Удмуртский государственный университет

Институт экономики и управления

##### Кафедра Финансов и учета

###### РЕФЕРАТ

По дисциплине «Рынок ценных бумаг»

**ТЕМА:**

**« Рынок ценных бумаг Японии »**

ВЫПОЛНИЛ:

СТУДЕНТ ГР.604-41

**Фахреев Ч.И.**

ПРОВЕРИЛА: К.Э.Н., доцент, профессор кафедры Финансов и Учета

**Иванова А.В.**

ИЖЕВСК 2003

# Содержание

Содержание 2

1.Основные исторические тенденции в развитии фондового рынка Японии 3

2. Особенности организационного устройства биржи 5

3. Роль инвестиционных институтов в формировании фондового рынка Японии 13

4. Депозитарно-клиринговая система 15

5. Развитие системы регулирования фондового рынка Японии 17

6. Особенности акционерного капитала 21

7. Рынок облигаций и других долговых ценных бумаг 27

8. Основные выводы 29

Список использованных источников 32

# 1.Основные исторические тенденции в развитии фондового рынка Японии

В 1867 - 1868 г.г. в Японии произошла буржуазная революция "мэйдзи исин". Была свергнута власть сёгунов из феодального дома Токугава и восстановлена власть императоров. К власти пришло буржуазно-дворянское правительство во главе японского императора Муцухито, вставшее на путь проведения буржуазных социально-экономических преобразований.

В настоящее время в Японии насчитывается 5 фондовых бирж: в Токио, Осаке, Нагоя, Киото и Саппоро.

Основная - Токийская фондовая биржа организована 15 мая 1878 г., через 10 лет после "буржуазной революции мэйдзи" а первые торги на ней начались 1 июня того же года. Датой основания ныне действующей Токийской фондовой биржи считается 1 апреля 1949 г., а торги на ней начались 16 мая того же года.

Все они, кроме биржи в Саппоро, были основаны в том же 1949 г., биржа в Саппоро существует с 1950 г. Кроме вышеперечисленных бирж, в 1949 г. были открыты также биржи в Кобэ, Хиросиме, Фукуоке и Ниигате, но к настоящему времени эти 4 биржи или были расформированы (биржа в Кобэ, 1967 г.), или вошли в состав других бирж (биржи в Фукуоке и Ниигате влились в состав Токийской фондовой биржи в марте 2000 г. ).

Правила торговли, введенные на ТФБ, основывались на правилах торговли Биржи риса, возникшей двумя годами ранее. Вплоть до закрытия ТФБ в 1943 г. правила торговли на фондовых и товарных биржах Японии ничем не различались между собой.

Токийская фондовая биржа - одна из трех крупнейших бирж мира и по объему торговли успешно конкурирует с Нью-Йоркской фондовой биржей, которую она в 1990 при объеме продаж в 1,2 трлн. долл. даже превзошла. Торговля облигациями ведется в Токио с момента учреждения токийской фондовой биржи. Акции крупнейших торговых компаний Японии, называемых "дзайбацу", начали обращаться на бирже в конце 19 в. Незадолго до окончания Второй мировой войны фондовый рынок временно перестал функционировать, а когда торги возобновились, он уже регулировался рядом законов, принятых во время американской оккупации Японии, среди которых особое место занимает Закон о ценных бумагах и биржах 1948. До второй мировой войны ТФБ являлась коммерческой организацией, преследующей цель получения прибыли. В 1943 г. она была закрыта, а в 1949 г. были вновь открыты фондовые биржи в Токио и семи других городах страны.

# 2. Особенности организационного устройства биржи

Крупнейшим рынком в Японии является Токийская фондовая биржа, на которую приходится примерно 95% оборота по акциям. Крупной биржей является также Осакская фондовая биржа. На остальные 6 фондовых бирж приходится несколько процентов всего оборота. Процентное соотношение японских бирж представлено на Рис. 1



Рис.1. Соотношение японских бирж по объему торгов (конец 2002 года)

Число фирм-участников Токийской фондовой биржи превышает сотню; некоторые из этих фирм - крупные международные компании по работе с ценными бумагами и инвестиционные банки, такие, как "Морган Стэнли", "Соломон бразерс" и "Джардин Флеминг". Что касается японских фирм-участников биржи, то они, как правило, имеют большое сходство с универсальными американскими инвестиционными банками, причем несколько крупнейших фирм такого рода фактически контролируют фондовый рынок. Так в Таблице 1 представлено количество компаний – участников на основных фондовых биржах Японии.

Таблица 1

Количество компаний участников на фондовых биржах Японии (конец 2002г.)

|  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- |
|  | Токио | Осака | Наиигата | Фукиока | Саппоро |
| Японские участники | 109 | 100 | 34 | 17 | 11 |
| Иностранные участники | 22 | 21 | 1 | - | - |
| Всего | 131 | 121 | 35 | 17 | 11 |

Источник – Fact Book 2003 Tokyo Stock Exchange

На Токийской фондовой бирже ведется торговля опционами, фьючерсными контрактами и облигациями.

Фондовый рынок Японии занимает 2-е место после фондового рынка США - относительно и долевых, и долговых ценных бумаг. (Таблица 1).

В 1995 г. объем капитализации в Японии составлял 3,7 трлн. долл. (1/5 мировой), а объем облигационной задолженности - более 4 трлн. долл. В конце 80-х гг. в результате роста курсовой стоимости акций японских эмитентов по объему капитализации Япония заметно опередила США. Стремительный обвал курсов акций на японских биржах в 1991 - 1992 гг. вновь вернул США роль лидера, однако Япония по-прежнему имеет большой отрыв от 3-го по величине фондового рынка Великобритании.

В 1995 г. объем капитализации в Японии составлял 3,7 трлн. долл. (1/5 мировой), а объем облигационной задолженности - более 4 трлн. долл. В конце 80-х гг. в результате роста курсовой стоимости акций японских эмитентов по объему капитализации Япония заметно опередила США. Стремительный обвал курсов акций на японских биржах в 1991 - 1992 гг. вновь вернул США роль лидера, однако Япония по-прежнему имеет большой отрыв от 3-го по величине фондового рынка Великобритании.

Таблица 2

## Структура мирового рынка долговых ценных бумаг и акций

|  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| Страна | Долговые бумаги | | | Акции | | | Всего | | | |
| млрд дол. | | | млрд дол. | | | млрд дол. | | | % |
| 01.1999 | 01.2000 | 01.2001 | 01.1999 | 01.2000 | 01.2001 | 01.1999 | 01.2000 | 01.2001 | 01.2001 |
| Весь мир | 29274 | 33062 | 36312 | 23107 | 26874 | 35735 | 52381 | 59936 | 72047 | 100,0 |
| США | 12970 | 14598 | 16696 | 11309 | 13451 | 16773 | 24279 | 28049 | 33469 | 46,0 |
| Япония | 4 754 | 5 198 | 6 664 | 2 217 | 2 496 | 4 455 | 6 971 | 7 694 | 11 119 | 15,0 |
| Германия | 2124 | 2514 | 2511 | 825 | 1094 | 1432 | 2949 | 3608 | 3943 | 6,0 |
| Великобритания | 1074 | 1219 | 1393 | 1996 | 2373 | 2955 | 3070 | 3592 | 4348 | 6,0 |
| Франция | 1333 | 1493 | 1416 | 674 | 991 | 1503 | 2007 | 2484 | 2919 | 4,0 |
| Прочие | 7019 | 8040 | 7632 | 6086 | 6469 | 8617 | 13105 | 14509 | 16249 | 23,0 |

Акции крупнейших компаний котируются в рамках т.н. "первой секции" биржи. В разных местах торгового зала первой секции ведется торговля наиболее активно продаваемыми и покупаемыми акциями 150 эмитентов, сгруппированных по отраслям: в одном месте торгуют акциями автомобильных компаний, в другом - компаний электронной промышленности и т.д.

Членами фондовой биржи являются только юридические лиwа брокерско-дилерские фирмы (инвестиционные институты), численность которых согласно уставу составляет 124. При этом 123 из них - так называемые регулярные члены, и 1 - сайтори, представленные на бирже своими сотрудниками. Регулярные члены совершают брокерско-дилерские операции, сайтори выполняют посреднические операции между регулярными членами - их функции напоминают Функции специалистов на фондовых биржах США, но в отличие от последних сайтори запрещено совершать операции за собственный счет. В какой-то мере сайтори напоминают также Франкфуртских курсовых маклеров.

По данным 2002 г. на ТФБ имели листинг акции 2119 различных эмитентов (1-й секции - примерно 3/4, 2-й секции - 1/4). Количество компаний имеющих листинг акций на биржах Японии представлено в Таблице 3

#### Таблица 3

Количество компаний имеющих листинг акций на основных биржах Японии (конец 2002г.)

|  |  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
|  | Компании имеющие листинг акций (котировки) | Имеют котировки  на одной бирже | Имеют котировки  на нескольких биржах | На 5-ти  биржах | На 4-х биржах | На 3-х биржах | На 2-х биржах |
| **Токио** | **2,119** | **1,062** | **1,057** | **105** | **55** | **223** | **674** |
| Первая секция | 1,495 | 579 | 916 | 105 | 54 | 214 | 543 |
| Вторая секция | 581 | 440 | 141 | - | 1 | 9 | 131 |
| Mothers | 43 | 43 | - | - | - | - | - |
| **Осака** | **1,312** | **367** | **945** | **105** | **55** | **221** | **564** |
| Первая секция | 859 | 41 | 818 | 105 | 54 | 211 | 448 |
| Вторая секция | 352 | 233 | 119 | - | 1 | 9 | 109 |
| Heraqres (Nasdac) | 101 | 93 | 8 | - | - | 1 | 7 |
| **Ниигата** | **186** | **101** | **456** | **105** | **52** | **179** | **129** |
| Первая секция | 45 | 11 | 414 | 105 | 51 | 173 | 85 |
| Вторая секция | 141 | 90 | 51 | - | 1 | 6 | 44 |
| **Фукиока** | **243** | **34** | **209** | **105** | **41** | **37** | **26** |
| Саппоро | **167** | **15** | **152** | **105** | **17** | **9** | **21** |
| **Всего** | **2,699** | **1,579** | **1,090** | **105** | **55** | **223** | **707** |

Источник – Fact Book 2003 Tokyo Stock Exchange

В течение достаточно длительного времени, вплоть до апреля 1999 г., основным методом торговли 150 наиболее важными акциями являлся открытый двойной аукцион: торговля "с голоса" в биржевой толпе (метод назывался "зараба"). Курс открытия устанавливался залповым методом сайтори на основании накопленных заранее заявок на покупку и продажу - метод "итайозе".

Заявки поступали на биржу из контор фирм-членов по телефону или на терминалы компьютеров и затем передавались сотрудникам фирм, работающим в торговом зале. С 1990 г. на ТФБ действует система автоматической передачи мелких заявок (до 3000 акций) сайтори, которые и исполняют их. Еще раньше для акций 2-й секции (1/3 всех акций прочих эмитентов) была внедрена система CORES (Computer assisted order routing and execution system), позволяющая совершать сделки в автоматизированном режиме, вводя заявки через терминальные устройства. Система была позаимствована у Торонтской фондовой биржи, где она носит название CATS. Аналогичная система была приобретена Парижской фондовой биржей (САС). Благодаря ЭВМ ТФБ способна совершать ежедневно сделки на 5 млрд. акций.

В апреле 1999 г. ТФБ отказалась от голосовых торгов, полностью перейдя на компьютерную систему CORES, а также FORES (Floor Order Routing and Execution System). Для торговли фьючерсами и опционами используется электронная система CORES-FOP.

Объем сделок на Токийской Фондовой Бирже представлен в таблице 4

Таблица 4

Объем сделок по видам инвесторов на Токийской бирже в 2002 году (млрд. йен)

|  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- |
|  | Покупка | Продажа | Всего | % | Абсол. измен |
| Брокерско-дилерские фирмы | 65,449 | 66,531 | 131,980 | 35,8 | -1 082 |
| Частные | 27,121 | 27,466 | 54,587 | 14,8 | -345 |
| Иностранные | 58,857 | 58,097 | 116,954 | 31,7 | 760 |
| Страховые компании | 1,411 | 2,239 | 3,650 | 1,0 | -828 |
| Банки | 20,907 | 20,109 | 41,016 | 11,1 | 798 |
| Инвестиционные фонды | 2,725 | 2,763 | 5,488 | 1,5 | -38 |
| Корпорации | 3,796 | 3,384 | 7,180 | 1,9 | 412 |
| Прочие | 3,953 | 3,609 | 7,562 | 2,1 | 344 |
| Итого | 184,219 | 184,198 | 368,417 | 100,0 | 21 |

Источник – Fact Book 2003 Tokyo Stock Exchange

Включение акций в котировочный лист производится с одобрения Токийской фондовой биржи и министерства финансов; акции могут быть лишены листинга, если компания-эмитент перестает удовлетворять соответствующим требованиям.

Для Токийского фондового рынка рассчитываются два основных индекса курсов акций - "Никкей" и "ТОПИКС". Индекс "Никкей"' (Nikkei - Nikkei Dow Jones Average) - среднеарифметический невзвешенный индекс, рассчитываемый на базе 225 акций 1-и секции ТФБ так же, как промышленный индекс Доу-Джонса (Dow Jones Industrial Average). Впервые индекс был опубликован в 1950 г.

Классический индекс ТОПИКС (TOPIX), рассчитываемый с 1968 г. по всем акциям 1-й секции ТФБ, - среднеарифметическая взвешенная (взвешенный по количеству выпушенных акций). В таблицах 5 и 6 представлена динамика индексов TOPIX и Nikkei 225

Таблица 5

Динамика индекса TOPIX за 1992 – 2002 г.г.

|  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| Год | TOPIX  (конец года) | Максимальное значение | | Минимальное значение | |
| значение | Дата | Значение | Дата |
| 1992 | 1,307 | 1,763 | 06.01 | 1,102 | 18.08 |
| 1993 | 1,439 | 1,690 | 03.09 | 1,250 | 25.01 |
| 1994 | 1,559 | 1,712 | 13.06 | 1,445 | 04.01 |
| 1995 | 1,577 | 1,585 | 27.12 | 1,193 | 13.06 |
| 1996 | 1,471 | 1,722 | 26.06 | 1,448 | 24.12 |
| 1997 | 1,175 | 1,561 | 26.06 | 1,130 | 22.12 |
| 1998 | 1,086 | 1,300 | 10.02 | 980.11 | 15.10 |
| 1999 | 1,722 | 1,722 | 30.12 | 1,048 | 05.01 |
| 2000 | 1,283 | 1,754 | 07.02 | 1,255 | 21.12 |
| 2001 | 1,032 | 1,440 | 07.05 | 988.98 | 17.12 |
| 2002 | 843 | 1,139 | 24.05 | 815 | 18.12 |

Источник – Fact Book 2003 Tokyo Stock Exchange

Таблица 6

Динамика индекса Nikkei 225 за 1992 – 2002 г.г.

|  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| Год | Nikkei 225  (конец года) | Максимальное значение | | Минимальное значение | |
| значение | Дата | Значение | Дата |
| 1992 | 16,924 | 23,801 | 06.01 | 14,309 | 18.08 |
| 1993 | 17,417 | 21,148 | 13.09 | 16,078 | 29.11 |
| 1994 | 19,723 | 21,552 | 13.06 | 17,369 | 04.01 |
| 1995 | 19,868 | 20,011 | 27.12 | 14,485 | 03.07 |
| 1996 | 19,361 | 22.666 | 26.06 | 19,161 | 24.12 |
| 1997 | 15,258 | 20,681 | 16.06 | 14,755 | 29.12 |
| 1998 | 13,842 | 17,264 | 02.03 | 12,879 | 09.10 |
| 1999 | 18,934 | 18,934 | 30.12 | 13,232 | 05.01 |
| 2000 | 13,785 | 20,833 | 12.04 | 13,423 | 21.12 |
| 2001 | 10,542 | 14,529 | 07.05 | 9,504 | 17.09 |
| 2002 | 8,578 | 11,979 | 23.05 | 8,303 | 14.11 |

Источник – Fact Book 2003 Tokyo Stock Exchange

В Японии существует внебиржевая система торговли акциями молодых эмитентов - JASDAQ, смоделированная с НАСДАК. Но объемы торговли в ней минимальны. Рынок акций практически на 100% биржевой, что, в частности, связано с запретом (отмененным лишь в декабре 1998 г.) на торговлю листинговыми акциями на внебиржевом рынке. Рынок облигаций преимущественно внебиржевой.

Членами ТФБ выступают только компании по ценным бумагам. Из 131 члена ТФБ (по состоянию на конец 2002 г.) 108 - брокерско-дилерские фирмы (из них 22 - дочерние компании иностранных финансовых учреждений), имеющие право совершать сделки как за собственный счет, так и по поручению клиентов (регулярные члены), и 1 - так называемый сайтори-член, в функции которого входит прием и исполнение приказов от регулярных членов. Они лишены права совершать сделки за собственный счет (за редким исключением).

ТФБ в 90-е годы оставалась одной из немногих ведущих фондовых бирж мира, на которой сохранялись фиксированные комиссионные. Считается, что это являлось одной из причин чрезвычайно высокой прибыльности японских брокерско-дилерских фирм.

До изменений, произошедших в 1994 году Ставка комиссионных зависела от величины сделки и делилась на 10 видов. Максимальная ставка 1,15% (но не ниже 2500 иен) при сделке на сумму менее 1 млн. иен; минимальная - 0,075% + 785 000 иен на сумму свыше 1 млрд. иен.

С 1 апреля 1994 г. фиксированные комиссионные отменены для крупных сделок на сумму свыше 1 млрд. иен. - то есть происходит постепенный отход от фиксированных комиссионных. В начале 2000 года произошла полная отмена фиксированных комиссионных по сделкам на фондовом рынке.

Вплоть до 1986 г. на ТФБ существовал неформальный запрет на участие иностранных членов. Активизация деятельности японских компаний на зарубежных рынках капитала заставила ТФБ открыть двери для иностранцев. Так в таблице 7 представлена динамика иностранных инвестиций в японские ценные бумаги, а Таблица 8 отражает динамику японских инвестиций в иностранные ценные бумаги.

Таблица 7

Иностранные инвестиции в японские ценные бумаги (млрд. йен)

|  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| Год | Акции | | | Облигации | | |
| Покупка | Продажа | Баланс | Покупка | Продажа | Баланс |
| 1995 | 20,608 | 15,997 | 4,631 | 16,463 | 15,574 | 888 |
| 1996 | 27,754 | 22,646 | 5,108 | 21,544 | 17,670 | 3,874 |
| 1997 | 32,557 | 29,245 | 3,311 | 24,576 | 21,778 | 2,787 |
| 1998 | 31,036 | 29,111 | 1,924 | 24,456 | 23,628 | 829 |
| 1999 | 62,038 | 50,839 | 11,198 | 47,287 | 49,575 | -2,287 |
| 2000 | 83,559 | 83,793 | -233 | 57,101 | 47,024 | 10,076 |
| 2001 | 77,901 | 74,106 | 3,795 | 52,290 | 50,487 | 1,802 |
| 2002 | 64,437 | 65,703 | -1,266 | 58,277 | 61,892 | -3,615 |

Источник – Fact Book 2003 Tokyo Stock Exchange

Таблица 8

Японские инвестиции в иностранные ценные бумаги (млрд. йен)

|  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| Год | Акции | | | Облигации | | |
| Покупка | Продажа | Баланс | Покупка | Продажа | Баланс |
| 1995 | 4,915 | 4,944 | -288 | 121,243 | 113,429 | 7,814 |
| 1996 | 8,709 | 7,780 | 929 | 149,969 | 141,572 | 8,397 |
| 1997 | 13,619 | 11,977 | 1,642 | 177,449 | 175,421 | 2,028 |
| 1998 | 16,250 | 14,407 | 1,843 | 161,197 | 151,773 | 9,464 |
| 1999 | 19,829 | 16,161 | 3,667 | 90,336 | 81,772 | 8,564 |
| 2000 | 22,243 | 20,040 | 2,203 | 92,989 | 87,730 | 5,258 |
| 2001 | 17,693 | 16,193 | 1,500 | 140,156 | 129,919 | 10,237 |
| 2002 | 19,769 | 15,141 | 4,628 | 128,158 | 119,343 | 8,815 |

Источник – Fact Book 2003 Tokyo Stock Exchange

# 3. Роль инвестиционных институтов в формировании фондового рынка Японии

По Закону о ценных бумагах и биржах (1948 г.), принятому при непосредственном участии американской оккупационной администрации, банкам было запрещено выполнять брокерско-дилерские и андеррайтинговые операции с корпоративными ценными бумагами - этим занимались так называемые инвестиционные дома или брокерско-дилерские фирмы, уже существовавшие в то время, но не игравшие еще заметной роли. Дело в том, что рынок акций, как уже отмечаюсь, был неразвит и бизнес с ценными бумагами не был престижным: "солидные" люди шли в банки.

Демократизация акционерного капитала резко изменила ситуацию, и почти не известные прежде фирмы, работавшие с ценными бумагами, стали быстро приобретать влияние в экономике.

Деятельность на рынке подлежит государственному лицензированию, которое осуществляет министерство финансов, выдающее лицензии на 4 вида деятельности:

1. дилерскую,

2. брокерскую,

3. андеррайтинговую,

4. на совершение "розничных" операций с частными инвесторами.

Большинство фирм имеет лицензии на несколько видов деятельности, а крупнейшие, которые и называются инвестиционными домами, - на все 4. Для них установлен минимальный размер собственного капитала - 3 млрд. иен (примерно 30 млн. долл.).

В настоящее время в Японии действуют примерно 200 фирм - инвестиционных институтов, занимающихся операциями с ценными бумагами, но ведущие позиции на рынке занимают всего 4 компании . Это так называемая "Большая четверка": "Номура", "Дайва", "Ямаичи", "Никко". На них приходится 36% всех операций с акциями, а с учетом 34 более мелких аффилированных фирм - свыше 50%. Еше выше (75%) их доля в оказании услуг по андеррайтингу. На "Большую четверку" приходится 80% торговли облигациями.

"Номура" - крупнейшая из этих 4 компаний - является также крупнейшим инвестиционным институтом в мире, опережая компанию ''Меррилл Линч" - лидера американских компаний. В отдельные годы ее капитализация доходила до 70 млрд. долл., что сравнимо с капитализацией целой страны, например Австралии.

В период бума 80-х гг. "Номура'' в отдельные годы получала самые высокие прибыли в Японии, опережая даже таких гигантов, как "Ниссан". В списке 10 корпораций с самыми высокими прибылями оказалась вся "Большая четверка", причем в эту десятку смог войти лишь один банк - "фудзи".

По сути, в Японии на рынке ценных бумаг сложилась олигополия, а "Большая четверка" - своеобразный картель.

В заключении можно отметить, что все инвестиционные институты являются членами Японской ассоциации дилеров фондового рынка, объединяющей профессиональных участников, имеющих лицензии министерства финансов.

# 4. Депозитарно-клиринговая система

Все акции, имеющие котировку на биржах Японии, только именные. Облигации могут быть как именными, так и предъявительскими.

Сертификаты ценных бумаг запрещено вывозить за пределы Японии, поэтому нерезиденты обязаны хранить свои ценные бумаги в одном из японских банков или компаний по ценным бумагам.

Процедура улаживания сделки может производиться следующим способом:

1. Наиболее распространенный вариант - регулярное исполнение. Поставка осуществляется на 3-й рабочий день после заключения сделки - таким способом осуществляется 99% всех сделок на бирже. Это одна из специфических особенностей фондовых бирж Японии.

2. При кассовой сделке поставка производится в день заключения сделки или на следующий день, если это предусмотрено условиями контракта.

По специальному соглашению поставка производится в определенный участниками сделки день, но не позже 14 дней после его заключения.

Японские фондовые биржи являются не только торговыми площадками, но и расчетно-клиринговыми центрами.

Для улаживания сделок с акциями японских эмитентов каждая из бирж открывает специальный счет в центральном депозитарии - Японском депозитарном центре JASDEC (Japan Securities Depository Centre), созданном в 1984 г.; в 1991 г. этот центр стал единственным депозитарием по национальным акциям, заменив Японскую клиринговую корпорацию по ценным бумагам - депозитарно-клиринговую организацию ТФБ. Последняя, однако, по-прежнему выполняет депозитарно-клиринговые функции по некоторым ценным бумагам, в частности по акциям иностранных эмитентов, варрантам и государственным облигациям, имеющим листинг на ТФБ. Кроме того, корпорация по-прежнему выполняет услуги по определению взаимных обязательств по ценным бумагам (клиринг).

Для улаживания сделок по бездокументарным государственным облигациям используется депозитарно-клнринговая система Банка Японии. Исполнение (улаживание) сделок по государственным облигациям составляет специальный двухнедельный цикл и напоминает аналогичную процедуру на Лондонской фондовой бирже. Статистика дипозитарно-клиринговой системы представлена в Таблице 9

Таблица 9

Данные по клиринговым сделкам на Токийской бирже за 1998-2002 г.г.

|  |  |  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| Год | (Внутренние)Японские акции | | | Иностранные акции | | | Общий клиринговый объем\* | |
| Объем торгов(**А**)  (млн. акций) | Количество учтенных акций(**B**)  (млн. акций) | **B** / **A**  (%) | Объем торгов(**D**)  (млн. акций) | Количество учтенных акций(**C**)  (млн. акций) | **С** / **D**  (%) | Общий  100 млн. йен | Среднедневной  100 млн. йен |
| 1998 | 117,403 | 71,109 | 60.6 | 21.7 | 14.1 | 65.2 | 146,040 | 591 |
| 1999 | 154,761 | 89,116 | 57.6 | 20.2 | 12.3 | 61.3 | 234,776 | 958 |
| 2000 | 173,765 | 98,560 | 56.7 | 13.3 | 8.1 | 60.7 | 309,302 | 1,247 |
| 2001 | 203,471 | 110,491 | 54.3 | 11.7 | 7.2 | 61.5 | 248,495 | 1.010 |
| 2002 | 213,403 | 109,435 | 51.3 | 13.3 | 8.8 | 66.6 | 231,563 | 941 |

\*Объем указан с учетом облигаций

Источник – Fact Book 2003 Tokyo Stock Exchange

# 5. Развитие системы регулирования фондового рынка Японии

Организации фондового рынка Японии аналогична американской, что было связано с чисто политическими факторами: оккупацией Японии после второй мировой войны войсками США.

В Японии сложилась двухуровневая система регулирования, при которой контроль за рынком осуществлялся как государством (министерством финансов), так и саморегулируемыми организациями.

В 1948 г. в Японии по образу и подобию Комиссии по ценным бумагам и биржам США была образована (запишите) Комиссия по ценным бумагам Японии. Однако когда американцы ушли, Комиссия в 1951 г. была упразднена, а ее полномочия вместе с персоналом перешли министерству финансов (и полномочия принадлежали ему до появления в 1992 году новой Комиссии по ценным бумагам и биржам).

Стоит упомянуть о тесной связи Минфина Японии с частным сектором. В Японии существует традиция, носящая название "амакудари", согласно которой государственный бюрократ по достижении им пенсионного возраста в 55 лет получает хорошо оплачиваемую должность в частном секторе как вознаграждение за годы, проведенные на относительно низкооплачиваемой работе в государственном учреждении. Существует непосредственная связь между министерством финансов и сообществом брокерско-дилерских фирм именно по этой линии. При этом, однако, стоит иметь в виду, что число сотрудников в управлении ценных бумаг министерства финансов Японии было невелико: всего 150 человек.

При министерстве финансов был создан совещательный орган - совет по ценным бумагам и биржам. Совет состоит из 20 специалистов, связанных с индустрией ценных бумаг, назначаемых министерством на два года. В функции совета входит подготовка рекомендаций для министерства финансов по совершенствованию законодательства по ценным бумагам.

Министерство финансов Японии вообще являлось главным финансовым регулирующим органом в Японии. Его полномочия распространялись также на банки.

В июле 1992 г. в Японии появилась новая Комиссия по ценным бумагам и биржам, в функции которой входило наблюдение и контроль за состоянием непосредственно на рынке. В отличие от Комиссии по ценным бумагам и биржам США, японская комиссия являлась аффилированным учреждением министерства финансов, которое по-прежнему выполняло надзорные функции.

Появление комиссии было связано с кризисом на фондовом рынке Японии в 1990 -1991 гг., выявившим серьезные злоупотребления на рынке, манипулирование ценами и использование служебной (внутренней) информации..

1 апреля 1993 г. в Японии вошел в силу закон о реформе финансовой системы. Закон частично упразднил барьеры, существовавшие между банками и брокерскими фирмами. На основе этого закона японским банкам (сначала долгосрочного кредита, а затем и прочим) было разрешено осуществлять андеррайтинг твердопроцентных ценных бумаг.

Фактически был отменет закон "О ценных бумагах и биржах" (1948 г.), согласно которому банкам было запрещено выполнять брокерско-дилерские и андеррайтинговые операции с корпоративными ценными бумагами

Одновременно брокерско-дилерским фирмам был открыт доступ к доверительным банковским операциям.

В 1994 г. Министерство финансов разрешило городским банкам учреждать дочерние компании по торговле ценными бумагами (без права совершать сделки с акциями и производными от них ценными бумагами).

В апреле 1998 г. в Японии началась новая широкомасштабная реформа финансовой системы, получившая по аналогии с английской реформой 1986 г. название "Большая встряска" (Big Bang). Реформа рассчитана на несколько лет (1998-2001) и предусматривает поэтапную полную либерализацию финансовой системы. Например, разрешается создавать финансовые холдинговые компании (что после войны было запрещено).

Перечислим некоторые новшества: фирмам разрешено осуществлять брокерские операции с ценными бумагами без государственной лицензии; полностью упраздняются барьеры между банками, компаниями по ценным бумагам и доверительными банками: они получают право заниматься бизнесом друг друга; предусматривается устранение запрета на выполнение банками и компаниями по ценным бумагам услуг страховых компаний, и наоборот. Кроме того, отменяются ограничения на владение акциями листинговых компаний нерезидентами (ранее не более 10%). В то же время ужесточаются наказания за нечестные операции на финансовом рынке. Также отменяется существовавший ранее фактический запрет на выкуп собственных акций корпорациями.

Одним из элементов реформы явилось создание специального регулирующего органа вне министерства финансов, на который возложен контроль над всей финансовой системой страны (175 национальными банками, 93 иностранными банками, 76 страховыми компаниями и 226 брокерско-диперскими фирмами и т.д.),- Агентства финансового надзора (Financial Supervisory Agency). Агентство приступило к работе в июне 1998 г.

Агентство подчинено непосредственно премьер-министру. Министерство финансов будет отвечать за планирование и формулирование финансовой политики в целом и координировать деятельность в области международных финансовых отношений, в первую очередь вопросы, связанные с валютной политикой.

Агентство, как предполагается, будет участвовать в подготовке нормативных документов, касающихся финансовых учреждений, хотя в 1998 г. полной ясности по вопросу о том, как будут распределены между ними обязанности, не было. Банк Японии при этом сохраняет привилегию проверять банки и при необходимости блокировать счета нарушителей, но при этом наложение санкций возложено на Агентство.

По предварительным оценкам, в Агентстве будет работать примерно 400 человек - большей частью (80%) сотрудники, переводимые из министерства финансов. Для сравнения: количество контролеров в США составляет примерно 8000, новый контролирующий орган Великобритании - Ведомство финансового надзора - будет насчитывать 2700 человек (International Capital Markets: Developments, Prospects and Key Policy Issues. P. 126).

# 6. Особенности акционерного капитала

Японский рынок акций отличается большой спецификой. Как правило, акционерный капитал больше развит в тех странах. где у акционеров больше прав. В 1989 г. находящийся в Нью-Йорке научный центр Investor Responsibility Research Center провел специальное исследование прав акционеров в 9 странах (США, Япония, ФРГ, Франция, Великобритания, Италия, Канада, Австралия, Швейцария). В расчет брались 4 показателя: раскрытие корпоративной информации, право голоса, уведомление акционеров о предстоящем собрании, голосование по доверенности. Права акционеров в США были приняты за 100. Япония оказалась на последнем месте с индексом 48.

Центр пришел к выводу, что из всех указанных стран в Японии зашита прав акционеров наименьшая и здесь существует больше всего препятствий для проявления инициативы инвесторов.

Тем не менее при этом по величине капитализации Япония занимает второе место в мире, а по доле капитализации в ВВП (примерно 80-90% в середине 90-х) сравнима с англо-саксонскими странами. Все крупнейшие корпорации и большинство мелких находятся в собственности других корпораций, причем у многих собственников. Корпоративные акционеры владеют акциями прежде всего в стратегических целях - для укрепления долгосрочных связей, завоевания новых клиентов и защиты от нежелательных аутсайдеров. В отличие от Японии в США половина акций в той или иной форме находится в руках физических лиц. Их цель, как правило, состоит в получении больших дивидендов. Поэтому зачастую возможности управляюших проводить долгосрочную политику ограничены. Дело в том, что менеджеры, направляющие слишком большую часть прибыли на накопление в ущерб дивидендам, вскоре становятся свидетелями того, как цена акций их компании падает, а она сама становится объектом для поглощения "корпоративными пиратами". Таким образом, управляющие в США постоянно сталкиваются с проблемой конфликта интересов компании и акционеров.

В Японии, где основные акционеры - корпорации, владение акциями, как отмечалось выше, преследует с их стороны иную цель, чем просто получение дивидендов. Конечно, в конечном итоге любого инвестора интересует прибыль, но в данном случае выгода инвестора вытекает из всего комплекса отношений, связанных со статусом акционера. Для корпорации приобретение акций - средство получить кредит, заключить новый контракт или приобрести новую технологию. Взаимоотношения между компанией и ее акционерами основаны на взаимных привилегиях. Во многих случаях две фирмы имеют акции друг друга, чтобы быть уверенными в том, что они находятся у "дружественной организации".

Поэтому если в США акционер считает, что курс акций упадет, он продает свои акции. В Японии - нет, поскольку взаимоотношения с компанией, чьи акции ему принадлежат, могут от этого пострадать.

Хотя организованный фондовый рынок (фондовая биржа) возник в Японии уже через десять лет после революции "мэйдзи", он был слабо связан с потребностями дзайбацу, которые сами контролировали банки и другие финансовые институты. Только в 30-е годы японские холдинги были вынуждены выпустить - акции для более широкого круга инвесторов. Но в целом дзайбацу оставались закрытыми организациями.

Фактически фондовый рынок в традиционном понимании возник в Японии лишь после Второй мировой войны. Американская оккупационная администрация под руководством генерала Дугласа Маккартура провела ликвидацию довоенных дзайбацу с продажей акций широким слоям населения. В 1948 г. японский парламент принял Закон о ценных бумагах и биржах. В его основу легло соответствующее американское законодательство (Закон о ценных бумагах 1933 г. и Закон о фондовых биржах 1934 г.).

Акционерами японских компаний стали миллионы японцев, которым в конце 40-х годов принадлежало примерно 70% всех акций. Это был единственный период в экономической истории современной Японии, когда собственность была действительно демократичной.

Но этот период оказался очень коротким. Корпорации стали восстанавливать свои былые позиции с помощью выкупа акций. Процесс этот имел свою специфику. В отличие от США японским корпорациям запрещено скупать собственные акции. Нельзя создавать и финансовые холдинги. Поэтому для восстановления позиций компании прибегли к взаимному владению акциями.

В итоге в Японии сформировались мощные объединения компаний - финансово-промышленные группы (кейрецу). На долю шести кейрецу приходится примерно четверть всех зарегистрированных акций японских компаний. Четыре из этих кейрецу - потомки довоенных холдингов дзайбацу.

ФПГ - явление, свойственное не только Японии, но здесь они имеют наиболее явные формы, и кроме того, Япония - единственная страна в мире, где публикуются официальные статистические данные о ФПГ.

Три из шести ФПГ - Мицубиси, Мицуи, Сумитомо - сохранили названия своих предшественников, в то время как Ясуда поменяла имя на Фуйо.

Две другие группы, возникшие после 1945 г., развивались на базе банков "Санва банк" и "Дай-ичи кангио банк". Следует отметить, что в отличие от довоенных дзайбацу современные ФПГ не имеют в качестве ядра холдинговую компанию. Согласно Антимонопольному закону 1947 г., принятому под давлением американской оккупационной администрации, нефинансовые компании с активами свыше 30 млрд. иен не могут иметь акции других компаний на сумму большую, чем их собственный акционерный капитал.

Таким ядром выступают банки, хотя и для них есть определенные ограничения. Так, банкам запрещено иметь более 5% акций одной корпорации (с 1951 по 1987 гг. это ограничение составляло 10%). Не более 10% акций одного эмитента могут приобретать страховые компании. В ФПГ входит также страховая компания и множество промышленных и торговых компаний.

Итак, банки находятся в центре "Корпорации Япония", как часто называют японскую экономику. На них приходится о 19.2% акционерного капитала страны. Почти все банки имеют солидный портфель акций, но львиная доля сосредоточена в трех банках долгосрочного кредита, шести городских банках (каждый из которых возглавляет ФПГ) и 7 доверительных банках.

Уже многие годы японские банки занимают первые места в списке крупнейших банков мира (по активам), публикуемым английским журналом The Banker.

Банки долгосрочного кредита - Индустриальный банк Японии, Банк долгосрочного кредита и Японский кредитный банк - после войны обеспечивали основную долю долгосрочного кредитования японской промышленности.

Городские банки, как отмечалось выше, образуют ядро ФПГ. На них приходится примерно 10% акционерного капитала Японии. Тесно связаны с ними (зачастую являются дочерними компаниями) так называемые доверительные банки. На них приходится примерно 3% акций. В основном они выполняют трастовые услуги, включающие управление пенсионными фондами (привилегия, которую они делят с компаниями страхования жизни), и управление инвестиционными трастами (аналог американских инвестиционных компаний).

Страховым компаниям принадлежит 10% акционерного капитала страны. Инвестиционные трасты владеют примерно 3.3% акций. Эти институты коллективного инвестирования управляются в основном Большой четверкой брокерско-дилерских фирм и соответственно находятся в сфере их влияния.

На долю нефинансовых корпораций приходится примерно 21% всех акций. Как отмечалось выше, перекрестное владение акциями представляет собой отличительную особенность Японии. В США крупнейшие корпорации редко являются акционерами других крупнейших корпораций.

Доля иностранных инвесторов в акционерном капитале за 80-е годы снизилась (6,3% в 1983 г. и 4,2% в 1992 г.). Произошло это на фоне либерализации японского законодательства в отношении иностранных инвесторов, традиционно довольно жесткого. В 60-е годы иностранные, особенно американские, инвесторы были весьма активны на рынке японских акций. Но в 80-е годы, когда курсы акций японских эмитентов стали быстро расти, значительная часть пакетов была продана. В 90-е годы после того, как курсовая стоимость акций японских компаний пришла в большее соответствие с базовыми экономическими показателями, иностранцы вновь начали инвестировать средства в японские акции, в результате чего их доля вновь повысилась до 7,4% в 1995 г и до 18,3% в 2002.

Сейчас иностранцам принадлежат крупные пакеты в ряде ведущих японских корпораций. Так, "Дженерал моторз" владеет 40% акций "Исудзу", "Форд" - 24% акций "Мазда", "Крайслер" - 10% акций "Мицубиси моторз" и т. п. Хотя во многих случаях, как, в частности, в вышеприведенных, приобретение акций японских компаний проводилось на взаимной основе и свидетельствует просто о транснационализации капитала.

Более подробно структура акционерного капитала Японии представлена в таблице 10

Таблица 10

Структура акционерного капитала Японии по видам собственников 03.2000 – 03.2002 г.г.

|  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| Виды собственников | Млрд. йен | | | Процентное соотношение | | |
| 03.2000 | 03.2001 | 03.2002 | 03.2000 | 03.2001 | 03.2002 |
| Государство | 555 | 560 | 533 | 0,1 | 0,2 | 0,2 |
| Финансовые институты | 168,515 | 138,617 | 122,483 | 36,5 | 39,1 | 39,4 |
| Корпорации | 120,125 | 77,469 | 67,578 | 26,0 | 21,8 | 21,8 |
| Брокерско-дилерские фирмы | 3,822 | 2,581 | 2,170 | 0,8 | 0,7 | 0,7 |
| Частные и прочие | 82,988 | 68,934 | 61,033 | 18,0 | 19,4 | 19,7 |
| Иностранные инвесторы | 85,915 | 66,574 | 56,733 | 18,6 | 18,8 | 18,3 |
| Всего | 461,923 | 354,737 | 310,533 | 100,0 | 100,0 | 100,0 |

Источник – Fact Book 2003 Tokyo Stock Exchange

В Таблице 11 представлены основные показатели биржевых рынков акций развитых стран.

Таблица 11

Основные показатели биржевых рынков акций развитых стран 2000 г.

|  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| Показатель | Страны | | | | |
| США | Велико-британия | Япония | Франция | Германия |
| Капитализация биржевых рынков акций/ВНП | 117,2 | 151,0 | 60,0 | 38,5 | 28,4 |
| Внутренний кредит/Капитализация биржевых рынков акций | 67,2 | 86,4 | 198,5 | 266,0 | 479,0 |
| Рыночная стоимость облигаций непогашенных внутренних эмитентов на биржевых рынках/капитализация биржевых рынков акций | 33,1 | 44,4 | 122,8 | 148,8 | 285,6 |

Источник: www.rcb.ru

# 7. Рынок облигаций и других долговых ценных бумаг

Японский облигационный рынок капиталов осуществляет эмиссии для иностранных заемщиков двумя основными путями: выпуская традиционные, или классические иностранные облигации. Рынок "евробондз" появился в 1963 г. и в возрастающих масштабах стал служить источником привлечения финансовых ресурсов корпорациями и государством многих стран с 1964 г.

При этом на протяжении всей второй половины 60-х и в начале 70-х годов ведущими заемщиками на рынке "еврооблигаций" выступали корпорации США, на долю которых приходилось от 1/4 до 3/5 всей суммы эмиссий. Значительная часть заемного капитала использовалась американскими компаниями для финансирования прироста прямых инвестиций, преимущественно в странах Западной Европы. Однако в последующие годы доля американских эмитентов начала снижаться, и в настоящее время ведущими эмитентами на рынке "евробондз" выступают корпорации и финансовые институты Японии и ряда стран Западной Европы. Рынок "евробондз" - рынок привилегированных заемщиков, куда допускаются преимущественно наиболее надежные заемщики из экономически высоко развитых стран. Развивающиеся страны, как малонадежные должники, имеют весьма ограниченный доступ на этот рынок.

В таблице 8 представлены данные по выпуску облигаций:

Таблица 12

Данные по выпуску и продаже облигаций на ТФБ за 1998 – 2002 г.г.

|  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| Год | Число эмиссий | Облигации ( млрд. йен) | | | Итог от продажи и приобретений  (трлн. йен) |
| Гос. облигации | Конвертируемые  облигации | Всего |
| 1998 | 956 | 1,856 | 6,672 | 8,557 | 2,606 |
| 1999 | 840 | 28 | 5,045 | 5,078 | 3,836 |
| 2000 | 823 | 22 | 2,890 | 2,937 | 4,061 |
| 2001 | 753 | 2 | 2,192 | 2,198 | 4,058 |
| 2002 | 630 | 2 | 1,812 | 1,816 | 3,665 |

Источник – Fact Book 2003 Tokyo Stock Exchange

# 8. Основные выводы

Важнейшей тенденцией последних лет на фондовом рынке стала автоматизация торговли ценными бумагами и внедрение на фондовых биржах компьютерных систем. В первую очередь автоматизация затронула систему расчетов и клиринга, которая в настоящее время немыслима без использования мощной вычислительной техники, затем дошла очередь и до внедрения компьютеров непосредственно в процедуру подачи заявок на биржу и, наконец, непосредственно в торговлю.

Голосовые торги сохранялись на ТФБ до апреля 1999 г. В конце 1999 г. из 50 фондовых бирж - членов МФФБ (51-я - Чикагская биржа опционов) только на 17 торговля акциями и облигациями проходила методом "открытого выкрика", причем на большинстве из этих 17 одновременно использовалась и компьютерная система. На всех остальных применялась только компьютерная электронная торговая система.

Крупнейшим рынком в Японии является Токийская фондовая биржа, на которую приходится примерно 80% оборота по акциям. Крупной биржей является также Осакская фондовая биржа. На остальные 6 фондовых бирж приходится несколько процентов всего оборота.

В Японии существует внебиржевая система торговли акциями молодых эмитентов - JASDAQ, смоделированная с НАСДАК. Но объемы торговли в ней минимальны. Рынок акций практически на 100% биржевой, что, в частности, связано с запретом (отмененным лишь в декабре 1998 г.) на торговлю листинговыми акциями на внебиржевом рынке. Рынок облигаций преимущественно внебиржевой.

Членами ТФБ выступают только компании по ценным бумагам. Из 124 членов ТФБ (по состоянию на начало 2000 г.) 123 - брокерско-дилерские фирмы (из них 23 - дочерние компании иностранных финансовых учреждений), имеющие право совершать сделки как за собственный счет, так и по поручению клиентов (регулярные члены), и 1 - так называемый сайтори-член, в функции которого входит прием и исполнение приказов от регулярных членов. Они лишены права совершать сделки за собственный счет (за редким исключением).

В течение достаточно длительного времени, вплоть до апреля 1999 г., основным методом торговли 150 наиболее важными акциями являлся открытый двойной аукцион: торговля "с голоса" в биржевой толпе (метод назывался "зараба"). Курс открытия устанавливался залповым методом сайтори на основании накопленных заранее заявок на покупку и продажу -метод "итайозе" (как на немецких биржах).

Заявки поступали на биржу из контор фирм-членов по телефону или на терминалы компьютеров и затем передавались сотрудникам фирм, работающим в торговом зале. С 1990 г. на ТФБ действует система автоматической передачи мелких заявок (до 3000 акций) сайтори, которые и исполняют их. Еще раньше для акций 2-й секции (1/3 всех акций) была внедрена система CORES (Computer assisted order routing and execution system), позволяющая совершать сделки в автоматизированном режиме, вводя заявки через терминальные устройства. Система была позаимствована у Торонтской фондовой биржи, где она носит название CATS. Аналогичная система была приобретена Парижской фондовой биржей (САС).

В апреле 1999 г. ТФБ отказалась от голосовых торгов, полностью перейдя на компьютерную систему CORES, а также FORES (Floor Order Routing and Execution System). Для торговли фьючерсами и опционами используется электронная система CORES-FOP.

ТФБ в 90-е годы оставалась одной из немногих ведущих фондовых бирж мира, на которой сохранялись фиксированные комиссионные. Лишь с середины 90-х годов происходит постепенный отход от фиксированных комиссионных, который полностью завершился лишь в октябре 1999 г. Вплоть до 1986 г. на ТФБ существовал неформальный запрет на участие иностранных членов. Активизация деятельности японских компаний на зарубежных рынках капитала заставила ТФБ открыть двери для иностранцев.

# Список использованных источников

1.Миркин Я.М. Ценные бумаги и фондовый рынок: профессиональный курс в финансовой Академии при правительстве РФ. -М.: Перспектива, 1996. -532с.

2. Рубцов Б.Б. Зарубежные фондовые рынки: инструменты, структура, механизм функционирования. -М.: Инфра-М, 1997. -304с.

3. Рубцов Б.Б. Мировые фондовые рынки: современное состояние и закономерности развития. -М.: ФА, 2000. -312с.

4. Биржевое дело: Учебник / Под ред. В.А. Галанова, А.И. Басова. -М.: Финансы и статистика, 1998. -304с.

5. Рынок ценных бумаг: Учебник / Под ред. В.А. Галанова, А.И. Басова. -М.: Финансы и статистика, 2000.

6. Миркин Я.М. Традиционные ценности населения и фондовый рынок // www. rcb.ru

7.Официальный веб-сайт инвестиционной компании «Контрактфинанс»

8. www. gazeta.ru

9. www. uniter.com.by

10. www.tse.or.jp - официальный сайт Токийской Фондовой Биржы