

Биржевая система Японии: современное состояние и тенденции развития

С. В. Ноздрев

Основные этапы развития японского фондового рынка

Выдвижение финансового рынка Японии на одно из ведущих мест в мировых финансах по целому ряду показателей предопределялось в значительной степени уровнем его инфраструктуры и системой взаимодействия основных операторов финансового рынка и институциональных инвесторов с ее основными элементами. Развитие фондового рынка Японии, как части финансового также в конечном итоге осуществлялось на базе и по мере развития его инфраструктуры, в первую очередь торгово-расчетных систем.

В настоящее время биржевой сегмент фондового рынка Японии включает пять фондовых бирж – Токийскую фондовую биржу (ТФБ), Осацкую фондовую биржу (ОФБ), а также фондовые биржи Нагоя, Саппоро и Фукуока. В начале прошлого десятилетия в биржевой системе Японии произошли серьезные институциональные изменения. Биржи в Хиросиме, Фукуоке и Ниигате были интегрированы в состав Токийской, а Киотская биржа присоединилась к Осацкой. Кроме того, с 2004 г. биржевой статус получила также система JASDAQ, первоначально образованная как внебиржевая площадка для мелких и средних фирм.

Рынок ценных бумаг Японии стал формироваться после буржуазной революции Мэйдзи и первоначально обслуживал крупные выпуски облигаций. В 1878 г. были приняты правила (дзерэй), разрешающие создание фондовых бирж в форме акционерных обществ при наличии лицензии министерства финансов. После того, как были образованы первые фондовые биржи – Токийская, а затем Осацкая, на которых осуществлялась торговля государственными облигациями и акциями транспортных, текстильных и других компаний, их число начало быстро увеличиваться и через два десятилетия уже достигло 16. Биржи должны были действовать как частные предприятия и приносить прибыль. После того, как в правовые нормы деятельности бирж был внесен целый ряд существенных, а иногда и противоречивых изменений, в 1893 г. был принят окончательный вариант Закона о биржах, использующий в значительной мере опыт деятельности бирж в Англии и США. Его введение подтвердило возможность организации бирж в качестве акционерной компании, но, как

и ранее, допускало участие в форме товарищества. Юридическая база операций с ценными бумагами торговых, промышленных компаний и банков была закреплена также в Коммерческом кодексе Японии.

Финансовая система Японии, сформировавшаяся в последующие годы, характеризовалась высокой степенью зависимости капиталопотоков от рынка ценных бумаг, пирамидальной структурой собственности корпораций, невысоким уровнем государственного вмешательства, слабой базой финансирования сельского хозяйства, частнопредпринимательской и ограниченной по масштабам пенсионной системой. Проводимая финансовая политика основывалась на тесных связях быстро растущего сектора олигархического бизнеса и политической власти и обслуживающего ее государственного аппарата, что обеспечивало дзайбацу преимуществу привлечения крупномасштабных средств с низкими уровнями издержек размещения через рынки ценных бумаг при ограниченных рисках потери права собственности. Сделки с акциями получили существенное развитие с начала прошлого века, когда их объемы значительно превосходили облигационные займы и банковское кредитование.

Таблица*

Структура привлекаемых источников финансирования
промышленности Японии в предвоенный и послевоенный период, %

Годы	Эмиссия акций	Выпуск облигаций	Чистый приток поступлений от банковских кредитов
1931	56,5	29,9	13,6
1935	68,1	2,2	29,8
1940	38,4	8,0	53,6
1945	6,1	0,6	93,2
1950	6,2	8,5	85,3
1955	14,1	3,9	82,0

* Bank of Japan. Statistical Annual (1960).

В 30-е годы и в начале 40-х годов прошлого столетия были предприняты шаги по созданию саморегулирующихся организаций в области торговли ценными бумагами в ведущих префектурах Японии. Принятое в 1943 г. военным режимом специальное законодательство объединило все действовавшие биржи в Японскую фондовую биржу, получившую статус полуправительственной организации. Непосредственно перед окончанием второй мировой войны деятельность торговой площадки была остановлена и сделки в течение ряда лет носили внебиржевой характер.

Американские оккупационные власти предприняли комплекс мер по обновлению законодательной базы Японии в области экономики. Было принято антимонопольное законодательство, запрещающее холдинговые

компаниям как институты, ограничивающие конкуренцию, банкам не разрешалось держать крупные пакеты акций нефинансовых компаний, осуществлять перекрестное владение ценными бумагами, что стало существенно сдерживать развитие модели универсальных банковских структур. Наряду с ликвидацией системы довоенных *дзайбацу* был принят ряд законов, касающихся фондового рынка, главным из которых стал «Закон о ценных бумагах и биржах 1948 г.», основанный преимущественно на соответствующем американском законодательстве. В 1949 г. были вновь открыты фондовые биржи в Токио и семи других городах страны.

Период 1945–1951-х годов получил название «первой революции» в истории японского фондового рынка, когда были созданы условия и заложены основные механизмы функционирования бирж как его организующего элемента, обеспечивающего эффективное снабжение инвестиционным капиталом японской экономики путем создания ликвидности и стабильности курсов ценных бумаг. С мая 1949 г. возобновились торги на Токийской фондовой бирже. Важным элементом деятельности на рынке стало введение с 1950 г. системы финансирования операций с ценными бумагами специализированными фирмами.

Для характеристики результатов торгов и движения рынка с 1950 г. начал публиковаться индекс Никкэй (получивший первоначально название «Никкэй-Доу индекс»), при формировании которого полностью использовалась американская методика. С 1970 г. он рассчитывается ведущей экономической газетой Японии («Ниппон кэйдзай симбун») как средний показатель по курсам ежегодно устанавливаемого списка 225 наиболее активно торгуемых компаний страны на первой секции ТФБ. В дальнейшем в практику биржевых операций в группу Никкэй были включены новые фондовые индексы с различными охватами рынка (Никкэй –500, Никкэй –300) и отраслевой специализацией.

Развитие организованного рынка ценных бумаг Японии в 50–60-е годы проходило довольно высокими темпами. В этот период происходят весьма ощутимые структурные изменения на биржевом рынке страны. В 1966 г. был начат листинг государственных облигаций, а затем торговля конвертируемыми корпоративными облигациями. Вместе с этим расширяется организационная структура деятельности – учреждается вторая секция Токийской фондовой биржи для менее крупных компаний, для проведения расчетов с ценными бумагами стала применяться новая система клиринга и др. Для компаний, занимающихся операциями с ценными бумагами, вводится лицензионная система вместо ранее действовавшей системы регистрации.

В 60–80-е годы происходит многократное повышение курсовой стоимости акций японских компаний: Никкей-225 за этот период увеличился в 44,5 раза до 38915,9 иен (1989 г.). Это существенно повысило интерес компаний к прямому финансированию, и за указанный период

число эмиссий выросло с 379 до 716, а по сумме с 366,8 млрд. иен до 8848,6 млрд. иен. Рост курса акций японских компаний продолжался до конца 80-х годов, вследствие чего в 1960–1989 гг. капитализация японских компаний выросла в 111 раз до 630,1 трлн. иен.

Среднегодовые объемы продаж ценных бумаг на биржах выросли с 58,4 трлн. иен в первой половине 80-х годов до 260,6 трлн. иен во второй или почти в 4,5 раза. Коэффициент Р/Е только за период 1987–1989 гг. увеличился с 58.3 до 70.6 по акциям первой секции ТФБ. Эти процессы являлись одной из сторон «экономики мыльного пузыря», когда в Японии отмечался беспрецедентный рост цен всех финансовых активов и недвижимости, в которые вкладывались свободные средства, преимущественно в спекулятивных целях (сбережения населения, кредиты банков и т. д.).

Вместе с тем, значительное расширение торговых операций на японских биржах является следствием также более длительной тенденции – постепенным отходом японских корпораций от сложившейся ранее системы финансирования за счет преимущественно банковских кредитов и большего использования помимо внутренних резервов и ресурсов фондового рынка¹. Япония была вынуждена встать на путь широкомасштабной финансовой реформы. Были пересмотрены основные законы о банковской системе, фондовом рынке и страховании. Последующие шаги по дерегулированию основных сегментов финансового рынка, когда была демонтирована, хотя и частично, так называемая «стеклянная стена», ограничивающая деятельность основных групп институтов определенными участками финансового рынка, также способствовали повышению роли финансовых посредников в инвестиционной деятельности компаний.

Ситуация на фондовом рынке резко изменилась в первой половине 90-х годов. После затяжного 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 спекуляциях, риэлторов и банков. Падение рынка акций привело к закрытию в 1998 г. одного из ведущих брокерских домов Японии «Ямаити сёкэн», а также ряда менее крупных компаний по операциям на рынке ценных бумаг. Наряду с общим ухудшением экономической ситуации, проявились и последствия длительной переоценки ценных бумаг, особенно выпускаемых финансовыми институтами, снятия ограничений на продажу долговых бумаг с низким рейтингом.

В результате сжатия рынка выйти на предкризисный уровень оборота акций на бирже удалось лишь в начале 2005 г. Восстановление экономической активности, процесс диверсификации финансового рын-

¹ Е. Л. Леонтьева. Дефляционный кризис в Японии. Экономический журнал ВШЭ, 2006, №3, с. 352–353.

ка способствовали расширению торговых сделок с ценными бумагами. Однако по рыночной стоимости акций, включенных в котировочные листы, этот уровень так и не был преодолен. В 2005 г. данный показатель составил 88% от уровня 1989 г., а затем началось его резкое снижение.

Понижительные тенденции на рынке вновь усилились после вступления экономик ведущих стран в фазу глобального кризиса. На первом этапе развертывания последнего кризиса экономика Японии 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. В дальнейшем, однако, под воздействием роста курса иены произошло падение индексов фондового рынка, причем в наиболее сложном положении оказались корпорации с большой долей экспорта, а в дальнейшем 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.

Динамика индекса НИККЕЙ за 2005–2010 гг.*



* Источник: Росбизнесконсалтинг

Глубина последствий финансового кризиса для Японии была вызвана в немалой степени тесным переплетением факторов, определяющих движение международного и внутреннего рынков капиталов и реальной экономики. В первую очередь это проявилось через динамику фондового рынка, где курсовая стоимость японских акций находится в непосредственной зависимости от рынка США, а также на рынок ипотеки

через инструмент коллективных инвестиций в недвижимость (REIT). Наряду с биржевым рынком воздействие кризиса сказалось на выпуске корпорационных бумаг и межбанковском кредитовании, где отмечались сильные колебания базисных показателей из-за снижения курсов акций и усиливающихся опасений инвесторов в отношении нарастающих рисков. В то же время спред по корпоративным облигациям не превышал 0,5%, тогда как для США и Западной Европы эта величина в кризисный период превысила 2%.

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 активные 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 операций.

Одновременное снижение курсов ценных бумаг и спад в экономике оказали заметное отрицательное воздействие на коэффициент собственных капитал/активов банков и долю недействующих кредитов, хотя в дальнейшем по мере выхода из кризиса положение несколько улучшилось. Однако из-за ухудшения ситуации с ликвидностью в предпринимательском секторе, прежде всего в группе малых и средних предприятий, банки ужесточили условия кредитования. В то же время последствия кризиса для личных хозяйств проявились в значительно меньшей степени, чем в США из-за относительно небольшой доли владения акциями частными инвесторами, хотя часть населения, в первую очередь старшее поколение, вложившая средства в высокоприбыльные рискованные бумаги, понесла ощутимые потери. Модель инвестирования в Японии личными хозяйствами по-прежнему кардинальным образом отличается от США. В 2008 г. наличные деньги и банковские депозиты в Японии составляли 55,2% всех вложенных средств по сравнению с 15% в США, в облигации – 3,1% (9,2%), акции – 6,1% (31,9%), инвестиционные трасты – 3,3% (11,8%), и только по страховым и пенсионным фондам показатели совпали – по 28%².

В условиях продолжающейся нестабильности на финансовых рынках в качестве антикризисных мер «первого эшелона» были временно ослаблены требования достаточности капитала для банков и других финансовых институтов с целью предотвратить дальнейшее ужесточение ими условий кредитования. Вследствие растущей нестабильности

² «Нендзи кэйдзайхококусё», хейсей 21 нендо, дай 2сё

на финансовых рынках они понесли серьезные убытки на курсах акций и других инвестициях, что существенно осложнило соблюдение стандартов Банка международных расчетов. Одновременно были введены налоговые льготы по установленным группам ценных бумаг, ослаблены правила обратного выкупа корпорациями своих акций. В то же время Агентство финансовых услуг Японии приняло срочные меры для стабилизации рынка акций, введя в октябре 2008 г. ограничения на непокрытые короткие продажи и приостановив продажи ценных бумаг во владении предприятиями государственного сектора. Действие этих мер в дальнейшем неоднократно продлевалось, и в определенной их части они сохранялись и в течение первой половины 2011 г.

После выхода японской экономики на положительные темпы роста в 2010 г. в макроэкономической политике большое внимание стало уделяться вопросам посткризисного регулирования различных отраслей, повышению роли государства в поддержке процесса восстановления. В этот период происходит стабилизация и некоторое восстановление основных показателей развития фондового рынка, что связывается с повышением активности индивидуальных инвесторов, а также частичным возвращением на рынок компаний–нерезидентов. В этот период Никкей-225 продолжал колебаться в пределах 10.000–11.000 иен, однако с весны 2011 г. из-за неблагоприятных последствий природной катастрофы для экономики началось его снижение к уровню 9.000–9.500 иен.

Биржевая система Японии – основные элементы и особенности развития

Сложившаяся в послевоенный период мощная биржевая система является неотъемлемой частью японской экономики и играет очень важную роль в развитии японского фондового рынка. Постепенный отход от преимущественно банковской системы финансирования способствует повышению ее роли в инвестиционных потоках в межотраслевом и внутриотраслевом разрезе и обеспечении необходимой инфраструктуры для перераспределения потоков капитала. Необходимо учитывать, что в Японии большое число акций реализуется на биржевом рынке, что, в частности, связано с действовавшими до конца прошлого десятилетия ограничениями на торговлю листинговыми акциями на внебиржевом рынке и особенностями налогообложения. Рынок облигаций, как и во многих развитых странах, наоборот, является преимущественно внебиржевым.

В настоящее время основная часть торговли ценными бумагами в Японии сосредоточена на Токийской фондовой бирже. На нее приходится 95,9% оборота имеющих листинг акций (2009 г.), в то время как для Осаки данный показатель составляет – 3,4%, остальных региональных бирж – всего 0,8%. Таким образом, ТФБ играет преобладающую

роль среди торговых площадок, однако в полном смысле слова эта система не является моноцентрической, хотя проходящие сейчас процессы подталкивают ее развитие в этом направлении.

В соответствии с Законом о фондовых биржах 1948 г. и последующим постановлением кабинета министров Японии ТФБ обеспечивает торговую площадку для операций японских и иностранных компаний с ценными бумагами, осуществляя мониторинг торговли, листинг ценных бумаг и обеспечивая соответствие требованиям открытия корпоративной отчетности.

В период высоких темпов роста японской экономики произошло резкое увеличение оборота биржи и в начале 90-х годов на нее приходилось более 60% всей мировой рыночной капитализации. В дальнейшем, однако, в связи с общим ухудшением ситуации в японской экономике, возникновением проблемы плохих долгов динамика этого показателя существенно замедлилась. Однако и в настоящее время она находится на третьем месте в мировом рейтинге крупнейших фондовых рынков мира, уступая только двум ведущим американским биржам – Нью-Йоркской фондовой бирже и NASDAQ. На конец февраля 2011 г. рыночная стоимость ценных бумаг на ТФБ вырвалась до 4019,7 млрд. долл., или на 17,4%, а число компаний, прошедших листинг, составило 2289³.

В условиях растущих объемов финансовых рынков и их дифференциации, усиления внутриотраслевой и международной конкуренции ТФБ и другие японские биржи оказались подвержены изменениям, характерным для всех ведущих бирж мира, прежде всего в организационно-правовой структуре с целью усиления внутренней архитектуры и обеспечения конкурентных преимуществ. Основанная в 1878 г. ТФБ в течение длительного времени имела статус некоммерческой членской организации, являющейся юридическим лицом с правами самоуправления. В 2001 г. биржа сменила свой статус товарищества (компании с членством) на акционерное общество, что делало ее членскую базу более открытой и дифференцированной, а с 1 августа 2007 г. была инкорпорирована в холдинговую группу ТФБ, включающую также компании-депозитории и расчетные центры.

Высшим управляющим органом Токийской фондовой биржи является общее собрание членов, которое решает только наиболее важные вопросы, связанные с изменением устава и деятельностью торговой площадки. Высшее управленческое звено – Совет директоров включает 15 членов, из которых 11 назначаются из других компаний и организаций, в том числе шесть членов – из компаний, котирующихся на бирже. Совет имеет право решать вопросы, не входящие в исключительную компетенцию общего собрания. Политика, правила и нормы биржевой торговли устанавливаются Советом директоров и реализуются тремя

³ «Tokyo Stock Exchange Annual Report», 2011.

основными комитетами – Комитетом по аудиту, Комитетом по выдвижению, Комитетом по компенсациям (оплате труда), а также комиссией внутреннего аудита.

Президенту группы ТФБ непосредственно подчинены административный департамент, департамент регулирования листинга и департамент соответствия деятельности правилам биржевой торговли. В сложных ситуациях последний департамент имеет возможность приостановить торговлю, потребовав от компании публичных разъяснений. В целях предупреждения манипулирования на рынке действует система мониторинга поведения брокеров и движения курсов. Имеется также ревизионная комиссия, располагающая независимым штатом инспекторов, которые следят за соблюдением устава и правил действия на бирже.

Сделки по купле-продаже акций на Токийской фондовой бирже регламентируются специально определенными правилами. Главным является принцип обязательного совершения сделок на бирже, предписывающий всем членам биржи, совершающим операции с ценными бумагами, включенными в листинг, делать это только на ТФБ.

Другим основополагающим принципом является принцип конкурентных торгов, определяющий приоритетность цены и время подачи заявки. Сделка заключается в момент совпадения условий приоритетной заявки на продажу и заявки на покупку, а ценой сделки становится показатель цены в данных заявках.

В настоящее время существует три основных метода совершения сделок по купле-продаже акций на ТФБ: 1) «стандартные» схемы, расчет по которым производится на 3-й рабочий день со дня совершения сделки (T+3); 2) «кассовая сделка», по которой расчеты осуществляются в день ее заключения или на следующий рабочий день; 3) расчет «по мере эмиссии», т. е. сразу же после выпуска новых акций. На практике, однако, основная часть операций приходится на первую схему. Взаимозачеты по итогам торгов осуществляет Японская корпорация по клирингу ценных бумаг. С 70-х годов эта процедура происходит на «бесбумажной» основе, без выписки сертификатов на право владения бумагами, путем регистрации такого права в специальной электронной «книге учета».

Для регистрации и депонирования акций и корпоративных облигаций создан Японский депозитарный центр ценных бумаг, в котором размещены расчетные счета основных институциональных участников рынка.

В соответствии с правилами деятельности на ТФБ участниками торговли могут быть: регулярные члены (компании по ценным бумагам, которые могут вести операции, как за свой счет, так и в интересах клиента); саитори (компании по ценным бумагам, являющиеся посредниками между регулярными членами биржи); специальные члены (компании, связывающие биржевые рынки, выполняющие на Токийской фондовой бирже те приказы, которые не могут быть выполнены на региональных

биржах) и другие члены; небанковские компании по ценным бумагам (находящиеся в ассоциированной связи с банками).

Основными операторами на биржах являются институциональные владельцы ценных бумаг, однако внутри этой группы в последние годы происходят серьезные изменения. За 2003–2009 гг. удельный вес японских компаний, непосредственно участвующих в торговле ценными бумагами на трех основных биржах (Токио, Осака, Нагоя) за свой счет, снизилась с 32% до 26,5%, банков – с 9,4% до 5,8%, в то время как доля иностранных компаний выросла с 33,2% до 39,0%. Несмотря на определенные колебания, повышается доля индивидуальных владельцев акций – с 18,2% до 21,5%⁴.

При этом необходимо учитывать, что торговля на этих площадках ведется преимущественно через членов биржи. Это – компании по операциям с ценными бумагами («Номура», «Дайва», «Никко Кордеал»), а другие компании и индивидуальные лица могут осуществлять такую торговлю только через посредников. Таким образом, компании по ценным бумагам выступают в роли брокеров и дилеров, при этом дилерская торговля оказывает большое воздействие на динамику рынка. Одновременно на эти компании возлагается обязанность рассмотрения получаемых заявок с целью недопущения инсайдерских операций и иных видов манипулирования на рынке.

С середины 80-х годов на ТФБ отмечается рост рынка производных инструментов, число контрактов и объемы торговли которыми расширились в соответствии с общими тенденциями мирового фондового рынка. Основные операции осуществляются по двум видам фьючерсных контрактов, т. е. стандартных обязательств на поставку биржевого актива в указанный в контракте срок по цене, определенной сторонами при совершении сделки. Основные фьючерсные контракты по стоимостному объему приходятся на фьючерсы на базе индекса TOPIX, в том числе по отдельным отраслям экономики, а также 5–10-летних государственных облигаций, участниками на данном рынке выступают преимущественно японские компании по операциям с ценными бумагами и иностранные финансовые компании.

Устойчиво увеличиваются объемы операций на ТФБ с опционами, т. е. финансовыми контрактами, дающими право покупателю купить или продать ценную бумагу по оговоренной цене в определенное время (дата истечения опциона). Практикуются опционы на базе индекса TOPIX, отдельных акций компаний и облигаций японского правительства.

Акции компаний, имеющих листинг на Токийской фондовой бирже, делятся на три основные группы: «первая секция» (наиболее крупные компании), вторая секция и акции секции «Mothers» для быстрорасту-

⁴ «TSE statistical monthly», 2003–2010.

щих компаний с венчурным капиталом. Компании, впервые проходящие процедуру листинга, попадают, за редкими исключениями, во вторую секцию и по итогам делового года могут быть переведены в первую секцию, компании секции «Mothers» также могут быть переведены в первую и вторую секции ТФБ. И, наоборот, компании, не соответствующие по итогам финансового года требованиям первой секции, переводятся во вторую секцию биржи. На конец марта 2011 г. на первой секции ТФБ котировались акции 1686, на второй секции – 430, секции Mothers – 176 компаний, за год их число сократилось соответственно на 2, 22 и 7 компаний.

Большая часть компаний, имеющих листинг на первой секции ТФБ, включены также в котировочные листы фондовых бирж Осака и Нагоя. С целью привлечения крупных институциональных инвесторов из-за рубежа в ноябре 2010 г. было объявлено о введении системы «удаленного членства» первоначально для гонконгских, а затем и американских брокерских компаний⁵.

Ведущим показателем движения биржевых курсов акций на ТФБ является индекс TOPIX (Tokyo stock price index), впервые опубликованный 1 июля 1969 г. с базовым значением 100 пунктов. Он рассчитывается как средневзвешанное значение курсов ценных бумаг компаний,отирующихся на первой секции ТФБ. Индекс первоначально использовался в торговой системе биржи, где учитывалось общее число выпущенных акций, и затем перенесен в систему с учетом только тех акций, которые находятся в свободном обращении. Несмотря на технический характер изменений, они оказали заметное влияние на индексные показатели, поскольку у многих японских компаний большое количество акций находилось в перекрестном владении и не выводилось на рынок. Список компаний, включаемых в индекс, пересматривается два раза в год – в январе компании могут быть добавлены или удалены из списка, в июле – только добавлены. Индекс вычисляется каждые 15 секунд в рабочие дни биржи.

По мнению ТФБ, данный индекс носит более широкий характер и имеет определенные преимущества по сравнению с индексом Никкей. В первую очередь он позволяет избегать излишнего влияния средних по размеру компаний. Компоненты индекса более точно соответствуют сложившейся структуре и в целом более полно и своевременно отражают изменения японского рынка ценных бумаг. Наряду с основным индексом Токийская фондовая биржа вычисляет также серию субиндексов по различным группам компаний в зависимости от размера капитала, ликвидности ценных бумаг, перспектив выплаты дивидендов, отраслевой принадлежности и т. д., используемых инвестиционными фондами при сравнительной оценке текущей и будущей стоимости портфелей.

⁵ The Trade News, 30.03 2011.

С 1982 г. для акций второй секции и частично первой секции была внедрена система CORES (Computer assisted order routing and execution system) – компьютеризованная система маршрутизации и исполнения через терминальные устройства. В нее были также включены CORES F – торговая система по фьючерсам и CORES – O – торговая система по опционам на фондовые индексы. С 1990 г. на ТФБ стала действовать система FORES (the Floor Order Routing and Execution System) – система маршрутизации и исполнения заявок в операционном зале биржи.

Тем не менее, до весны 1999 г. основным методом торговли продолжал оставаться открытый двойной аукцион: торговля с голоса «в толпе» на бирже, когда курс открытия устанавливался залповым методом. Заявки поступали на биржу из контор фирм-членов по телефону или на терминалы компьютеров, а затем передавались сотрудникам фирм, работающим в торговом зале. В дальнейшем, однако, биржа перешла на полностью компьютеризованную обработку заказов.

В настоящее время на Токийской фондовой бирже действует система непрерывного аукциона, предполагающая наличие постоянной конкуренции между продавцами и покупателями ценных бумаг. Все заказы (лимитные или рыночные) группируются брокерами или дилерами и располагаются на табло в соответствии с ценовыми или временными приоритетами. В соответствии с ценовыми приоритетами определяющую роль играет цена продавца на ее низшем уровне (цена покупателя на высшем уровне). В соответствии с временным приоритетом преимущество имеет более ранний заказ. При этом рыночные заказы являются приоритетными по отношению к лимитным. Далее происходит сопоставление условий заказов и предложений и исполнение сделки.

На ТФБ используется два основных вида транзакций – «итоесэ» и «дзараба». При открытии и закрытии торгов используется метод «итоесэ». Он предусматривает исполнение заявок без использования временных приоритетов в определенном порядке. Если заказ покупателя/предложение продавца производится соответственно с более высокой или низкой ценой чем цена открытия, то сделка будет заключена по данной цене. Для продолжающейся торговли, когда цена открытия уже определена, применяется метод «дзараба», то есть выполнение отдельных индивидуальных сделок. Все заказы соотносятся с помощью мощной вычислительно-информационной системы, которая ведет учет предложений и сообщает об их поступлении. Сделки вне биржи допускаются только в случае, если на этом настаивает заказчик, с учетом ценовых рекомендаций Японской ассоциации дилеров ценных бумаг.

В дополнение ТФБ имеет возможность применить ряд мер для предотвращения краткосрочных колебаний цен на бирже. В случае нарушения дисбаланса на рынке устанавливаются специальные котировки предложения или покупки после поступления такого же заказа от покупателей. Если же дисбаланс по предлагаемым ценам котировок про-

должается, используется система специальных котировок в рамках определяемых биржей пределов их обновления. ТФБ устанавливает также пределы колебания цены в иенах по отдельным сделкам для ограниченных колебаний цен на акции в течение дня, а также предусматривает временную приостановку заключения сделок при превышении установленного показателя.

После внесения изменений в Коммерческий кодекс в 2001 г. обязательное минимальное количество акций в стандартном лоте было отменено, и теперь их число определяется в соответствии с внутренним регулированием компании – эмитента.

Расширение деятельности Токийской фондовой биржи оказало значительное влияние на разработку ее корпоративной философии, т. е. набора установленных правил, которым ТФБ и аффилированная с ней группа компаний следуют в процессе реализации своего бизнеса. Наряду с конкретизацией плановых наметок по развитию управленческой системы биржи и процедуры принятия решений, корпоративная философия включает и корпоративную этику для развития дружественных отношений с компаниями и индивидуальными инвесторами, формирования положительного имиджа биржи в обществе, особенно с точки зрения понимания социальной ответственности деятельности биржи.

Предоставляемая ТФБ информация позволяет инвесторам делать оценку текущего положения на рынке и определять, насколько высоки или низки биржевые курсы, принимать более точные инвестиционные решения. Учитывая запросы инвесторов к данным по движению курсов акций, ТФБ до открытия аукциона помещает информацию, где указываются равновесные цены покупки и предложения и следующие четыре котировки по лучшей цене. Данная котировка меняется вплоть до открытия сессии по мере поступления заказов и предложений. Эти данные предоставляются компаниям по торговле ценными бумагами и информационным посредникам, в то время как индивидуальные инвесторы могут получить доступ к данной информации, заключив соглашение с одной из этих компаний.

Развитие электронных систем обработки и передачи информации на Токийской фондовой бирже в значительной степени было связано с необходимостью преодоления имеющихся инфраструктурных ограничений по торгам в условиях быстрого расширения японского рынка ценных бумаг.

На первом этапе, с начала 90-х годов прошлого века были компьютеризованы некоторые виды биржевых операций, такие как, например, размещение и подбор соответствующих друг другу приказов. Далее стала использоваться система размещения заказов через Интернет для пакетов акций, в случае, когда объем сделки был меньше минимально установленного для операций на торговой площадке. В апреле 1999 г. перестала существовать система напольной торговли, и все транзакции

стали проводиться в электронном режиме. Это привело к заметному сокращению числа трейдеров и биржевых клерков, работающих на бирже.

В настоящее время компьютеризованная система биржевой торговли на ТФБ включает:

- 1) размещение заказов инвесторов через специальную автоматизированную торговую сеть участников биржи;
- 2) регистрацию и обработку торговой системой заказов в зависимости от торгового участника, названия/кода выпуска, размеров заказа (объем по стоимости), его типа (продажа/покупка) и времени выдачи;
- 3) исполнение заказов в соответствии с действующими торговыми правилами: отчеты об исполнении автоматически направляются участникам торгов в электронном виде;
- 4) в дополнение к обработке и исполнению большого количества сделок ТФБ в режиме реального времени распространяет информацию о состоянии рынка, в том числе о текущем курсе по группам ценных бумаг и их наличии на рынке.

Наряду с торговлей через аукционы с ноября 1997 г. на ТФБ начала действовать внеаукционная система для проведения торгов крупными партиями акций и конвертируемых облигаций на основе переговоров и набора определенных групп ценных бумаг (не менее 15 эмиссий с общей стоимостью 100 млн. иен), в основном между крупными инвестиционными компаниями. В целях ее расширения была сначала введена система TOSTnet-1, а затем система TOSTnet-2 для индивидуальных инвесторов, которая позволяет покупать акции по ценам закрытия предыдущего торгового дня и по средневзвешенным ценам текущей сессии. С начала 2008 г. действие системы внеаукционных торгов значительно расширилось. Она стала действовать и во время аукционной торговли, также была введена практика обратной покупки ценных бумаг (TOSTnet-3).

Вместе с тем, несмотря на широкое внедрение средств электронной автоматизации на Токийской фондовой бирже, вопросы создания достаточно устойчивой технологической базы для организационного управления биржевыми операциями по-прежнему остаются одной из основных проблем деятельности ТФБ.

В значительной мере это связано с общетехнологическими вопросами организации обработки информации (формирование оптимального режима диалога, определение коллективных форм переработки информации, выработка процедур общения с базами данных и др.), а также выбором эффективных технических средств, необходимых для проведения подобной работы. Серьезные проблемы ставит постоянное увеличение объемов биржевой информации, которую необходимо хранить, анализировать, обрабатывать, передавать на большие расстояния и т. д.

В середине текущего десятилетия в системе электронной торговли Токийской фондовой биржи произошел ряд крупных технических сбоев,

повлекших в дальнейшем серьезные организационные подвижки. В ноябре 2005 г. после установки нового компьютерного оборудования на бирже произошли самые серьезные в ее истории системные неполадки, когда вследствие зависшей операционной системы компании «Фудзицу» торги были приостановлены более чем на четыре часа. В конце того же года крупные убытки (около 350 млн. долл.) получила вышедшая с первоначальным размещением своих акций рекрутинговая компания J-Com, как вследствие ошибки персонала биржи, так и отсутствия достаточных технических процедур для ликвидации этих ошибок. Прежнее руководство ТФБ было вынуждено уйти в отставку, а новое – принять целый пакет обязательств по перестройке работы биржи.

Руководство ТФБ было вынуждено отложить «на период после 2010 г.» первое публичное размещение акций и выход на рынок с новыми финансовыми продуктами вследствие невозможности обеспечить приток запланированных средств, в значительной мере из-за оттока капиталов нерезидентов. Неблагоприятно сказалось и решение арбитражного суда отсрочить на неопределенное время рассмотрение иска к ТФБ компании «Мидзухо Секэн» на сумму 41,5 млрд. иен с требованием возмещения убытков, понесенных вследствие ошибки в размещении крупного заказа из-за неполадок в компьютерной системе биржи. С целью сдержать уход компаний с площадок из-за снижения их хозяйственных показателей (делистинг) Токийская фондовая биржа снизила требования к минимальному капиталу, более чем на 30% были сокращены выплаты управленческому составу. Проведение IPO связывалось с укреплением финансовой базы для новых инвестиций в системы биржевой торговли следующего поколения, чтобы обеспечить конкурентные преимущества на этапе глобальной консолидации фондовых бирж, и ее задержка усилила опасность отставания от NYSE Euronext, Nasdaq Stock Market и других крупнейших мировых площадок.

Заметное воздействие на трансформацию японского фондового рынка оказывает процесс его интернационализации. Японский рынок ценных бумаг стал привлекать иностранных инвесторов еще в 70-е годы, когда произошло общее заметное усиление позиций японской экономики в мире. В этот период на японском рынке стали котироваться некоторые иностранные акции, открываться представительства западных инвестиционных компаний, а также стало возможным приобретение ряда иностранных бумаг. В дальнейшем был облегчен доступ иностранных, прежде всего американских, инвестиционных компаний к японским активам, расширилась практика размещения зарубежных ценных бумаг. В целом иностранный капитал стал занимать более крепкие позиции в японской финансовой системе.

Существенное развитие получает практика выпуска облигаций в евро-иенах как иностранными, так и национальными эмитентами. В 1973 г. была открыта иностранная секция ТФБ. По мере расширения масштабов деятельности ТФБ к ее деятельности стали проявлять все больший

интерес иностранные компании. Со второй половины 80-х годов число зарегистрированных на ТФБ зарубежных фирм постоянно увеличивалось и достигло к началу 90-х годов прошлого века 127 (20 фирм в 1985 г.).

В дальнейшем, однако, в связи с вступлением Японии в длительный период экономического застоя и краха «мыльного пузыря» количество акций иностранных компаний, котирующихся на ТФБ, резко сократилось и на конец 2010 г. составило лишь 12 компаний. Наряду с общей экономической конъюнктурой действия иностранных компаний вызваны жесткой процедурой листинга по сравнению с фондовыми биржами других стран, большими расходами, в частности по подготовке документов в связи с необходимостью обязательного перевода на японский язык, снижением интереса японских инвесторов к иностранным ценным бумагам.

В 1987г. из 115 профессиональных членов токийской биржи 22 приходилось на иностранные компании. В настоящее время их число также сократилось до 10 на конец 2010 г. К числу ведущих иностранных участников относятся крупнейшие американские инвестиционные компании «Мерилл Линч», «Голдман Сакс», «Морган Стэнли», немецкая компания «Дрезднер Кленворт», французская компания «БиЭнПи Париса» и др. Занимаемые ими позиции на международном рынке капиталов по-прежнему оказывают сильное влияние на биржевую деятельность в Японии.

Второй по величине операций с ценными бумагами на японском рынке является Осацкая фондовая биржа, хотя ее основные показатели по базисным (наличным) сделкам существенно отстают от ТФБ. На конец 2010 г. в ее котировальные листы входило 1272 компании с общей рыночной капитализацией 22 трлн.иен. Постоянное снижение в условиях острой конкуренции с ТФБ доли традиционных биржевых операций на японском фондовом рынке поставили Осацкую биржу перед необходимостью вносить существенные изменения в характер своей деятельности. С конца 80-х годов прошлого века ОФБ начала активно развивать рынок производных инструментов и вышла на лидирующие позиции в Японии, а в начале 90-х годов по фьючерсам – и среди крупнейших мировых площадок. Наиболее известным финансовым продуктом являются фьючерсы на индекс Nikkei 225, которые входят в котировки основных бирж. По оценкам, на Осацкой фондовой бирже обрабатывается около 60% японского фьючерсного рынка по индексам и почти 100% рынка варрантов.

Проводимая ОФБ политика диверсификации операций и разработки новых продуктов способствует расширению операций биржи несмотря на последствия финансового кризиса. В 2009 г. было заключено 166,1 млн. контрактов, в том числе по основной их группе Nikkei 225 mini 104,7 млн. единиц или на 9,7% больше по сравнению с предыдущим годом. С конца 90-х годов ОФБ стала усиливать сегмент финансирования венчурного рынка, учредив NASDAQ Japan на основе соглашения с американской биржей.

Таблица 2*
Сравнительные характеристики некоторых бирж
в США, Европе и Японии

Фондовые биржи	Капитализация (млрд.иен)	Оборот (млрд.иен)	Количество компаний, имеющих листинг	В том числе новых ком- паний
Нью-Йоркская фондовая биржа	1089207	1447138	2317	89
Токийская фондовая биржа	309140	355472	2101	20
Mothers	1311	3699	179	6
Лондонская фондовая биржа	260214	159096	1093	59
ЮРОНЕКСТ	236929	168332	980	15
JASDAQ	9499	4902	998	16

* Годовые отчеты бирж за 2010 г.

Значительное развитие в Японии получило прямое финансирование вновь создаваемых перспективных компаний, в первую очередь посредством торговли ценными бумагами на биржевой площадке JASDAQ для венчурных компаний и малого и среднего бизнеса. С декабря 2004 г. она была преобразована в самостоятельную биржевую компанию («JASDAQ Securities Exchange») с капиталом 103 млн. иен. После первой реорганизации JASDAQ в 1983 г. и на конец 2006 г. число котировок акций на ней выросло со 111 до 971, а оборот соответственно с 38,9 млрд. иен до 13,4 трлн. иен⁶. В дальнейшем, однако, под влиянием сокращения венчурного рынка и падения прибыльности объемы операций заметно снизились. В 2008 г. их ежедневный объем составил 18 млрд. иен, сократившись на 81% по сравнению с пиковым 2006 г.

Благоприятные условия размещения и торговли ценными бумагами способствовали привлечению быстро растущих бизнес-структур и диверсификации выпусков JASDAQ по отраслям. В дополнение к сфере услуг, торговле, высокотехнологичным отраслям определенное место стали занимать акции компаний по операциям с торговыми фьючерсами, производству оборудования для защиты окружающей среды, образовательные, медицинские учреждения, сфера развлечений и т. д. Все большее место занимают компании новых отраслей, развивающиеся в результате происходящих структурных изменений и либерализации за-

конодательства. В связи с тем, что выпуски ценных бумаг приходится на компании ведущих экономических регионов страны, которые демонстрируют хорошие финансовые показатели и высокий потенциал роста, с точки зрения собственников значительная часть акций в посреднических операциях покупается индивидуальными инвесторами (68% в 2010 г.). Далее следуют иностранные инвесторы (15%), компании по операциям с ценными бумагами (10%) и прочие финансовые институты (7%).

Финансовые скандалы с ценными бумагами венчурных компаний в Японии, связанные с серьезными нарушениями правил биржевой торговли и, прежде всего, распространением ложной информации для искусственного повышения цены своих акций, ослабило интерес многих японцев к инвестированию в данную отрасль. После резкого снижения результатов деятельности биржевой площадки контрольный пакет (76% на сумму 5,3 млрд. иен)⁷, принадлежавший Ассоциации японских дилеров по ценным бумагам, был куплен в конце 2008 г. Осакой фондовой биржей, одной из стратегических линий поведения которой является ограничение межбиржевой конкуренции по инновационным продуктам.

В апреле 2010 г. ОФБ полностью осуществила поглощение филиала, а затем его слияние со своей торговой площадкой стартапов Hercules, образовав «Новый рынок JFSDAQ», который стал ведущей торговой площадкой по финансированию быстрорастущих компаний малого и среднего бизнеса. В 2010 г. годовой объем торгов на бирже составил 3,1 трлн. иен, увеличившись на 80% по сравнению с предыдущим годом, а число компаний в котировальном списке превысило 1000. Вместе с тем, общая ситуация в японской экономике продолжает существенно сдерживать новые вливания капитала в развитие венчурного бизнеса.

Обострение конкуренции на мировом фондовом рынке, а также технологические проблемы менеджмента фондовых операций поставили биржевые структуры Японии 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 был подписан документ о намерениях создания стратегического альянса 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, разработке 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

⁶ «Jasdaq Securities Exchange, Inc., Characteristics of JASDAQ market., 2006., p.1.

⁷ REUTERS. 17.12. 2008.

компьютерных сетей, а также эффективному использованию действующих мощностей для обеспечения стабильности и качества биржевых операций. В марте 2011 г. биржами был подписан протокол о намерениях с целью разработки системы предоставления клиентам возможности трейдинга на обеих биржах одновременно, для чего планируется адаптировать друг к другу токийскую сеть Arrownet TM и американскую Secure Financial Transaction Infrastructure. Таким образом, клиенты TSE будут иметь доступ к рынкам NYSE Euronext, а клиенты NYSE Euronext – к рынкам TSE с их существующей инфраструктурой⁸.

Выступая в качестве центрального звена финансовой структуры рынка производных, Осакая фондовая биржа также расширяет сотрудничество с иностранными площадками, как с целью продвижения своих продуктов, так и для привлечения финансовых инноваций и технологий для дальнейшего развития рынка. С 2010 г. биржа приступила к запуску новой торговой системы «J-net», позволяющей расширить операции с производными, внедрить новые функции обработки информации и повысить пропускную способность системы. В основу системы положены технологические разработки ведущего американско-скандинавского оператора NASDAQ OMX с участием японской телекоммуникационной компании NTT в качестве системного интегратора. Переход на новые операционные схемы, соответствующие последним международным стандартам финансовой отчетности, рассматривается как необходимый шаг в повышении конкурентоспособности ОФБ, существенно ускоряет взаимодействие на уровне сетей с ведущими мировыми биржами.

Вместе с тем, усиление позиций транснациональных бирж США и Европы, а в последние годы и ряда азиатских стран, обеспечивающих более выгодные условия привлечения и размещения капитала, листинга и торговой деятельности, крупные и ликвидные рынки ведет к обострению для японских биржевых институтов проблем дальнейшего расширения инфраструктуры и зарубежной деятельности. Общая тенденция консолидации бирж в условиях обострения конкуренции на международных рынках капиталов явилась движущим импульсом для проведения переговоров о слиянии Токийской и Осакой фондовых бирж, что, как ожидается, даст возможность поддержать конкурентоспособность биржевой системы Японии в целом.

Препятствия на пути объединения биржевых площадок, такие как ухудшение показателей японских компаний из-за стихийных бедствий и катастрофы АЭС, необходимость первоочередного проведения IPO Токийской биржей и ряд других являются скорее всего временными, в то время как риски финансового рынка приобретают систематический характер. Вступление в конкретный этап переговоров проходит на фоне

достижения соглашений о слиянии и стратегических альянсах ряда ведущих бирж, включая американско-европейскую NYSE EURONEXT и немецкую DEUTSCHE BOERSE, Сингапурскую и Австралийскую фондовые биржи и др. Поэтому развитие фондового сегмента Японии будет во многом определяться общим направлением и степенью интернационализации японского финансового рынка в целом, изменениями в соотношении сил в данной области между Японией и ее традиционными и новыми конкурентами.

⁸ «Expert Online», 03. 03. 2011.