструктуры;
- наличие широкого спектра системы финансовых инструментов, соответствующей современному этапу развития рынка;
- обеспечение условий для подготовки высококвалифицированного персонала для обслуживания МФЦ;
- стабильная и предсказуемая система регулирования, функционирующая по международным правилам работы на финансовых рынках.

Современный этап конкуренции самым непосредственным образом затронул и основные МФЦ Восточной Азии. Им совершенно необходимо усилить международные функции действующего национального финансового рынка для выхода на новый этап конкурентной борьбы. Ее развертывание сопровождается значительными изменениями в конфигурациях МФЦ вследствие происходящих процессов концентрации капитала и усиления в них роли иностранного участия с существенным повышением доли инновационных инструментов, финансового посредничества, расширением традиционных и освоением новых сегментов рынка. Соответственно возрастает и роль государственной политики в обеспечении основных направлений развития международных финансовых центров.

В раках этой политики правительство Гонконга объявило в октябре 2006 г. о планах развития специального административного района как глобального финансового центра. Одним из основных направлений принятого плана является дальнейшее расширение функций по обслуживанию финансовых потоков из КНР в условиях происходящей там либерализации движения капиталов. Перечень конкретных мер включает содействие листингу зарубежных голубых фишек, расширение операций в юанях, развитие рынка сырьевых фьючерсов, снятие ограничений на участие страховых компаний в инвестиционных оффшорных операциях в Китае, а также развитие рынка перестрахования. В начале 2007 г. Государственный совет КНР разрешил материковым финансовым учреждениям выпускать облигации в юанях в Гонконге. Финансовая поддержка реализации плана по дальнейшему расширению функций Гонконга как МФЦ включена в расходную часть бюджета района на 2009–2010 гг. и на 2011–2012 гг.¹

В течение уже целого ряда лет многие международные инвестиционные банки («Goldman Sachs», «Allianz», «ABN Amro», «BNP Paribas» и др.), а также хеджевые фонды, акционерные и страховые компании имеют свои офисы в Гонконге. Правила поведения на рынке, соблюдаемые и после отмены британского колониального правления (включая широкое использование английского языка, юридической системы западного образца и применение международных стандартов корпоративного управления), продолжают оказывать заметное влияние на рейтинг этого международного центра. Вместе с тем, развитие Гонконга как МФЦ и в дальнейшем в немалой степени будет основываться на его роли как одного из крупнейших торговых центров, имеющим свободный порт с низким уровнем налогообложения.

Сингапур стал формироваться как международный финансовый центр с начала 60-х годов, используя также свое положение как крупная производственная и торговая база Восточной Азии. Имея по сравнению с Гонконгом более регулируемую экономику, Сингапур становится крупным финансовым центром благодаря экономической и политической стабильности, применению государством финансовых стимулов, особенно в области налогового режима для иностранных инвесторов, благоприятному деловому климату. Наиболее быстрыми темпами здесь развивается сектор, занимающийся предоставлением частных банковских услуг и валютными операциями.

С конца 1999 г. в результате слияния SES – Сингапурской биржи акций и SIMEX – биржи производных инструментов была образована Сингапурская фондовая биржа (SGX), что позволило существенно диверсифицировать биржевые операции. Это обеспечило Сингапuru конкурентные преимущества как азиатской региональной базы для транснациональ-

¹ «Budget Bulletin». Hong Kong 2010/2011, p. 4, Intertrust Hong Kong, 2010.

ных корпораций и иностранных инвесторов. В частности, на бирже были предложены новые уникальные продукты. Сингапур явился первым рынком, где торговались фьючерсы на японский индекс Nikkei 225, в то время, когда в самой Японии такие фьючерсы еще не предлагались. Сингапур, как международный финансовый центр, является «перевалочным пунктом» в Индию, с которой он имеет тесные этнические связи (значительная часть населения Сингапура индийского происхождения). Сингапурской бирже принадлежит 5% пакета акций Бомбейской фондовой биржи. В последние годы биржа все больше вовлекается в процесс глобализации: около 2/5 ее рыночной капитализации получено за счет иностранных компаний².

Одним из ведущих азиатских финансовых центров становится Шанхай. В апреле 2009 г. на государственном уровне было принято решение о создании к 2020 г. Шанхайского международного финансового центра. Ранее принятый пятилетний план содержал ряд количественных показателей, включая повышение рыночной капитализации Шанхайской фондовой биржи до 7 трлн. юаней к 2010 г., что означало увеличение данного показателя в 4,4 раза по сравнению с концом 2006 г. В случае достижения указанной цели это будет эквивалентно примерно 20% капитализации Токийской фондовой биржи.

Шанхай ориентирован преимущественно на частных китайских инвесторов. Примерно 70–90% инвесторов на Шанхайской фондовой бирже являются индивидуальными (розничными). Каждый день здесь открывается примерно 300 тыс. новых индивидуальных торговых счетов, примерно 50 млн. китайцев имеют счета в банках.

На расширение операций Шанхайского финансового центра заметное влияние оказывает улучшение условий деятельности иностранных компаний на фондовом рынке КНР. Так, в результате соглашения, достигнутого в ходе переговоров с Китаем перед его вступлением во Всемирную торговую организацию, был частично либерализован страховой сектор страны, постепенно отменяются ограничения на деятельность иностранных банков на китайском рынке. Расширению международных операций способствовало снятие в сентябре 2009 г. ограничений на листинг иностранных компаний на шанхайской бирже. Иностранные инвесторы заинтересованы в приобретении большей доли в пакетах ценных бумаг, однако власти КНР продолжают сохранять ограничения над движением капиталов с тем, чтобы большая их часть направлялась на внутренний рынок Китая.

В течение более десяти лет действует Шанхайская биржа фьючерсов, где быстрое развитие получили операции с финансовыми инструментами, привязанными к торговле нефтью и другими сырьевыми товарами. Сейчас она занимает 16-е место в мире (в 2007 г. – 27-е место). Вместе

² Singapore Stock Exchange- the Financial Hub- Great Trading, CFD FX Report. 19.12. 2008

с тем действующие в стране ограничения на операции в иностранной валюте по капитальным операциям, стимулирование «международной торговли в юанях» становятся одним из сдерживающих факторов быстрого выдвижения Шанхая в один из ведущих международных центров региона, хотя уже сейчас муниципальным правительством города выдвинут план о конверсии более 50% валюты, образуемой в данном регионе, в юани для последующего инвестирования³.

На усиление позиций других, помимо Токио, азиатских финансовых центров указывают и результаты проводимых в последние годы исследований о положении отдельных стран в мировых финансах. Английская консалтинговая компания «Z/Yen» по заказу «City of London Corporation» регулярно подготавливает рейтинг мировых финансовых центров (их число постоянно увеличивается) по уровню их конкурентоспособности на базе Индекса мировых финансовых центров (GFCI – Global Financial Centers Index). Последний, опубликованный в сентябре 2009 г.⁴, рейтинг основывается на результатах оценки 64 групп инструментальных факторов и статистического опроса 1802 финансистов (соответственно – 57 и 1406 в предыдущем исследовании), занятых в соответствующих сегментах рынка, по пяти основным категориям: человеческий капитал, деловое окружение (стабильность законодательной базы, налоговый режим), доступ к рынкам, особенно международным, транспортная и иная инфраструктура, общая конкурентоспособность экономики.

По агрегированному показателю конкурентоспособности, как и ранее, ведущими глобальными центрами признаны Лондон и Нью-Йорк. Несмотря на то, что положение Токио несколько улучшилось – как финансовый центр он оказался менее подвержен влиянию мирового кризиса и передвинулся в ведущую десятку с 15-го места на седьмое⁵, но по-прежнему из азиатских центров уступает Гонконгу (третье место) и Сингапуру (четвертое место). Согласно результатам указанного опроса, эти два центра имеют конкурентные преимущества по сравнению с Токио по всем пяти основным категориям, определяющим международную финансовую деятельность: по управлению активами, банковскому делу, сфере регулирования, страхованию, оказанию профессиональных услуг, причем в области банковского дела Токио уступил место и Шеньчжюню, имеющему тесные экономические связи с Гонконгом.

³ Shanghai Opens Doors to Financial World. – «The New York Times», 02.03. 2010.

⁴ The Global Financial Centres Index. The City of London Corporation, September 2009. www.cityoflondon.gov.uk/economicresearch

⁵ Первая десятка финансовых рынков в сентябре 2009 г. выглядела следующим образом: Лондон, Нью-Йорк, Гонконг, Сингапур, Шеньчжень, Цюрих, Токио, Чикаго, Женева, Шанхай. См.: [www.cityoflondon.gov.uk/economic research](http://www.cityoflondon.gov.uk/economic%20research). News release, 25.09. 2009.

В связи с заметным укреплением позиций финансовых институтов, действующих в других финансовых центрах стран Азии, и улучшением там регулятивной среды, японское правительство с середины текущего десятилетия разработало ряд программ, основной целью которых явились повышение конкурентоспособности Токио как финансового рынка и достижение в качестве конечной цели уровня, соответствующего Лондону и Нью-Йорку. В конце 2006 г. Совет по экономической и финансовой политике, включающий руководителей всех основных экономических ведомств, учредил Комитет по вопросам глобализации, в рамках которого стала действовать Рабочая группа по финансовым рынкам и рынкам капитала. Во главу угла деятельности этой группы были выдвинуты вопросы повышения эффективности финансового сектора Японии в сфере операций с ценными бумагами и деривативами, в том числе развитие системы мониторинга фондового рынка, проведения реформы деятельности и слияния действующих фондовых бирж, улучшение системы профессионального образования, особенно в области инновационных продуктов и др.

В рамках реализации принятого курса в декабре 2007 г. Агентство финансовых услуг опубликовало «План укрепления конкурентоспособности финансового рынка и рынка капиталов Японии», который был существенно пересмотрен в августе 2008 г. В качестве одного из приоритетов долгосрочной стратегии японского правительства выдвигается усиление позиций финансового сектора, который должен стать главным мотором экономического развития. Становление Китая как мировой промышленной державы и перспективы вытеснения Японии с ее традиционных ниш мирового рынка вынуждает искать для страны новое место в международном разделении труда, в том числе за счет усиления позиций в сфере разработки и реализации финансовых услуг, как это имеет место в США и Англии.

В конце 2008 г. в Основной закон о рынке ценных бумаг были внесены серьезные изменения с целью создания новых сегментов финансового рынка для институциональных инвесторов, дальнейшего стирания различий в функциях финансовых институтов, а также усиления административных мер наказания при манипулировании рынком. На рынке ценных бумаг местные банки получили право выступать агентами иностранных банков, осуществлять торговлю товарными производными методом физических расчетов, создавать специализированные компании для осуществления, например, торговли исламскими финансовыми инструментами. В этот же период продолжилась концептуальная разработка нового пакета законодательных мер, направленных на дальнейшую адаптацию японской денежно-кредитной системы к изменениям, происходящим на мировых финансовых рынках.

Другим направлением деятельности Агентства по финансовым услугам по обеспечению конкурентоспособности финансового рынка

явилось повышение эффективности и удобства платежных и расчетных систем как в операциях между финансовыми институтами, так и по розничным сделкам. Существенное внимание уделялось развитию систем безопасности платежей в связи с внедрением Интернета и новых телекоммуникационных технологий⁶.

Одной из основных задач становится усиление роли Токио как «генератора» финансовых потоков, обслуживающих региональное движение товаров и капиталов в условиях быстро растущих масштабов экономики азиатских стран, и как центра, влияющего на условия региональной конкуренции с тем, чтобы обеспечить повышение прибыльности операций для финансового сектора Японии.

Громадные финансовые активы и местоположение Японии дают возможность расширить доступ для правительств и корпораций стран Азии к стабильным и диверсифицированным источникам финансирования. Азиатские инвесторы, обладающие все большими финансовыми ресурсами, могут также получать выгоды от диверсификации портфелей и использования инновационных финансовых продуктов японскими компаниями. В качестве конкретных направлений активизации операций токийского центра рассматривается серия мер по созданию нового сегмента рынка ценных бумаг, выпускаемых на основе акций иностранных корпораций, зарегистрированных на других азиатских рынках (по аналогии с АДР), ценных бумаг, поддержанных активами и др. С конца 2008 г. перестало действовать обязательное правило о наличии филиала иностранной брокерской фирмы в Японии для участия в операциях с опционами на Токийской фондовой бирже⁷.

Повышение конкурентоспособности международного сегмента финансовых операций в Японии потребует, однако, дальнейшего реформирования сохраняющейся до настоящего времени консервативной системы регулирования, по-прежнему ограничивающей деятельность иностранных компаний. Это обеспечит возможность устранить различного рода препятствия институционального и иного характера для обслуживания трансграничных финансовых и капитальных потоков и повышения прибыльности азиатских фондов за счет региональных операций. Известно, что в настоящее время эти средства инвестируются в основном в финансовые активы США и Западной Европы, и в дальнейшем вновь возвращаются в Азию.

Являясь ведущим финансовым донором как на двухсторонней, так и на многосторонней основе в Азии, Япония активно выступает за повышение роли Токийского финансового центра в создании общеазиатской финансовой инфраструктуры, в том числе путем внедрения через специальные региональные программы международных стандартов

⁶ Dainibukai gojyunoichi, siryo, kinyutyo somukikakukyoku, 01.2009

⁷ Jiji Press, JCN, 30.09. 2008.

бухгалтерского учета, системы кредитных рейтингов, расширения сети специализированных брокерских учреждений, разработки платформ и программ для электронной торговли и совместных механизмов по взаимному допуску котируемых бумаг между биржами.

Финансовый кризис 1997 г. в Азии, вызванный крупномасштабным оттоком краткосрочного капитала из Юго-Восточной Азии, стимулировал развитие сотрудничества, направленного на снижение финансовой уязвимости в регионе. С учетом неблагоприятных последствий в результате кризисных потрясений сотрудничество азиатских стран было направлено на решение двух задач: минимизацию риска недостаточной валютной ликвидности в случае возникновения непредвиденных обстоятельств; укрепление рынков капитала на основе общей рыночной инфраструктуры в Азии.

Япония явилась одним из основных инициаторов разработки программы финансового сотрудничества, направленной на предотвращение нового регионального валютного кризиса. В результате появилась «Чиангмайская инициатива» (ЧМИ), которая была принята на форуме АСЕАН+3 в мае 2000 г. в Чианг Маи (Таиланд). Данная система создана для оказания взаимной валютной поддержки азиатскими странами посредством проведения двухсторонних своп-операций.

Другим важным направлением совместных действий является «Инициатива по развитию азиатского рынка облигаций» (ABMI), которая была одобрена министрами финансов азиатских стран (АСЕАН+3) в августе 2003 г.⁸ Принятая программа выдвинула необходимость создания азиатского регионального рынка облигаций, включая торговлю ими в местных валютах. Это позволяет удовлетворять потребности в долгосрочном финансировании за счет частных сбережений и устранять проблемы, вызванные несоответствием валют и сроками обращения долговых инструментов, что ослабляет угрозу повторения валютного кризиса, а также снижает стоимость финансирования для корпораций.

Развитие азиатского рынка ценных бумаг с фиксированной ставкой, таких как государственные и частные облигации, помимо общих причин макроэкономического характера (развития финансовой интеграции), тесно связано с проблемами диверсификации диапазона сберегательных инструментов, преодоления сложившейся структуры, опирающейся преимущественно на систему косвенного финансирования, и создания сегмента глобального фондового рынка. Эта задача явилась важным секторальным приоритетом, поскольку последствия кризиса в Восточной и Юго-Восточной Азии 1997–1998 гг. в существенной степени были усилены неразвитостью базы операций с ценными бумагами.

Вместе с тем, инфраструктура регионального рынка облигаций не является полноценной без параллельного развития вторичного рынка ценных бумаг с фиксированным процентом и с различными сроками погашения.

Как показывает опыт других региональных рынков облигаций, для дальнейшего их развития в Азии необходимо обеспечить целый ряд базисных условий для их функционирования, в том числе:

- обеспечением базовой кривой доходности ценных бумаг, т. е. теоретически безрисковыми облигациями, выпущенными правительствами стран-участниц;
- расширением круга надежных корпоративных заемщиков;
- активным привлечением банков, традиционно обеспечивающих долгосрочное и среднесрочное корпоративное финансирование, развитием рынков ценных бумаг в качестве гарантов и организаторов рынков;
- созданием международной расчетно-учетной системы для азиатского рынка облигаций, в частности, путем образования отдельной специализированной организации, аналогичной действующим европейским аналогам.

В наибольшей степени схема создания регионального рынка азиатских облигаций продвинулась по линии ЕМЕАР – регулярных встреч представителей центральных банков и министров финансов государств Восточной Азии. С июня 2003 г. начал действовать первый Азиатский облигационный фонд (ABFI), который первоначально составил около 1 млрд. долл. Фонд инвестирует в корзину деноминированных в долларах США облигаций, эмитируемых азиатскими суверенными и квазисуверенными эмитентами стран-членов ЕМЕАР (за исключением Японии, Австралии и Новой Зеландии). ABFI находится в пассивном управлении Банка международных расчетов на базе эталонного индекса. Мониторинг деятельности фонда осуществляет Комитет по надзору ЕМЕАР⁹.

Концепция азиатского рынка облигаций была расширена с введением Азиатского облигационного фонда (ABF2) в апреле 2005 г., инвестируемого в корзину ценных бумаг в местных валютах той же группы стран. Он состоит из двух частей – Паназиатского индексного фонда облигаций (PAIF) и Фонда облигационных фондов (FoBF), общим объемом 2 млрд. долл. PAIF – это единый индексный фонд, вкладывающий средства в суверенные и квазисуверенные облигации в местной валюте. FoBF имеет двухуровневую структуру, где головной фонд, инвестирует в облигации, эмитируемые на рынках стран-членов ЕМЕАР. По состоянию на конец марта 2010 г. общий размер фонда PAIF по

⁸ Asian Economy and Finance: a Post-crisis Perspective *Das-Gupta, Dilip K.*, 2005. By Dilip K. Das.

⁹ «The Asian Bond Fund Initiatives and Reform through Learning by Doing». – East Asian Bureau of Economic Research, Newsletter, December 2007, p. 1.

рыночным ценам составил 1,72 млрд. долл., что означало его увеличение за последние три года почти на 40%.

В настоящее время разработан целый ряд предложений как на уровне национальных, так и региональных финансовых и монетарных органов, направленных на расширение системы ABF с тем, чтобы она распространялась на значительно более широкий круг стран в качестве механизма мобилизации внутренних и международных ресурсов для финансирования экономики. Вместе с тем, расширение данной схемы не будет, как ожидается, носить автоматического характера, в процессе подготовки находится пакет базисных критериев участия в ней и условия для членства. Не претендуя на роль ведущего организатора регионального рынка ценных бумаг в АТР, Азиатский облигационный фонд в то же время предоставляет дополнительные возможности для тех, кто обладает ограниченным доступом к международным рынкам капитала, привлекать средства внутри региона. Дальнейшее развитие этой системы предполагает также расширение системы финансирования национальных долговых бумаг путем предоставления гарантий и секьюритизации облигаций¹⁰.

В целях повышения ликвидности и функциональности азиатского рынка облигаций, повышения доли внутрирегионального использования накоплений корпораций и населения 11-е совещание министров финансов стран АСЕАН+3 в мае 2008 г. приняло решение о дальнейшем расширении Инициативы по развитию азиатского рынка облигаций. На встрече были приняты развернутые решения о разработке Дорожной карты ABMI и создании целевых групп для продвижения эмиссий и формировании спроса на облигации в местных валютах, улучшении регулятивной системы и расширении институциональной инфраструктуры. Кроме того, было предложено рассмотрение вопроса о формировании эталонных индексов для отдельных видов бумаг. Япония оказывает развитию этой инициативы постоянную поддержку как по линии экономического сотрудничества, так и содействуя через финансовые компании размещению данного вида ценных бумаг на азиатском рынке.

Повышение конкурентоспособности Токио как международного финансового центра в значительной степени определяется тем, насколько эффективными будут принимаемые меры по изменению модели ведущей торговой площадки страны – Токийской фондовой биржи (ТФБ).

В период высоких темпов роста японской экономики произошло резкое увеличение оборота ТФБ – в начале 90-х годов на нее приходилось около 33% всей мировой рыночной капитализации. В связи с общим ухудшением ситуации в японской экономике, затяжным характером

проблемы безнадежных долгов, динамика этого показателя существенно замедлилась, однако и в настоящее время ТФБ удерживает второе место в мире по капитализации и четвертое место по объему оборота акций.

Заметное воздействие на трансформацию японского фондового рынка оказал процесс его интернационализации, которая осуществлялась по трем основным направлениям. Во-первых, – это размещение иностранных ценных бумаг в Японии; во-вторых, приобретение иностранными инвесторами ценных бумаг на японском рынке и покупка японскими инвесторами ценных бумаг за рубежом; в-третьих, продвижение в Японию иностранных компаний по торговле ценными бумагами и выход японских компаний для операций на зарубежные рынки.

Японский рынок ценных бумаг стал привлекать иностранных инвесторов еще в 70-е годы, когда произошло заметное усиление позиций японской экономики в мире. В этот период на японском рынке стали котируются некоторые иностранные акции, открываться представительства западных инвестиционных компаний, а также стало возможным приобретение иностранных бумаг. В дальнейшем был облегчен доступ иностранных, прежде всего американских, инвестиционных компаний, к японским активам, расширилась практика размещения зарубежных ценных бумаг, и в целом иностранный капитал стал занимать более прочные позиции в японской финансовой системе.

На ТФБ процесс интернационализации также заметно усилился с начала 70-х годов. Существенное развитие получает практика выпуска облигаций в евроиенах как иностранными, так и национальными эмитентами. В 1973 г. была открыта иностранная секция ТФБ. По мере расширения масштабов деятельности ТФБ к этой секции стали проявлять все больший интерес иностранные компании. Со второй половины 80-х годов число зарегистрированных на ТФБ зарубежных компаний постоянно увеличивалось и к началу 90-х годов достигло 127 по сравнению с 20 в 1985 г.

В дальнейшем, однако, в связи длительным периодом экономического застоя и крахом «мыльного пузыря» в Японии число иностранных компаний, котирующихся на ТФБ, сократилось и на середину 2008 г. составило 16 компаний. Наряду с общей экономической конъюнктурой сокращение числа иностранных компаний вызвано более жесткой процедурой листинга по сравнению с фондовыми биржами региона, большими расходами, в частности, при подготовке документов по поддержанию своего участия в работе ТФБ в связи с необходимостью обязательного перевода на японский язык, снижением интереса японских инвесторов к иностранным ценным бумагам.

При оценке роли ведущих бирж в деятельности международного фондового рынка, кроме фактора роста собственно национальной капитализации и повышения объема сделок с ценными бумагами рези-

¹⁰ Looking Beyond the Crisis. – «ADB Review», December 2009.

дентов, существенное значение имеет доля иностранных ценных бумаг в котировальных листах бирж и, соответственно, объемы сделок с иностранными ценными бумагами. Для иностранных эмитентов одной из основных целей выхода на крупнейшие мировые биржи является привлечение инвестиций путем размещения своих ценных бумаг.

Таблица
Основные показатели деятельности
ведущих бирж Азии и Австралии
(данные за 2008 г., долл.)*

Биржи	Капитализация**	Число компаний прошедших листинг	Оборот торговли ак- циями
Токийская фондовая биржа	3,115,803.7	2390	5,607,321.9
Шанхайская фондовая биржа	1,425,354.0	864	2,600,208.6
Гонконгская фондовая биржа	1,328,768.5	1261	1,629,782.3
Австралийская фондовая биржа	683,871.6	2009	1,213,239.6
Бомбейская фондовая биржа	647,204.8	4921	301,648.3
Индийская фондовая биржа	600,281.6	1406	725,398.7
Корейская фондовая биржа	470,797.7	1793	1,432,479.9
Тайваньская фондовая биржа	356,710.6	722	829,612.2
Шэньчжэньская фондовая биржа	353,430.0	740	1,248,721.8
Сингапурская фондовая биржа	264,974.4	767	259,885.0
Малазийская фондовая биржа	189,086.6	976	93,783.9
Осакская фондовая биржа	147,436.3	470	235,619.1
ДЖАЗДАК	93,176.5	926	44,951.5
<i>Справочно</i>			
Нью-Йоркская фондовая биржа	9,208,934.1	3011	33,638,937.0
Лондонская фондовая биржа	1,868,153.0	3096	6,271,520.6

* Данные Всемирной организации фондовых бирж за 2009 г.

** При расчете капитализации не учитываются акции инвестиционных кампаний и акции иностранных эмитентов, имеющих листинг на данной бирже.

По числу иностранных компаний, представленных в котировальных листах бирж, ТФБ, несмотря на лидирующие позиции по размерам капитализации японских компаний, занимает четвертое место после бирж Сингапура, Австралии и Новой Зеландии, и по обороту иностранных акций – шестое место после Тайваньской биржи. В то же время необходимо иметь в виду, что взаимопроникновение инвестиций и роль отдельных финансовых центров в этом процессе осуществляется не только путем выхода эмитентов на фондовые биржи за границей, но и посредством расширения доступа иностранных капиталов на внутренний (в данном случае японский) рынок, что в значительной степени определяется размерами самого национального фондового рынка.

В связи с сохраняющейся привлекательностью японских ценных бумаг как объекта инвестирования и расширением деятельности японских ТНК за границей, иностранные компании сохраняют свое присутствие на токийской бирже и увеличивают свою долю на отдельных сегментах рынка. С 1986 г., в немалой степени в результате давления американской стороны, участниками Токийской фондовой биржи могут быть и иностранные инвестиционные институты, соблюдающие ряд требований финансового регулятора в части установленного минимального размера капитала, ежегодной величины чистого дохода и др.

В 1987 г. из 115 членов токийской биржи 22 приходилось на иностранные компании. В настоящее время их число также сократилось – до 15 (на конец 2008 г.). К числу ведущих иностранных участников относятся крупнейшие американские инвестиционные банки «Merrill Lynch», «Goldman Sachs», «Morgan Stanley», немецкий «Dresdner Kleinwort», французский «BNP Paribas» и др., оборот которых по целому ряду ценных бумаг не только не сократился, но, наоборот, вырос.

Обострение конкуренции на мировом фондовом рынке, а также технологические проблемы менеджмента фондовых операций поставили ТФБ перед необходимостью развивать сотрудничество с другими торговыми площадками, прежде всего Северной Америки и Азии. В конце января 2007 г. между Токийской фондовой биржей и Нью-Йоркской фондовой биржей было подписано соглашение о намерениях создать стратегический альянс между двумя мировыми биржевыми центрами, в первую очередь в области совместной разработки и использования новых направлений развития торговых систем и технологий, оказания услуг по инвестированию и эмиссии ценных бумаг, внедрения новых инвестиционных продуктов.

В качестве первого шага в августе 2007 г. было заключено соглашение о техническом сотрудничестве, предусматривающее консультирование американской стороной ТФБ по управлению и эксплуатации компьютерных сетей, а также эффективному использованию действующих мощностей для обеспечения стабильности и высокого качества биржевых операций¹¹.

Новым шагом в создании инновационных сегментов рынка и повышении статуса Токио как МФЦ явилась реализация с июня 2009 г. совместного проекта «Tokyo Stock Exchange Group» и «London Stock Exchange Group» по запуску и обслуживанию нового рынка ценных бумаг быстрорастущих компаний – Tokyo AIM12. Данный рынок ценных бумаг создается в целях расширения потенциала привлечения капиталов для растущих местных и иностранных, прежде всего азиатских, компаний,

¹¹ NYSE Group and Tokyo Stock Exchange Enter Strategic Alliance, «TSE News», 01.02.2007.

¹² AIM – международный рынок альтернативных инвестиций Лондонской фондовой биржи для компаний с высоким потенциалом роста.

а также предоставления новых инвестиционных возможностей для японских и иностранных профессиональных участников рынка. В случае увеличения масштабов данного проекта улучшаются перспективы использования компаниями фондового рынка Японии для финансирования венчурных проектов.

Создание Токуо AIM стало возможным после внесения изменений в июне 2008 г. в Закон о финансовых инструментах и биржах касательно вопросов, связанных с обращением ценных бумаг и деятельностью номинированных консультантов (Nominated Advisers, J-Nomads). Предполагается, что деятельность Токуо AIM обеспечит выгоды от более сбалансированного подхода по сравнению с ТФБ к организации публичных размещений, большей гибкости в использовании действующей системы бухгалтерского учета при сохранении жестких требований в отношении открытия информации. Как и на Лондонской AIM, контроль за допуском компаний на организованный рынок и контроль за их текущей деятельностью осуществляется не самой биржей, а номинированными консультантами. В связи с сокращением бюрократических процедур сроки подготовки к допуску на Токуо AIM, как ожидается, будут заметно короче, чем при процедуре включения в котировальные списки ТФБ. По состоянию на начало 2010 г. в список J-Nomads вошли шесть ведущих японских компаний по операциям с ценными бумагами.

В соответствии с принятыми правилами номинированные консультанты играют ключевую роль в обеспечении инвестиционного процесса на бирже. Компания, которой предстоит пройти листинг на Токуо AIM, должна иметь оформленные соглашения с J-Nomad, которые проводят оценку потенциального спроса на ценные бумаги эмитента. В случае подтверждения наличия спроса со стороны финансового консультанта, эмитент может включать ценные бумаги в котировальные списки Токуо AIM. В то же время с целью облегчения процедуры допуска не предъявляются требования подтверждения безубыточной хозяйственной деятельности в течение определенного срока, а также требования, связанные с широкой оценкой перспектив роста предприятия. Данные показатели, тем не менее, должны рассматриваться и оцениваться в индивидуальном порядке финансовыми консультантами.

В связи с обострением международной конкуренции и необходимостью освоения новых рынков одним из направлений деятельности Токийской фондовой биржи становится развитие сотрудничества с фондовыми биржами стран БРИК, направленное на создание более благоприятных условий для инвестирования, а также предусматривающее организацию на взаимной основе торговли финансовыми инструментами. В ноябре 2008 г. Токийской фондовой биржей был подписан Меморандум о взаимопонимании с ведущей российской торговой площадкой – ММВБ, предусматривающий развитие в дальнейшем межбиржевых контактов.

В условиях сохраняющейся нестабильности на финансовых рынках при оценке конкурентоспособности МФЦ существенно усиливается внимание к возможностям регулирующих органов и финансового сектора в целом обеспечивать устойчивость данного сегмента рынка и ликвидность для основных его институтов в кризисных ситуациях. Экономика Японии на первом этапе разворачивания последнего кризиса избежала опасности раздувания пузырей на жилищном, кредитном и сырьевом рынках. Японские банки и компании по операциям с ценными бумагами по основным показателям деятельности понесли меньшие потери чем американские и европейские финансовые институты. Однако в дальнейшем, под воздействием роста курса иены произошло падение индексов фондового рынка, причем в наиболее сложном положении оказались корпорации с большой долей экспорта, а затем и банковские институты, имеющие в перекрестном владении пакеты акций многих японских компаний. В результате капитализация токийского фондового рынка с июля 2006 г. по апрель 2009 г. снизилась на 34%, а индекс Никкей-225 упал ниже шестилетнего минимума.

Одной из основных причин ухудшения ситуации является зависимость японского фондового рынка от деятельности нерезидентов, на которых в отдельные периоды приходилось около 50% оборота на биржах страны. Иностранные инвесторы после появления признаков рецессии в японской экономике резко увеличили нетто-продажи ценных бумаг. Наиболее активно эти продажи осуществляли международные хедж-фонды, которые стали сбрасывать японские акции для обеспечения средств по маржинальным операциям, что еще сильнее провоцировало снижение котировок. Падение курсов акций принесло значительные потери для ведущих японских банков, вынудив их приступить к дополнительной эмиссии для финансирования.

Агентство финансовых услуг Японии было вынуждено принять срочные меры для стабилизации рынка, введя в октябре 2008 г. новые ограничения на короткие продажи (продлены по апрель 2010 г.) и приостановив продажи ценных бумаг во владении предприятиями государственного сектора, а также ослабив правила приобретения корпорациями собственных акций. Действие этих мер было в дальнейшем продлено до апреля 2010 г. С целью сдержать уход компаний с площадок из-за снижения их хозяйственных показателей (делистинг) Токийская фондовая биржа снизила требования к минимальному капиталу эмитентов на 40%. Затем было отложено до 2010 г. первое публичное размещение акций ТФБ и выход на рынок с новыми финансовыми продуктами, что еще более усилило ее отставание от NYSE Euronext, Nasdaq Stock Market и других крупнейших мировых площадок¹³.

¹³ Е. Л. Леонтьева. Раздел «Япония» в ежегоднике «Россия и мир. Экономика и внешняя политика», с. 79–80, М., 2009.

В дальнейшем предусматривается расширение сферы действия базового закона о ценных бумагах, включая введение новой системы надзора за рейтинговыми агентствами, создание альтернативного механизма рассмотрения споров, внесения изменений в сторону ужесточения правил открытия информации по операциям на вторичном рынке, усиление внутреннего контроля компании в отношении секьюритизированных финансовых продуктов и др. Принятые Агентством меры, однако, не вносят принципиальных изменений в систему регулирования международных операций с ценными бумагами и основываются скорее на разрабатываемых в настоящее время общих подходах к перестройке финансовой инфраструктуры с целью ограничить возможность возникновения новых кризисных явлений на внутреннем финансовом рынке.

Повышение конкурентоспособности Токио как международного центра в более длительной перспективе будет во многом определяться степенью решения регулятивных проблем, связанных с трансграничными потоками капитала и транспарентностью данного сегмента рынка. В то время как в других ведущих финансовых центрах Азии системы регулирования в данной области претерпели существенные изменения, в Японии эти изменения не носили столь явно выраженного характера, хотя нормативно-правовая база по операциям на внутреннем финансовом рынке, по существу, была обновлена. Если деятельность Токио как финансового центра становится все более диверсифицированной и давно выдвинулась далеко за пределы страны и региона, а степень глобализации технологий, потоков капитала, инновационных продуктов постоянно возрастает, система регулирования данной части рынка меняется не так быстро и по ряду сегментов рынка ценных бумаг остается ограничительной, создавая проблемы для фондовых операций японских и иностранных финансовых институтов в Токио, действующих на принципах так называемого «функционального интегрированного пространства».

Создание единого географического пространства в Японии: дороги, мосты, тоннели

С. Б. Маркарян

Из всех компонентов географической среды с появлением этноса и его существованием наиболее тесно связан ландшафт. Он является неотъемлемой частью этнической системы, а каждый народ адаптируется к природному окружению. Но, приспосабливаясь к данному ему природой ландшафту, человек одновременно использует его для своих надобностей. Создавая поселения и города, изменяя их архитектуру, прокладывая дороги, строя дамбы, плотины, тоннели и пр., он серьезно изменяет природную среду и формирует современный ему ландшафт – природно-антропогенный, или, что точнее, природно-техногенный ландшафт.

По мере экономического развития любой страны строительство дорог становится насущной необходимостью для обеспечения связей между всеми ее районами, городами и весями. Не является исключением и Япония. Но для этой страны, расположенной на четырех основных островах и на примерно семи тысячах мелких и мельчайших островков общей протяженностью около 4 тыс. км, создание транспортной инфраструктуры всегда было весьма сложным делом. Для того, чтобы сформировать единое территориальное пространство для решения жизненно важных проблем от жителей ее островов потребовались огромные усилия. Им приходилось прокладывать дороги с учетом изрезанной береговой линии (длиной около 30 тыс. км), преодолевать горные перевалы, пробивать многочисленные тоннели через горно-лесные массивы (занимающие до 75% территории), наводить мосты, развивать каботажное плавание. Такая грандиозная задача стала возможной лишь в условиях существования централизованного государства.

В результате проведения целеустремленной политики в конце прошлого века японцы практически решили задачу создания единого географического пространства. Не только каждый из четырех главных островов покрыт сетью железных дорог и автомагистралей, но все они соединены между собой мостами и тоннелями. Развитие средств связи и распространение информационных технологий дополнили эту картину. В результате современная Япония представляет собой единое географическое, экономическое, информационное пространство.

Социально-экономическая значимость развитой транспортной инфраструктуры для жизнедеятельности любой страны, равно как и ее