

Федеральное государственное образовательное
учреждение высшего профессионального образования
«ФИНАНСОВАЯ АКАДЕМИЯ
ПРИ ПРАВИТЕЛЬСТВЕ РОССИЙСКОЙ ФЕДЕРАЦИИ»

Цай Дмитрий Викторович

**Финансовый рынок Японии в условиях
дерегулирования**

Специальность – Финансовые рынки и финансовый
инжиниринг

Научный руководитель
доктор экономических наук,
профессор Рубцов Б.Б.

Москва – 2010

Оглавление

Введение	3
Глава 1. Финансово-экономический кризис 1990-х гг. и его последствия.....	8
1.1 Причины и начальная стадия финансового кризиса 1990-х гг.....	8
1.2 Антикризисные меры японского правительства на начальном этапе	13
1.3 Проблема плохих долгов и антикризисные меры в банковской сфере	15
1.4 Банкротства брокерско-дилерских компаний	26
Глава 2. «Большая встряска» - дерегулирование финансового сектора экономики в конце 1990-х – начале 2000-х гг.....	29
2.1 Законодательные решения в рамках «Большой встряски»	29
2.2 Изменения, привнесенные реформой финансового рынка.....	35
Глава 3: Финансовый рынок Японии после «Большой встряски»	54
3.1 Итоги «Большой встряски».....	54
3.2 Либерализация рынка и иностранные финансовые компании.....	66
3.3 Токио как мировой и региональный финансовый центр	73
3.4 Реформирование финансового рынка в 2000-е гг.....	83
Заключение.....	87
Библиографический список литературы	92

Введение

В конце 1990-х – начале 2000-х гг. японский финансовый рынок пережил волну дерегулирования, сравнимую с аналогичными реформами финансовой отрасли в Великобритании в 1980-х («Большая встряска»). Ее начало принято отсчитывать с выступления в ноябре 1996 г. премьер-министра Р.Хасимото, который призвал к радикальному реформатированию политики в отношении регулирования финансового сектора с целью создания «свободного, честного и глобального финансового рынка».

Собственно реформа финансового рынка Японии началась в 1998 г. и в общих чертах была завершена к 2001 г. В результате нее японская финансовая система претерпела существенные изменения. В частности, было разрешено создание финансовых холдинговых компаний. Банки получили право создавать дочерние брокерско-дилерские компании, им также было разрешено торговать паями юнит-трастов и выполнять страховые услуги. В свою очередь, страховым компаниям было разрешено торговать банковскими продуктами. Была полностью отменена система фиксированных комиссионных, которая в течение долгого времени сдерживала конкуренцию среди банков и компаний по торговле ценными бумагами. Были отменены ограничения в отношении нерезидентов на владение акциями листинговых компаний. Брокерско-дилерским компаниям было разрешено управление пенсионными фондами. Система лицензирования брокерско-дилерских компаний и инвестиционных трастов была заменена на систему регистрации, т.е. что значительно облегчило выход на рынок новых участников.

Наряду со снятием многих законодательных ограничений был усилен надзор за участниками финансовых рынков. Важным шагом стало создание в 1998 г. единого регулятора, на которого был возложен

контроль за всей финансовой системой - Агентства финансового надзора, которое в 2000 г. было переименовано в Агентство по финансовым услугам (Financial Services Agency). Также были усилены наказания за нечестные операции на рынке ценных бумаг: торговлю с использованием инсайдерской информации и манипулирование рынком¹.

Причиной перемен стало осознание властями необходимости принятия решительных мер для преодоления беспрецедентного по продолжительности периода экономической стагнации, наступившей после того, как лопнул «мыльный пузырь» на фондовом рынке и рынке недвижимости. Следует отметить, что монетарные власти Японии решились на подобный шаг далеко не сразу, а лишь после того, как они убедились, что не работает градуалистский подход, который заключался в постепенных, неспешных и очень осторожных шагах по дерегулированию финансовых рынков. Данный подход был характерен для политики министерства финансов и Банка Японии на протяжении послевоенных десятилетий поступательного экономического развития. Первые меры по преодолению финансово-экономического кризиса 1990-х гг. также отличались градуализмом, и отход от него во второй половине 1990-х гг. означал серьезное изменение отношения японских властей к регулированию финансовых рынков и новое видение направления их развития. Стоит подчеркнуть, что в отличие от более ранних стадий дерегулирования в конце 1970-х и 1980-х гг., реформы в рамках «Большой встряски» были продиктованы не внешним давлением (со стороны США), а внутренними причинами, т.е. стремлением преодолеть относительную институциональную слабость финансовой системы и найти выход из экономического кризиса 1990-х гг. Следовательно, чтобы лучше понять причинно-следственную связь, приведшую, в конце концов,

¹ Рубцов Б.Б. Современные фондовые рынки. – М., 2007, с.404

к масштабному дерегулированию и либерализации финансовых рынков Японии, стоит вкратце осветить предшествовавшую эпоху надувания мыльного пузыря на фондовом рынке.

Представляется, что в свете нынешнего всемирного финансово-экономического кризиса тема данной работы приобретает дополнительную практическую актуальность, так как она позволяет на конкретном примере финансового рынка Японии показать подход к реформированию национальной финансовой системы с целью повышения ее устойчивости и конкурентоспособности на мировом рынке капиталов и, в конечном итоге, направленному на превращение ее в локомотив экономического роста.

Цели и задачи работы

Главная цель данной работы заключается в анализе дерегулирования финансовой системы Японии и его экономических последствий в конце 1990-х – начале 2000-х гг. В рамках данной цели были поставлены следующие задачи:

- рассмотреть финансово-экономический кризис, начавшийся после краха «мыльного пузыря» с точки зрения вызвавших его структурных дисбалансов;
- подробно осветить проблему плохих долгов как главный источник потрясений финансовой системы Японии;
- проанализировать постепенное изменение подхода монетарных властей Японии к реформированию финансового сектора – от градуалистского подхода начала 1990-х к «Большой встряске»;

– подробно рассмотреть меры по дерегулированию японского финансового рынка, реализованные в рамках «Большой встряски» конца 1990-х – начала 2000-х гг.;

– проанализировать влияние «Большой встряски» 1990-х – начала 2000-х гг. на финансовый рынок Японии и международные позиции Токио как мирового и регионального финансового центра;

– охарактеризовать состояние финансовых рынков после завершения масштабного дерегулирования и проанализировать меры по дальнейшему реформированию рынков, предпринятые в 2000-е гг.

Характеристика источников

Если говорить о русскоязычных источниках, то наиболее информативным источником информации о финансовом рынке Японии является учебное пособие Б.Б.Рубцова «Современные фондовые рынки». В то же время, следует отметить, что ввиду национальной специфики данная тема в целом более подробно изучена японскими и, с оговорками, американскими исследователями, поэтому при написании работы автор ориентировался, в основном, на источники на английском и японском языках. Среди них большой объем современных статистических данных и детальное описание рынка ценных бумаг Японии на его нынешнем этапе развития можно почерпнуть из сборника “Securities Market in Japan 2008”(его публикует Японский институт исследования ценных бумаг каждые два года). Большой интерес представляет книга «Японские финансовые рынки», написанная Дз.Удзииэ. Автор в течение долгих лет работал президентом инвестиционного банка Nomura, поэтому многие перемены на рынке он мог наблюдать воочию. К тому же, в его распоряжении помимо официальной статистики были цифры и расчеты, подготовленные аналитиками одного из ведущих японских частных

аналитическо-исследовательских центров Nomura Research Institute. Среди тех книг, которые посвящены непосредственно «Большой встряске» стоит отметить книгу Т.Тоя «Политэкономия японской финансовой «Большой встряски». Институциональные изменения в сфере финансов и определении общественной политики», которая изначально была написана в качестве диссертации на соискание докторской степени в Стэнфордском университете. В середине 1990-х гг. автор работал в министерстве финансов Японии и непосредственно наблюдал изменение политики по отношению к финансовому сектору, которое привело к «Большой встряске». Хотя значительная часть монографии посвящена анализу политических причин дерегулирования, автор также подробно анализирует конкретные шаги реформы и их влияние на различные группы участников финансовых рынков.

Важным источником информации являются и исследовательские работы (research papers), среди которых стоит отметить работу Н.Поль «Иностранное проникновение на инвестиционно-банковский рынок Японии: испытает ли Япония «Уимблдонский эффект»?». Исследователь анализирует реальность и перспективы проникновения иностранных финансовых компаний на японский рынок в условиях его либерализации.

Значительная часть статистических данных, использованных в данной работе, была взята из статистических ежегодников Бюро статистики Японии, Японской ассоциации дилеров ценных бумаг, Токийской фондовой биржи, а также интернет-сайтов министерства финансов и Центрального банка Японии.

Структура работы

По структуре данная работа состоит из введения, трех глав и заключения, а также библиографического списка литературы.

Глава 1. Финансово-экономический кризис 1990-х гг. и его последствия

1.1 Причины и начальная стадия финансового кризиса 1990-х гг.

В послевоенное время в финансировании японской экономики основную роль играли банки. Ввиду многочисленных законодательных запретов другие источники внешнего финансирования (например, выпуск акций или облигаций) были серьезно ограничены и порой недоступны даже для крупнейших корпораций-экспортеров. Так, например, вплоть до 1975 г. для размещения облигаций требовалось согласие Комитета по эмиссии облигаций (Bond Issuance Committee), а все облигации должны были выпускаться только с обеспечением². Понятно, что для многих компаний это снижало привлекательность финансирования за счет выпуска облигаций. В то же время были ограничены и возможности для финансовых инвестиций населения, в частности, физическим лицам были недоступны инвестиции в государственные и корпоративные облигации.

Однако в конце 1970-х – начале 1980-х гг. многие ограничения как для корпораций, так и для граждан были сняты. В частности, корпорациям было разрешено привлекать денежные средства из-за границы, размещая необеспеченные облигации в иностранной валюте, а затем требование наличия обеспечения стало необязательным и при выпуске иеновых облигаций на внутреннем рынке. Были облегчены и правила привлечения финансирования путем выпуска акций. Так как первыми к эмиссии облигаций стали прибегать именно крупнейшие корпоративные заемщики, банки начали постепенно терять лучших клиентов.

² Banking Crisis in Japan. ICFAI University Working paper. Page 1

Параллельно физическим лицам был открыт доступ на вторичный рынок государственных ценных бумаг, которые стали серьезным конкурентом банковским вкладам по соотношению надежности и доходности. В то же время, банковская деятельность по-прежнему жестко регулировалась, поэтому банки могли лишь принимать депозиты и выдавать кредиты, а проводить операции на вторичном рынке ценных бумаг им было запрещено. Вследствие этого, банки, стремясь удержать свою долю рынка, стали переходить к практике активного кредитования более рискованных заемщиков – прежде всего, средних и малых девелоперских и строительных компаний, в основном под залог недвижимости. В 1980-е гг. недвижимость стала восприниматься как лучший залог, так как цены на нее стабильно росли. Их рост еще более ускорился после 1985 г., когда было подписано «Плазское соглашение» (Plaza Agreement), согласно которому Япония обязалась ревальвировать свою валюту относительно доллара для исправления перекосов в торговле с США. Хотя ревальвация иены ударила по японским экспортерам, на темпы экономического роста это практически не повлияло, и в 1980-х гг. экономика Японии росла в среднем на 4.1% в год³. В то же время, среднегодовая инфляция в этот же период составила 1.92%⁴. Сочетание быстро растущей экономики, низкой инфляции и укрепляющейся иены способствовало стремительному подъему на рынке акций. За 4 года основной индекс Токийской фондовой биржи Nikkei 225 вырос более чем в 3 раза и на последней торговой сессии 1989 г. достиг абсолютного максимума в 38915 пунктов. Соответственно, резко увеличилась рыночная капитализация японских компаний, и по объему вторичного рынка акций

³ Ujiiе J. Nihon-no shihon shijo. Токуо, 2002. (Удзииэ Дз. Японские финансовые рынки. Токио, 2002), стр.22

⁴ Ук.соч., стр.31

Япония вышла на первое место в мире⁵. За рынком акций росли и цены на землю, а также на коммерческую и жилую недвижимость. Быстро растущий рынок стал привлекать внимание многочисленных спекулянтов. Многие нефинансовые компании также стали вкладывать деньги в акции в расчете на прирост их стоимости. Надувание «мыльного пузыря» на рынках акций и недвижимости, который принял угрожающие масштабы для стабильности экономики страны, серьезно обеспокоило монетарные власти Японии. С мая по декабрь 1989 г. Банк Японии повысил учетные ставки с 2,5% до 4,25%, а к середине 1990 г. они достигли 6%⁶. Такое резкое повышение учетной ставки привело к схлопыванию пузыря на фондовом рынке. По словам российского экономиста А.Ивантера, «фактически под прицел денежных властей попал сам пузырь, который с этого момента был уже обречен»⁷.

Уже с начала 1990 г. индекс Nikkei так же стремительно покатился вниз, как рос до этого. За первый год своего падения рынок акционерного капитала потерял 38% от своей максимальной стоимости⁸. Действия японских властей, направленные на сдутие пузыря, были вполне осознанными, однако ни они, ни участники рынка не могли предсказать, что крах пузыря приведет к масштабному финансово-экономическому кризису, который продлится свыше десяти лет. После 1990 г. на фондовом рынке Японии начался период длительного падения, перемежающегося с попытками оттолкнуться от дна. Вслед за фондовым рынком с временным лагом в 10 месяцев стали падать и цены на недвижимость, которые также

⁵ Securities Markets in Japan 2008. Tokyo, 2008. Стр.30

⁶ <http://www.boj.or.jp/en/theme/research/stat/boj/discount/index.htm>

⁷ Ивантер А. Сколько камней в саду Рёандзи. Эксперт №1(640), 29.12.2008
http://www.expert.ru/printissues/expert/2009/01/poteryannoe_desyatiletie/

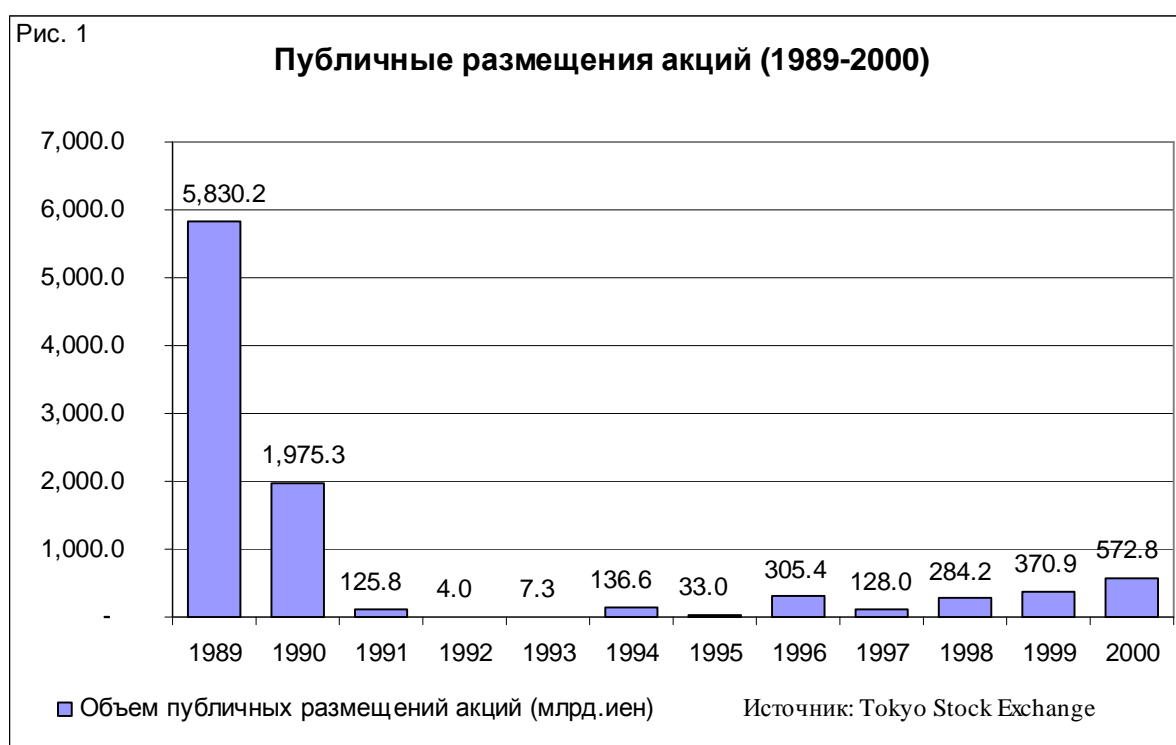
⁸ Ивантер А. Гримасы бума Хэйсэй. Эксперт №48(589), 24.12.2007
http://www.expert.ru/printissues/expert/2007/48/krimasy_buma_heysey

достигли запредельных высот во время надувания пузыря. Их снижение означало обесценение залогов, под которые банки кредитовали предприятия реального сектора. В то же время падение фондового рынка и повышение учетных ставок больно ударили по японской экономике, в результате чего темпы роста резко снизились, а с 1991 г. экономика вступила в полосу рецессии. В целом в 1990-е темпы роста экономики составили всего 1.3%, в результате чего эту эпоху окрестили «потерянным десятилетием». Головной болью финансистов и государственных чиновников стала проблема так называемых «плохих долгов», т.е. банковских кредитов, обслуживать которые заемщики не могли в силу того, что экономический кризис ухудшил их финансовое положение. В свою очередь, банки не могли реализовать залогов (как правило, недвижимость), которые служили обеспечением кредитов, так как цены на недвижимость были намного ниже, чем во время пузыря и в случае ее продажи банки получили бы огромные убытки. Кроме того, средний размер резервов на случай убытков по кредитам у японских банков был незначительным, что также усугубило ситуацию для них. Изначально многие возлагали надежды на то, что спад на рынке акций продлится недолго, и рынок вновь сможет вернуться к повышательной тенденции. Однако этим надеждам не суждено было сбыться, в том числе из-за того, что новый удар по японскому фондовому рынку нанесла война в Заливе, разразившаяся в октябре 1990 г.⁹

Наряду с падением индекса Nikkei был фактически полностью заморожен рынок IPO. Уже в марте 1990 г. японские инвестиционные банки стали уговаривать своих клиентов отказаться от намеченных размещений акций или перенести их на более поздние сроки. Если в 1989 г. было успешно проведено 227 первичных размещений акций, а общий

⁹ Banking Crisis in Japan. Working Paper, ICFAI Business School., стр. 3

объем привлеченных средств составил 5,83 трлн. иен, то в следующем 1990 г. состоялось 121 публичное размещение общим объемом чуть менее 2 трлн.иен¹⁰. В 1991-93 гг. этот рынок фактически пребывал в замороженном состоянии: так, в 1992 г. IPO смогли провести только 3 компании, а объем привлеченных средств составил всего 4 млрд. иен. Лишь в 1994 г. рынок первичных размещений акций начал понемногу восстанавливаться, однако среднегодовой объем размещений вплоть до начала 2000-х гг. колебался в пределах 300-500 млрд. иен, т.е. намного ниже докризисных уровней¹¹.



Доверие инвесторов к фондовому рынку падало еще по одной причине. В начале 1990-х гг. вскрылся ряд махинаций со стороны крупных брокерско-дилерских компаний, направленных на уменьшение как своей налогооблагаемой базы, так и налогооблагаемой базы своих крупных

¹⁰ Securities Markets in Japan 2008. Tokyo, 2008. page 42

¹¹ Ук.соч. Стр.42

клиентов. Проведенное Национальным налоговым агентством (National Tax Administration Agency) тщательное расследование показало, что крупнейшие брокерско-дилерские компании регулярно осуществляли операции на рынке ценных бумаг, приносящих заведомый убыток и тем самым снижавших прибыль для целей налогообложения. В результате разразившегося и подробно освещаемого СМИ скандала главы двух из четырех крупнейших брокерско-дилерских компаний вынуждены были подать в отставку. Таким образом, финансово-экономический кризис наглядно продемонстрировал, что проблемы финансовых институтов носят не только собственно финансовый, но и морально-психологический характер, который проявился в снижении доверия к ним. Восстановление доверия к финансовой системе тем самым становилось одной из задач антикризисной политики.

1.2 Антикризисные меры японского правительства на начальном этапе

Резкое падение рынка акций после краха пузыря, побуждало японское правительство предпринимать меры, которые позволили бы его остановить. В октябре 1990 г. министерство финансов Японии выступило с инициативой поддержать падающий фондовый рынок путем покупки акций за счет государственного бюджета. Однако этим планы так и не реализовались. Что касается скандалов с брокерско-дилерскими компаниями, то постепенно власти Японии пришли к мнению, что их причина заключалась в недостаточной конкуренции на рынке инвестиционно-банковских услуг. Фактически все послевоенное время на нем доминировали 4 крупных инвестиционных банка (или брокерско-дилерских компаний): Nomura Securities, Daiwa Securities, Nikko Securities и Yamaichi Securities. Одним из ключевых факторов, сдерживающих

конкуренцию на рынке и препятствующим появлению новых крупных игроков, была система фиксированных брокерских комиссионных.

В 1992 г. Парламент Японии внес ряд поправок в законодательство, касающихся реформирования финансовой системы и системы торговли ценными бумагами. Согласно этим поправкам был создан новый надзорный орган – Комиссия по надзору за фондовыми биржами и рынком ценных бумаг (Securities and Exchange Surveillance Commission) . Кроме того, поправки в антимонопольное законодательство впервые разрешили банкам заниматься профессиональной деятельностью на рынке ценных бумаг путем создания 100 % дочерних компаний¹². Инвестиционным банкам было дано аналогичное разрешение создавать дочерние коммерческие банки. В то же время, ряд ограничений оставался в силе – в частности, брокерско-дилерским компаниям – дочерним структурам банков было запрещено заниматься операциями с акциями. Брокерские комиссионные за операции с акциями оставались важнейшим источником дохода для «традиционных» брокерско-дилерских компаний, поэтому законодатели опасались их слишком серьезного ослабления. С 1994 г. началась постепенная либерализация системы регулирования брокерских комиссионных. В частности, были отменены фиксированные комиссионные при торговле крупными пакетами акций (свыше 1 млрд.иен). Такие осторожные меры по либерализации рынков вполне укладывались в рамки градуалистского (т.е. постепенного) подхода к дерегулированию финансовых рынков, который был характерен для министерства финансов и Банка Японии. В целом, принятие данных мер действительно способствовало оживлению конкуренции на рынке ценных бумаг, но не смогло поддержать падающий индекс Nikkei. В августе 1992 г. индекс упал ниже 15000 пунктов, что вынудило правительство вновь

¹² Ук.соч., стр.32

выступить с заявлениями о необходимости интервенции на фондовом рынке путем выделения специальных денежных средств для скупки акций.

1.3 Проблема плохих долгов и антикризисные меры в банковской сфере

Однако наибольшую угрозу для экономической стабильности представлял не рынок ценных бумаг, а ситуация с «плохими кредитами», отягощавшими балансы коммерческих банков. Изначально японские власти заняли выжидательную позицию, недооценивая масштаб проблем и надеясь на то, что возобновление подъема фондового рынка позволит проблеме плохих кредитов рассосаться самой собой. Традиционно, Министерство финансов и Банк Японии осуществляли надзор за банками исходя из принципа «конвоя», т.е. регулирующие органы стремились поддерживать такую систему, когда даже самым слабым банкам ничего бы не угрожало (аналогия с системой конвоя судов, при которой скорость всего конвоя определяется скоростью самого медленного из кораблей). Одним из проявлений такой системы было подавление конкуренции в банковском секторе, в частности, когда на внедрение каждого нового банковского продукта требовалось специальное разрешение министерства финансов, которое давалось сразу всем банкам, снижая, тем самым, стимулы к разработке новых продуктов. Данный подход позволяет объяснить тот факт, что в послевоенные годы банкротства банков в Японии происходили намного реже, чем в других развитых странах.

Когда же проблемы у банков все-таки возникали, министерство финансов решало их в ручном режиме, стремясь не допустить банкротства проблемных организаций. Стандартный подход заключался в нахождении «здорового» банка, который сливался с проблемным при деятельном участии чиновников министерства финансов. Классическим примером

может служить ситуация с банком Heiwa-Sogo Bank, который в 1985 г. оказался в предбанкротном состоянии. Чтобы не дать ему обанкротиться, чиновники из министерства финансов стали активно разрабатывать планы слияния с другими банками, и спустя некоторое время им удалось уговорить банк Sumitomo поглотить Heiwa-Sogo Bank. В результате, вкладчики и кредиторы де-факто обанкротившегося банка не понесли никакого ущерба, а все убытки принял на себя банк Sumitomo, который, правда, смог серьезно расширить свою филиальную сеть в результате этой сделки¹³.

Однако серьезное отличие ситуации начала 1990-х гг. от предыдущих банковских кризисов заключалось в том, что здоровых банков почти не осталось, т.к. проблемой «плохих долгов» оказались в большей или меньшей степени затронуты все крупные и средние банки¹⁴. Таким образом, при наличии массы проблемных банков не было банков, которые могли бы взять на себя роль спасителей. Пределы традиционного подхода к спасению столкнувшихся с трудностями банков путем их слияния со здоровыми банками были продемонстрированы в марте 1992 г., когда из-за скандалов с поддельными депозитными сертификатами обанкротился банк Toyo Shinkin. Во всей банковской системе не нашлось банка для его спасения, поэтому в итоге его активы были по частям переданы нескольким банкам, в частности Sanwa Bank¹⁵.

Еще одним традиционным методом спасения банков от банкротства, применявшимся Министерством финансов, было назначение

¹³ Hanazaki M., Horiuchi A. A Vacuum of Governance in the Japanese Bank Management. Discussion paper. Tokyo, 1998. page 11

¹⁴ Ujiiie J. Nihon-no shihon shijo. Токуо, 2002. (Удзиэ Дз. Японские финансовые рынки. Токио, 2002), стр.36

¹⁵ Ук.соч., стр.36

своих представителей в совет директоров либо в правление проблемных банков. Такие представители назначались для побуждения менеджмента банков к решительным мерам по оздоровлению, а их назначение посылало банковскому сообществу четкий сигнал, что правительство твердо намерено сделать все возможное, чтобы спасти банк, столкнувшийся с проблемами. Однако в середине 1990-х гг. и этот метод перестал работать. В 1995 г., когда на грани банкротства оказался средний по размерам Nyogo Bank, руководить его оздоровлением был направлен глава департамента банков Министерства финансов, однако, несмотря на такое вмешательство, в октябре того же года банк вынужден был объявить себя банкротом (более подробно решение проблемы этого банка описано далее).

Проблема «плохих кредитов» усугублялась тем, что банки крайне неохотно раскрывали информацию об их доле в своем балансе, т.е. Банк Японии и министерство финансов, а также участники рынка не обладали всей полнотой информации об истинных масштабах трудностей в банковском секторе. В частности, городские банки (которые являются системообразующими банками в Японии) начали раскрывать информацию об объеме «плохих кредитов» на своих балансах только в марте 1996 г.¹⁶ Сам термин «плохие кредиты» («плохие долги») в узком, бухгалтерском понимании включал в себя: а) кредиты обанкротившимся заемщикам; б) кредиты с просроченной задолженностью по уплате процентов на срок свыше 180 дней; и в) кредиты заемщикам, находящимся в тяжелом финансовом положении, процентные выплаты по которым сокращены. В то же время, другие категории банков, в частности банки Shinkin, кредитные кооперативы и сельскохозяйственные кредитные кооперативы,

¹⁶ Hanazaki M., Horiuchi A. Ук.соч., стр.4

на которые в совокупности приходилось около трети всех банковских депозитов в Японии, таких данных не раскрывали¹⁷.

Следует отметить, что еще с 1971 г., когда была создана Корпорация страхования вкладов (Deposit Insurance Corporation), в Японии действовала система страхования вкладов. Пересмотр законодательства в 1986 г. наделил корпорацию двумя возможными вариантами действий при банкротстве банков: 1) схема выкупа, когда банк ликвидировался, а его обязательства перед вкладчиками объемом до 10 млн. иен оплачивались бы из средств Корпорации, 2) схема компенсации, предусматривавшая выделение финансирования частным банкам и компаниям, которые принимали участие в сделках по слиянию с банками-банкротами. Однако ввиду устоявшейся практики спасения проблемных банков путем слияния со здоровыми в ручном режиме эта система в течение долгого времени фактически бездействовала. До конца 1980-х гг. объем средств под управлением корпорации не превышал 300-400 млрд. иен, что явно не позволило бы компенсировать потери вкладчиков в случае банкротства одного из крупных банков¹⁸. Таким образом, министерство финансов и Банк Японии серьезно не предполагали, что этот инструмент придется использовать для решения проблем крупных банков.

Впервые средства Корпорации страхования вкладов были задействованы только в 1992 г., т.е. двадцать лет спустя после ее создания, когда банковская система стала испытывать серьезные проблемы из-за плохих долгов. Выделение средств Корпорации стало сигналом того, что старые методы спасения банков перестают работать, в частности потому,

¹⁷ Ук.соч., стр.5

¹⁸ Nakaso H. The financial crisis in Japan during 1990-s: How the Bank of Japan responded and the lessons learnt. Working paper, BIS, 2001. стр.3

что Министерству финансов стало все труднее уговаривать руководство частных банков спасти проблемные банки.

Отношение монетарных властей к способам поддержания стабильности в банковском секторе также стало постепенно меняться. В октябре 1994 г. председатель Банка Японии Я.Миэно выступил с программной речью, в которой он заявил, что центральный банк не обязан спасать все финансовые учреждения без исключения, и что для здоровья финансовой системы в целом будет лучше дать обанкротиться тем из них, которые и так стоят на грани банкротства¹⁹. Впрочем, никаких институциональных изменений (например, увеличения капитала Корпорации страхования вкладов) за этой речью не последовало, а это означало, что в случае банкротства крупного банка властям по-прежнему придется реагировать в ручном режиме.

Вскоре после выступления главы Банка Японии, в декабре 1994 г. обанкротились два городских кредитных кооператива (urban credit cooperatives) Тоюо Куоуа и Анзен. Этот был первый случай банкротства данного типа финансовых учреждений, причем общая сумма клиентских депозитов в этих двух кооперативах превысила 210 млрд. иен. Несмотря на то, что у Корпорации страхования вкладов было достаточно средств для компенсации этих потерь и применения схемы выкупа, министерство финансов и Банк Японии высказались против нее, из-за опасений паники среди вкладчиков, которые потеряли бы свои депозиты свыше 10 млн. иен. Поэтому было решено применить схему компенсации – привлечь частный банк, который смог бы принять на себя активы и депозиты обанкротившихся кооперативов, и выделить ему финансирование за счет средств Корпорации страхования вкладов. Однако реализация схемы

¹⁹ Ук.соч., стр.4

натолкнулась на два препятствия: во-первых, не нашлось ни единого частного финансового учреждения, согласного участвовать в схеме, а во-вторых, сумма финансирования превышала установленный лимит средств, которые Корпорация страхования вкладов могла по закону выделить одному обанкротившемуся учреждению в таких случаях.

В результате, власти предложили новый пакет мер для урегулирования проблемы. Он включал в себя создание Банком Японии и частными банками нового банка (Токуо Куюдоду Банк - ТКВ), который взял бы на свой баланс бизнес двух обанкротившихся кооперативов. Совокупный капитал нового банка составил 40 млрд. иен, предоставленных поровну Банком Японии и частными финансовыми учреждениями. Недостающую сумму для расчистки баланса кооперативов выделила Корпорация страхования вкладов, а частные банки также предоставили ТКВ кредит под низкий процент для стабилизации его финансового положения²⁰. Следует отметить, что частные банки согласились на участие в данной схеме не под давлением регулятора (они оказались способны отклонить предложенную вначале схему выкупа), а исходя из своих интересов, заключавшихся в недопущении паники среди вкладчиков кооперативов, которая могла перекинуться и на другие финансовые учреждения. Этот случай продемонстрировал неготовность Корпорации страхования вкладов к самостоятельному урегулированию ситуаций с банкротством более-менее крупных банков.

Следующая волна банкротств в банковской сфере началась в 1995 г., когда обанкротились еще два кредитных кооператива Cosmo Credit Cooperative и Kizu Credit Cooperative, а также банк Nyogo. Проблемы всех трех финансовых учреждений были решены по той же схеме передачи их

²⁰ Ук.соч. стр.5

активов в новые банки и компенсации со стороны Корпорации страхования вкладов. Однако если с Cosmo и Нуого все прошло относительно гладко (неудачная попытка решить проблему этого банка путем направления в его руководство руководителя департамента банков министерства финансов была описана ранее), то размер обязательств Kizu, которые нужно было компенсировать, превысил 1 трлн. иен. Частные банки начали выражать опасения, что продолжение применения схемы компенсации подорвет их устойчивость, и требовали от регулирующих органов изменить крайне обременительный для них подход к санации банкротящихся финансовых учреждений. Всего за шесть лет с 1992 по 1998 г. средства Корпорации страхования вкладов были использованы в 25 случаях спасения банков, а общая сумма финансирования банков, участвовавших в схемах приобретения проблемных банков, превысила 2.4 трлн. иен²¹.

В 1995-96 гг. в полной мере высветилась проблема особых небанковских финансовых организаций ипотечного кредитования (т.н. компаний Jusen). Компании Jusen появились в 1970-х гг., как дочерние структуры банков, которым в то время было запрещено осуществлять ипотечное кредитование населения напрямую. В 1980-е гг., когда данный запрет для банков был снят, компании Jusen не прекратили своего существования, а просто переключились на кредитование девелоперских компаний, хотя у них практически не было опыта в данной сфере. Падение цен на землю и недвижимость в начале 1990-х гг. ударило по ним особенно серьезно. Летом 1995 г. специальная инспекция министерства финансов установила, что совокупные убытки семи ведущих компаний Jusen превышают 6,4 трлн. иен²². Ресурсов материнских банков было явно

²¹ Hanazaki M., Horiuchi A. Ук.соч., стр.17

²² <http://www.ja.wikipedia.org>

недостаточно, чтобы покрыть эти убытки. В результате дебатов в парламенте было принято решение распределить убытки между материнскими банками, банками-кредиторами и сельскохозяйственными финансовыми кооперативами, а оставшуюся часть (680 млрд.иен) покрыть за счет средств налогоплательщиков. Ситуация с компаниями Jusen стала первым примером прямого использования денег налогоплательщиков для решения проблем финансовых учреждений. Общественная реакция против этого решения была крайне негативной, так как деятельность компаний Jusen, в отличие от банков и других организаций по приему депозитов, не затрагивала население напрямую, но их проблемы перекладывались на всех налогоплательщиков. Проблемы компаний Jusen и риск их распространения на другие сектора финансовой сферы побудил Банк Японии к созданию Нового фонда финансовой стабилизации (New Financial Stabilization Fund), предназначенного для создания юридических рамок для аккумуляции собственных ресурсов Банка на случай необходимости вливания капитала в частные финансовые организации²³.

В 1996 г. были приняты поправки к закону о страховании вкладов, согласно которым временно отменялся максимальный предел выплаты компенсаций из средств Корпорации страхования вкладов частным банкам при их участии в схеме банкротства проблемных банков. Для обеспечения финансирования Корпорации страхования вкладов размер страхового взноса за участие в системе страхования вкладов был увеличен с 0,012 до 0,084%, что привело к увеличению сборов страховых взносов до 460 млрд. иен в год. Созданный двумя годами ранее Tokyo Kyoudou Bank был переименован в RCB (Resolution and Collection Bank), в его обязанности

²³ Milhaupt C.J., West M.D. Economic Organizations and Corporate Governance in Japan. – Oxford. 2004 – page 95

были включены положения о выкупе плохих долгов у частных банков и о полном приобретении обанкротившихся банков, в случае невозможности привлечения к схеме частных финансовых организаций. Таким образом, государством был сделан шаг навстречу банковскому сообществу, которое стремилось снизить свои издержки и требовало расширения участия государства в схемах оздоровления проблемных банков.

Тем временем ситуация с плохими долгами продолжала ухудшаться и затягивать в водоворот все новые финансовые институты. В начале 1997 г. явные проблемы появились у крупных банков Nippon Credit Bank и Hokkaido Takushoku Bank. Первый из них представлял собой один из трех японских банков долгосрочного кредита, а второй был крупнейшим городским банком в префектуре Хоккайдо, основанным еще в XIX в. для финансирования колонизации острова японскими поселенцами. Активы Nippon Credit Bank составляли 15 трлн. иен, активы Hokkaido Takushoku Bank – 9,5 трлн. иен. Для решения проблем Nippon Credit Bank министерство финансов и Банк Японии создали консорциум из крупнейших акционеров банка и двух других банков долгосрочного кредита (Industrial Bank of Japan и Long Term Credit Bank of Japan). Консорциум и Банк Японии влили в Nippon Credit Bank свыше 290 млрд. иен нового капитала, однако это способствовало лишь временной стабилизации положения банка, в то время как ситуация с плохими кредитами ухудшалась, а рейтинговые агентства несколько раз снизили кредитные рейтинги банка. В результате, через полтора года после рекапитализации, Nippon Credit Bank был национализирован, чтобы избежать неминуемого банкротства²⁴.

²⁴ Nakaso H., Ук.соч. Стр.8

Что касается Hokkaido Takushoku Bank, то при активном посредничестве министерства финансов им были инициированы переговоры с Hokkaido Bank о возможном слиянии. Однако эти переговоры закончились неудачей, так как помимо опасений о потенциально большом объеме плохих долгов на балансе Hokkaido Takushoku Bank, сыграл роль и субъективный фактор – оба банка в течение десятилетий были злейшими конкурентами и боролись за один и тот же региональный рынок, что наложило отпечаток на менталитет их менеджмента. В результате в ноябре 1997 г. Hokkaido Takushoku Bank был объявлен банкротом, а Банку Японии пришлось предоставить 2,6 трлн. иен в качестве экстренной помощи для компенсации средств вкладчикам.

До середины 1990-х гг. трудности, испытываемые банковской системой Японии, оставались преимущественно внутренними проблемами, но затем их отзвуки начали оказывать непосредственное влияние и на положение японских финансовых институтов в глобальном масштабе. В сентябре 1995 г. Daiwa Bank объявил об убытке в 1,1 млрд. долл., возникшем в результате мошеннических операций сотрудника его нью-йоркского офиса. После проведенного расследования, американский финансовый регулятор предписал Daiwa Bank прекратить все финансовые операции в США. Этот скандал стал серьезным ударом по международной репутации японских банков. Но издержки отнюдь не ограничивались репутационными потерями. После сентября 1995 г. на международном рынке капитала появился такой феномен как «японская премия» - разница в ставках LIBOR и TIBOR в долларах. «Японская премия» появилась на рынке впервые с момента окончания т.н. нефтяного шока 1974 г. Тем самым мировой рынок капитала оценил серьезность проблем в финансовой системе Японии, связанных с нерешенной проблемой «плохих

долгов». Конкретный размер этой премии колебался от 10 до 100 базисных пунктов, что представляло собой значительный показатель²⁵.

Осознав масштаб проблем, кабинет министров Японии выступил с инициативой широкомасштабной государственной поддержки банковской системы Японии. Программа поддержки банковского сектора была принята парламентом весной 1998 г., когда стало ясно, что даже крупнейшие банки, обремененные «плохими долгами», находятся в крайне уязвимом состоянии. По закону на помощь банкам выделялась беспрецедентная сумма в 30 трлн.иен, а осенью того же года она была увеличена вдвое - до 60 трлн. иен, что составляло 12% ВВП²⁶. Из этой суммы 25 трлн. иен предназначались на укрепление капитала городских банков. Для контроля над процессом реструктуризации в банковском секторе был создан Комитет по возрождению финансового сектора. Государство помогало банкам, покупая их привилегированные акции или облигации с правом конвертации в обыкновенные акции, при несоблюдении банками программ финансового оздоровления в установленные сроки. Стоит отметить, что почти все японские банки в той или иной степени воспользовались этой формой поддержки. Несколько забегаая вперед, можно отметить, что без предварительной стабилизации банковского сектора, достигнутой этой мерой, широкомасштабная реформа дерегулирования финансовых рынков, начатая в 1998 г., скорее всего, вызвала бы разбалансирование финансового сектора и принесла бы гораздо более скромные результаты.

²⁵ The Return of the "Japan Premium": Trouble Ahead for the Japanese Banks. FRBSF Economic letter.2001-06.

<http://www.frbsf.org/publications/economics/letter/2001/el2001-06.html#subhead2>

²⁶ Рубцов Б.Б. Ук.соч., стр.393

1.4 Банкротства брокерско-дилерских компаний

Проблема плохих долгов затронула не только банки, но и брокерско-дилерские компании. В ноябре 1997 г. министерство финансов приняло решение приостановить деятельность Sanyo Securities – средней брокерско-дилерской компании с активами 2,7 трлн. иен, которая нарушила требование к минимальному размеру собственного капитала. Токийский окружной суд вынес постановление о немедленном прекращении деятельности компании. Министерство финансов и Банк Японии полагали, что банкротство брокерско-дилерской компании представляет намного меньший риск, чем банкротство коммерческого банка, так как она не оказывала платежных и расчетных услуг. Постановление суда означало приостановление всей деятельности компании, в том числе и расчетов с контрагентами. Тем самым Sanyo Securities допустила дефолт на межбанковском рынке объемом 8,3 млрд. иен. И хотя размер дефолта был минимальным по сравнению с объемом рынка, сообщение о нем посеяло панику среди участников рынка, так как это был первый случай дефолта на межбанковском рынке. В результате рынок резко сжался, и Банку Японии пришлось через операции на денежном рынке срочно вливать в финансовую систему ликвидность (ее размер достиг 190 млрд. долл.). То, что дефолт небольших масштабов привел к остановке всего рынка, несомненно, свидетельствовал о хрупкости финансовой системы Японии в то время.

Спустя три недели после банкротства Sanyo Securities последовал крах еще одной брокерско-дилерской компании - Yamaichi Securities, которая входила в «большую четверку» японских инвестиционных банков. Yamaichi представляла собой финансовый конгломерат с дочерними банками на территории Великобритании, Германии, Нидерландов и Швейцарии, а совокупные активы группы превышали 22 трлн. иен (203

млрд.долларов). Непосредственной причиной банкротства Yamaichi Securities стало обнаружение информации о ее забалансовых обязательствах в размере более 200 млрд. иен. На этот раз, учтя опыт банкротства Sanyo Securities, японские финансовые регуляторы не стали моментально приостанавливать деятельность компании, а позволили Yamaichi продолжить операции, чтобы рассчитаться с контрагентами, параллельно пытаясь подыскать частный банк, который согласился бы выкупить активы компании и взять на себя ее обязательства. Министерство финансов, которое осуществляло надзор за брокерско-дилерскими компаниями, отдавало себе отчет в том, что моментальное прекращение деятельности компании такого масштаба нанесет сокрушительный удар по финансовым рынкам. Поэтому чиновникам министерства финансов удалось убедить Банк Японии предоставить финансирование в форме кредита Yamaichi Securities, хотя последняя не входила в систему страхования вкладов и не была подотчетна Банку Японии. К декабрю 1997 г. объем кредитования Yamaichi Securities Банком Японии достиг 1,2 трлн. иен (11,1 млрд. долларов), тем самым Банк Японии фактически заменил собой всех кредиторов компании. В результате, хотя компания была официально признана банкротом и ее чистые убытки составили 1,5 млрд. долларов, в основном удалось избежать негативных последствий для ее контрагентов.

Продолжающиеся проблемы в финансовой сфере, которые затрагивали даже крупнейшие банки, небанковские кредитные организации и брокерско-дилерские компании свидетельствовали о том, что финансовая сфера была неспособна справиться с ними самостоятельно. Традиционный градуалистский подход министерства финансов и Банка Японии, которые реагировали на проблемы каждого финансового института по отдельности и пытались стабилизировать ситуацию путем

постепенных законодательных изменений пост-фактум и вливания денег в банкротившиеся финансовые организации, также явно не срабатывал. Финансовые рынки по-прежнему находились в угнетенном состоянии, и банкротство новых системообразующих финансовых институтов было только вопросом времени. Проблемы финансового сектора непосредственным образом отражались на субъектах реальной экономики, которым стало намного труднее привлекать финансирование для своей деятельности. Так, общие объемы привлечения денежных средств путем долевого финансирования (выпуска обыкновенных и привилегированных акций, райтов, варрантов и проч.), компаниями с листингом на фондовых биржах которые на пике «мыльного пузыря» в 1989 г. составляли почти 9 трлн. иен, на протяжении 1992-1995 гг. колебались в пределах 400-800 млрд.иен²⁷. Постепенно у специалистов министерства финансов и Банка Японии, а также ведущих политиков появилось понимание необходимости системных преобразований в финансовой сфере. Консультативные органы при правительстве почти в унисон рекомендовали скорректировать политику по отношению к национальному финансовому сектору, чтобы перейти от системы, основанной на непрямом финансировании (т.е. финансировании посредством банковского кредитования), к системе прямого финансирования, т.е. привлечения средств предприятиями напрямую на рынке ценных бумаг²⁸. Прислушавшись к их рекомендациям, кабинет Р.Хасимото объявил полномасштабное реформирование финансовых рынков одним из своих главных приоритетов. Официально об этом было заявлено самим премьер-министром в ноябре 1996 г. в т.н. «Декларации Большой встряски на банковском и фондовом рынках» (Banking and Securities Market Big Bang Declaration).

²⁷ Securities Markets in Japan 2008. Tokyo, 2008. page 42

²⁸ Ук.соч. Стр.34

Глава 2. «Большая встряска» - дерегулирование финансового сектора экономики в конце 1990-х – начале 2000-х гг.

2.1 Законодательные решения в рамках «Большой встряски»

Декларация Хасимото ставила своей целью создание «свободного, справедливого и глобального» (free, fair and global)²⁹ финансового рынка в Японии. Первый из этих принципов означал призыв к большей гибкости рынка и появлению новых финансовых продуктов, снятие барьеров для вхождения новых профессиональных участников рынка ценных бумаг и либерализацию комиссионных, процентов по кредитам, депозитам и т.д. Это должно было привести к созданию более конкурентной среды и, как следствие, повышению конкурентоспособности участников рынка.

Второй принцип подразумевал повышение ответственности участников рынка для предотвращения скандалов и манипуляций, нацеленное на восстановление доверия к рынку. Также он предполагал лучшую защиту инвесторов.

Третий принцип был ориентирован на повышение роли Токио как международного финансового центра путем интернационализации его финансового сектора. После краха «мыльного пузыря» на фондовом рынке, позиции Токио значительно ослабли, что выразилось, в частности, в перемещении торговли ценными бумагами и валютой в Нью-Йорк и Лондон, уходе большого числа иностранных эмитентов с Токийской фондовой биржи, а также в росте популярности Гонконга и Сингапура в качестве азиатских финансовых центров. Японский рынок проигрывал рынкам других ведущих держав прежде всего из-за своей зарегулированности. Поэтому предполагалось, что снятие излишних

²⁹ <http://ja.wikipedia.org>

запретов на движение капиталов, гармонизация законодательства, принципов надзора и бухгалтерского учета с международными стандартами будет способствовать повышению привлекательности Токио для иностранных эмитентов и ведущих инвестиционных банков.

Само название реформы, скопированное с данного прессой названия радикальной реформы фондового рынка Великобритании 1980-х гг., сигнализировало о намерении японских властей перейти к более решительным шагам по трансформации финансового рынка.

В отчете, подготовленном консультативными органами, которым правительство поручило проработать подходы к реализации реформы, говорилось, что она прежде всего должна исходить из интересов клиентов финансовых учреждений, т.е. инвесторов и предприятий, нуждающихся в привлечении финансирования. В частности, рекомендации включали в себя:

- расширение доступных альтернатив для инвестиций и привлечения финансирования;
- повышение уровня финансовых услуг, оказываемых финансовыми посредниками и усиление конкуренции, которое будет его стимулировать;
- улучшение инфраструктуры финансового рынка, повышение доступности его услуг;
- установление правил, способствующих повышению надежности и транспарентности при заключении сделок³⁰.

³⁰ http://www.fsa.go.jp/p_mof/big-bang/bb30.htm

Эти четыре направления впоследствии легли в основу конкретных законодательных мер, принятых для реализации плана «Большой встряски». Реформа финансовых рынков также должна была способствовать решению проблемы плохих долгов.

Стоит отметить, что предыдущие попытки проведения реформы финансового сектора во многом тормозились из-за противодействия тех или иных групп участников рынка и представлявших их интересы политиков или представителей монетарных властей. Каждая группа участников финансового рынка (банки, брокерско-дилерские компании, страховые компании и т.д.) традиционно выступала против открытия своего сегмента рынка для конкуренции со стороны представителей других сегментов рынка. Так, например, брокерско-дилерские компании выступали против разрешения банкам продавать паи инвестиционных фондов. Банки долгосрочного кредита стремились не допустить расширения линейки депозитов обычных банков, т.е. появления в ней долгосрочных депозитов³¹. Часть страховых компаний стремилась не допустить отмены системы разделения страхового сектора на сегменты – все страховые компании было законодательно разделены на три группы: компании страхования жизни (*seimei hoken kaisha*), компании страхования имущества (*songai hoken kaisha*) и т.н. «страховые компании третьей группы», т.е. не подпадающие под первые две категории (*daisan bun'ya hoken kaisha*)³². В третью группу входили компании медицинского страхования, страхования от специфических тяжелых болезней: рака и т.д. Сферы деятельности каждой группы компаний были четко ограничены и, например, компании страхования жизни не могли продавать страховые

³¹ Ito.T., Melvin M. Japan's Big Bang and the Transformation of Financial Markets // National Bureau of Economic Research Working Paper 7247, July, 1999. page 5

³² <http://ja.wikipedia.org>

медицинские страховки или страховки от рака. Примечательно, что США оказывали давление на власти Японии, стремясь не допустить отмены такого деления, так как американская AIG, занимавшая значительную часть рынка «третьей группы», опасалась потери своей доли в результате ужесточения конкуренции. Такая позиция американцев резко контрастировала с 1980-ми гг., когда либерализация финансового рынка Японии во многом диктовалась именно давлением со стороны США³³.

Отличием «Большой встряски» от предыдущих попыток реформирования финансового сектора стало то, что с призывом к реформе выступил не министр финансов либо кто-то из его подчиненных, а сам премьер-министр Хасимото, т.е. инициатива проведения реформы исходила от высшего политического уровня. Кроме того, премьер-министр провозгласил реформу финансового сектора одним из основных приоритетов своего правительства и неоднократно подтверждал свою приверженность этой политике в заявлениях, рассчитанных на иностранную аудиторию, чтобы ослабить возможное сопротивление групп интересов внутри страны.

Сразу после своего первого выступления с «декларацией Большой встряски» премьер-министр отдал прямое указание министру финансов Мицудзука и министру юстиции Мацуура подготовить всеобъемлющий пакет предложений по реформе финансового рынка³⁴. В японской практике такое прямое указание премьер-министра в отношении конкретного направления политики, особенно в финансовой сфере, является исключительным событием. Оно частично объясняется тем, что к этому времени перспективы реформы финансового рынка обсуждались

³³ Ito.T., Melvin M. Ук.соч., стр.5

³⁴ Kamikubo M. Bureaucratic Behavior and Policy Change: a Case of Japan's Financial Markets Reform in the 1990s as an Implication for the Study of Asian Financial Integration. Tokyo. 2008. page 22

уже в течение долгого времени, поэтому Хасимото не без оснований рассчитывал, что конкретные предложения будут подготовлены в сжатые сроки.

Министерство финансов в целом поддержало идею реформы, в частности, как средство отвлечь общественное внимание, которое было настроено крайне негативно из-за решения проблем компаний Jusen за счет средств налогоплательщиков. Консенсус о необходимости реформирования финансовых рынков сложился давно, однако сторонникам быстрых и решительных преобразований как всегда противостояли сторонники постепенных и градуалистских мер. Прямое указание премьер-министра помогло реформистам взять верх над их оппонентами.

Детальная проработка вопроса о реформировании финансового сектора страны была поручена пяти консультативным органам: Совету по ценным бумагам и биржам (Securities and Exchange Council), Совету по изучению финансовой системы (Financial System Research Council), Совету по страхованию (Insurance Council), Совету по валютным и иным операциям (Council on Foreign Exchange and Other Transactions) и Совету по бухгалтерской отчетности (Business Accounting Council). Работа всех советов велась параллельно – т.е. предложения, выдвинутые по каждой сфере, доводились до сведения членов остальных консультативных советов. В итоге, подготовленные ими наработки были сведены воедино в апреле 1997 г. в документе под названием «План реформы финансовой системы». В нем были перечислены конкретные предложения по либерализации каждой сферы финансового рынка и сроки их реализации. На основе данного документа началась работа над новыми законопроектами и поправками в действующие законы.

Первым законодательным решением, одобренным парламентом Японии, стали принятые в мае 1997 г. поправки к Закону о валютном контроле и контроле за внешней торговлей (Foreign Exchange and Foreign Trade Control Law). Затем, в декабре 1997 г. были приняты поправки в антимонопольное законодательство, разрешившие создание финансовых холдинговых компаний. Еще через месяц парламент одобрил законопроект, разрешивший продажу паев инвестиционных фондов в филиалах банков.

Следующим этапом стало утверждение в марте 1998 г. Закона о реформе финансовой системы, который стал краеугольным камнем всех преобразований «Большой встряски». В него были сведены 23 отдельных законопроекта с поправками к Закону о ценных бумагах и биржах, Закону о банковской деятельности и Закону о страховой деятельности. Общий смысл поправок состоял в поощрении конкуренции между финансовыми учреждениями путем разрешения их взаимопроникновения в сферы деятельности друг друга и защите интересов конечных клиентов (инвесторов, вкладчиков и т.д.). Такое взаимопроникновение отличало закон 1998 г. от предыдущего закона о реформе финансовой системы 1993 г., который оставлял четкие границы между различными секторами финансового рынка. Кроме того, предыдущие этапы либерализации характеризовались попытками обеспечить защиту национальных финансовых учреждений. Отличие реформ «Большой встряски» заключалось в том, что главной целью преобразований было повышение конкурентоспособности и привлекательности японского финансового рынка в целом, в том числе за счет сознательного облегчения правил доступа на него для иностранных финансовых компаний.

2.2 Изменения, привнесенные реформой финансового рынка

Настоящий раздел посвящен анализу конкретных новаций, появившихся на финансовом рынке в результате принятия пакета законопроектов в рамках «Большой встряски».

Все законодательные изменения можно разделить на три больших категории: 1) либерализация и смягчение регулирования; 2) создание и совершенствование рыночной инфраструктуры; 3) преобразования, связанные с самими регулируемыми органами³⁵.

К первой категории относятся следующие преобразования:

Либерализация операций с иностранной валютой

Начиная с апреля 1998 г. были полностью сняты ограничения на валютные операции. В частности, физическим лицам было разрешено открывать счета в иностранной валюте в японских и иностранных банках, а также брокерские счета для торговли иностранными акциями. Для японских граждан, проживающих за границей, было отменено требование предварительного уведомления о намерении открыть счет в иностранном банке. Таким образом, для частных инвесторов были сняты все преграды для инвестирования средств за границей. Так как из всех преобразований «Большой встряски» эта мера была осуществлена в первую очередь, многие наблюдатели опасались вымывания средств инвесторов с внутреннего рынка. Показателем популярности данной меры у частных японских инвесторов может служить динамика средств физических лиц на валютных счетах в японских банках (рис. 2).

³⁵ Тоя Т. Kin'yu bigguban-no-seijikeizaigaku. Kin'yu to kokyō seisaku sakutei ni okeru seido henka., (Тоя Т. Политэкономия японской финансовой «Большой встряски». Институциональные изменения в сфере финансов и определении общественной политики) Токуо. 2003. Стр.146



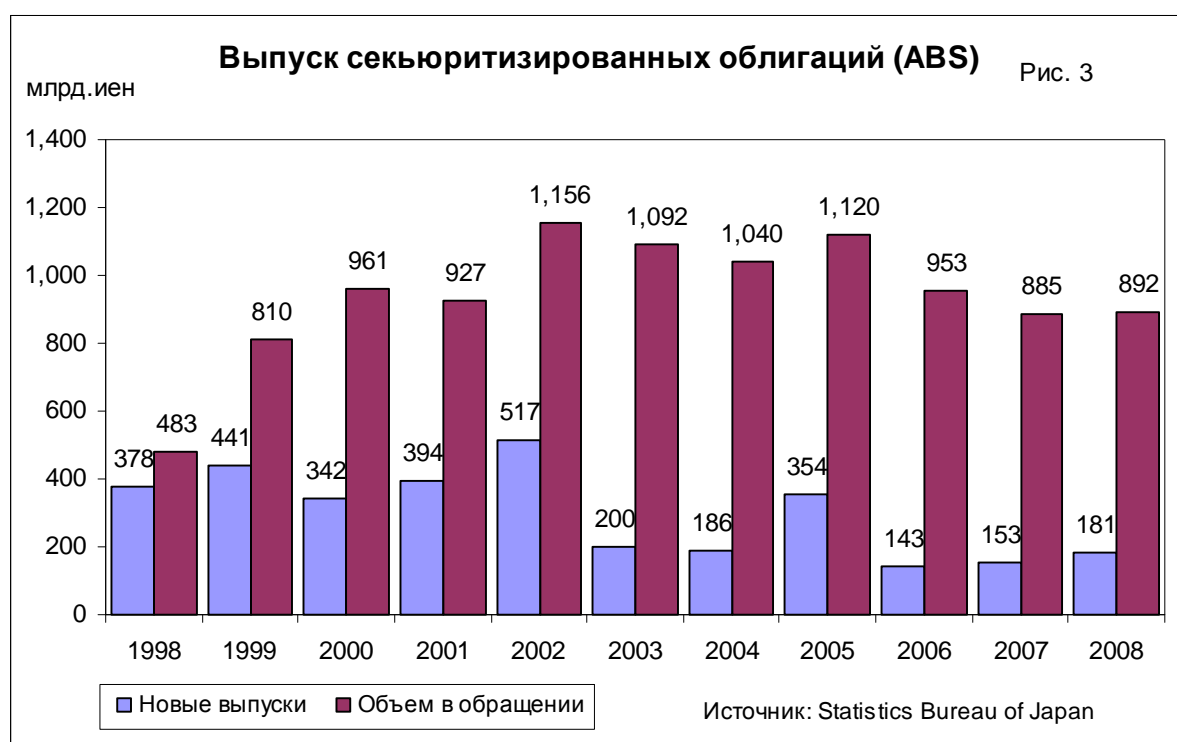
Этот показатель продемонстрировал впечатляющий рост – за первые полтора года после либерализации объем средств на валютных счетах физических лиц вырос с 880 млрд.иен до 2,5 трлн. иен, т.е. почти в 3 раза³⁶. К марту 2004 г. он достиг 4,1 трлн. иен. Популярность депозитов в иностранную валюту можно объяснить более высокими ставками по ним, чем по иеновым депозитам, а также сравнительной стабильностью курса иены.

Ранее валютное законодательство Японии предусматривало, что все сделки с иностранной валютой могли осуществляться только через банки, имевшие специальное разрешение министерства финансов. За счет такого привилегированного положения эти банки зарабатывали высокие комиссионные. Отмена данного ограничения с апреля 1998 г. позволила многим предприятиям экономить существенные деньги на банковской комиссии за валютную конвертацию.

³⁶ <http://www.stat-search.boj.or.jp>

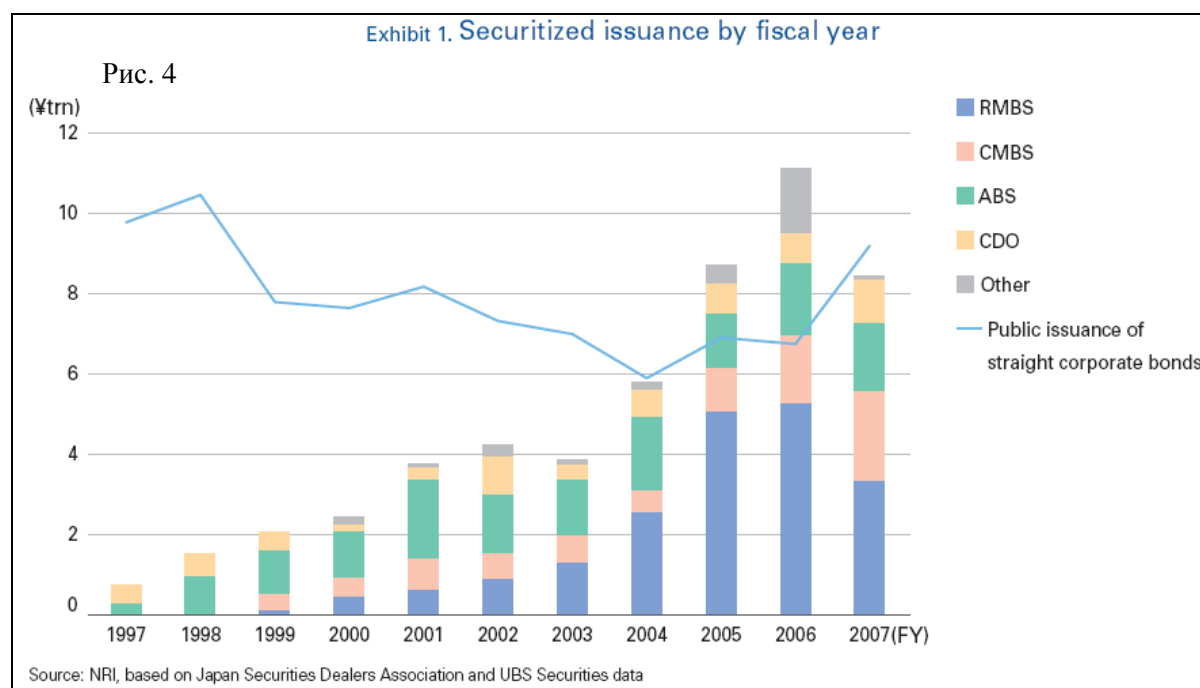
Отмена ограничений на создание новых финансовых продуктов

Были сняты ограничения на создание и торговлю новыми финансовыми продуктами, в частности, разрешена внебиржевая торговля деривативами (и биржевая торговля производными инструментами на акции), а также новыми типами инвестиционных фондов (фонды инструментов денежного рынка в иностранной валюте и т.д.) Были также уточнены и расширены рамки регулирования секьюритизированных продуктов (ABS). В частности, ранее развитие японского рынка секьюритизированных продуктов сдерживалось отсутствием вторичного рынка, а также рядом довольно обременительных обязательств для продавца ABS. Например, он был обязан предварительно уведомить всех заемщиков о секьюритизации их кредита, что требовало значительных затрат, скажем, в случае пакета мелких авто- или ипотечных кредитов³⁷.



³⁷ Decker R. The Japanese "Big Bang" Financial Report and Market Implications. // Journal of Asian Economics. Vol.9, No.2. 1998. Page 244

Рисунок 3 показывает, что либерализация привела к увеличению объема секьюритизированных облигаций (ABS в узком понимании, не включающем облигации с обеспечением в виде ипотечных кредитов) в обращении с 483 млрд.иен до 1156 млрд. иен в 2002 г., однако с тех пор этот показатель несколько снизился. В то же время, как свидетельствует рис.4, в целом рынок секьюритизированных продуктов вырос с 2 трлн.иен в 1999 г. до 11 трлн. иен в 2006³⁸. При этом действительно взрывной рост показал сектор ценных бумаг, обеспеченных закладными на жилую и коммерческую недвижимость (Residential Mortgage-Based Security и Commercial Mortgage-Based Security). В 2006 г. на них пришлось 56.7% от общего объема секьюритизированных продуктов в обращении³⁹.



RMBS в Японии впервые выпустил в 1999 г. банк Sanwa для секьюритизации своего портфеля ипотечных кредитов, затем их стали

³⁸ Current Stage of Japan's Securitization Market, vol.45 (November 2008). Nomura Research Institute. Page 3

³⁹ Securities Markets in Japan 2008. Tokyo, 2008. Page 30

выпускать и другие городские банки⁴⁰. Однако наиболее важным игроком на данном рынке стало государственное Агентство жилищного финансирования (Japan Housing Finance Agency), которое вышло на рынок в 2001 г.

Снятие барьеров между банками, компаниями по ценным бумагам и страховыми компаниями

Барьеры, существовавшие между банками, брокерскими и страховыми компаниями, были частично сняты еще в 1993 г., когда японским банкам было разрешено осуществлять андеррайтинг долговых ценных бумаг, а брокерским компаниям был открыт доступ к доверительным банковским операциям⁴¹. В результате реформ «Большой встряски» барьеры были практически полностью убраны. При этом скорость снятия барьеров для разных секторов была неодинаковой, чтобы защитить более слабые сектора финансового рынка. Так, банки получили право через свои дочерние компании осуществлять торговлю ценными бумагами и создавать инвестиционные фонды со второй половины 1999 г., с этого же времени брокерские компании стали оказывать кастодиальные услуги. В то же время, страховые компании смогли оказывать банковские и инвестиционные услуги только с 2001 г.

Либерализация выпуска облигаций банками и небанковскими кредитными учреждениями

Одним из нововведений была отмена монополии банков долгосрочного кредитования на выпуск банковских облигаций (kinyu sai). Городские и региональные банки также получили право привлекать средства путем выпуска и продажи в своих отделениях банковских

⁴⁰ Ujiiе J. Ук.соч.. Стр.407

⁴¹ Рубцов Б.Б. Ук.соч.. Стр.403

облигаций. Небанковские кредитные учреждения получили право выпускать корпоративные облигации и коммерческие бумаги (commercial paper). Впрочем, стоит отметить, что, несмотря на принятие такой меры, популярность банковских облигаций продолжала падать.

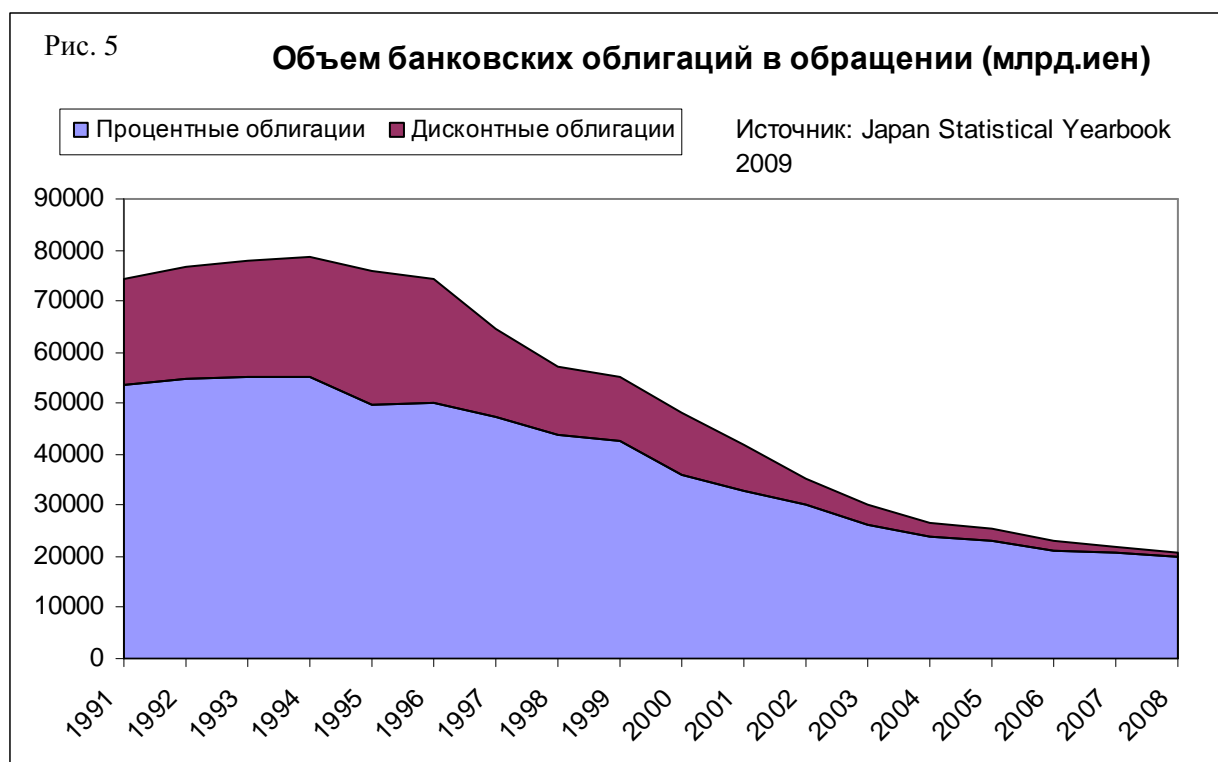


Рис. 5 демонстрирует, что объем как процентных, так и дисконтных банковских облигаций в обращении достиг своего пика в середине 1990-х гг. (55 и 26 трлн. иен соответственно), и с тех пор неуклонно снижался⁴². Можно сказать, что основное значение либерализации состояло в дальнейшем стирании различий между банками долгосрочного кредита и остальными типами банков.

⁴² <http://www.stat.go.jp>. Japan Statistical Yearbook 2009

Отмена запрета на создание финансовых холдингов

Запрет на создание финансовых холдинговых компаний в Японии был законодательно закреплён после второй мировой войны с целью недопущения возрождения довоенных финансовых конгломератов – дзайбацу. Отмена запрета дополнила указанное выше разрешение банкам, страховым и брокерским компаниям участвовать в бизнесе друг друга путем учреждения дочерних компаний. Ряд финансовых компаний Японии поспешили воспользоваться этим разрешением и создали специальные холдинговые компании, закрепив слово «холдинг» в названии (например, Nomura Holdings, Chuo Mitsui Trust Holdings, SBI Holdings и др.)

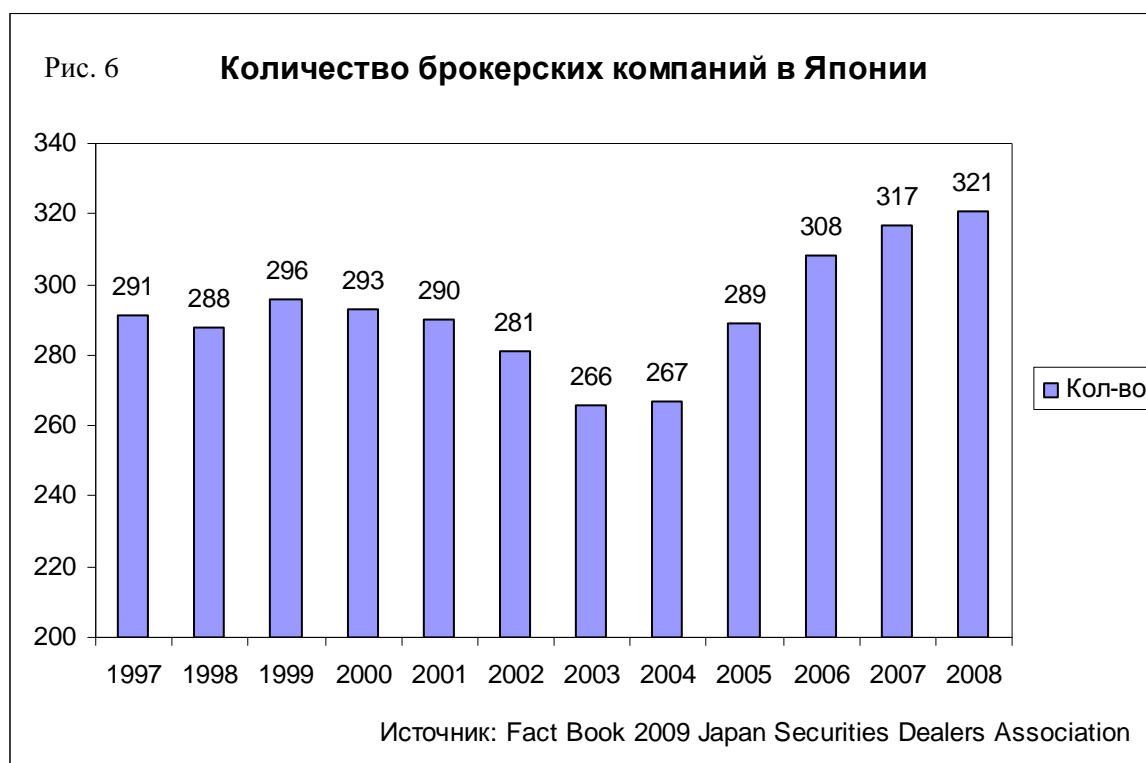
Облегчение доступа в отрасль брокерских компаний и либерализация комиссионных

Обе эти меры были направлены на поощрение конкуренции между брокерскими компаниями. Важным шагом для облегчения доступа в отрасль стала отмена лицензирования брокерских компаний и переход на систему регистрации с начала 1999 г. Это позволило значительно снизить временные и финансовые затраты на создание новых брокерских компаний. Либерализация брокерских комиссионных была проведена в два этапа: с марта 1998 г. был отменён фиксированный размер брокерской комиссии при торговле большими пакетами акций, а до конца 1999 г. комиссии были полностью либерализованы⁴³.

Влияние отмены лицензирования на участников рынка ценных бумаг проиллюстрировано на рис. 6. Как видно на графике, с 1999 г. началось устойчивое сокращение количества брокерско-дилерских компаний. Если в 1999 г. насчитывалось 296 компаний, то в следующем году их число сократилось на 3, в 2001 г. – ещё на 3, в 2002 – уже на 9, а в

⁴³ Тоуа Т. Ук.соч., стр.149

2003 г. осталось всего 266 компаний. Затем, с 2005 г. начался резкий рост их количества, и к 2008 г. их число достигло 321⁴⁴.

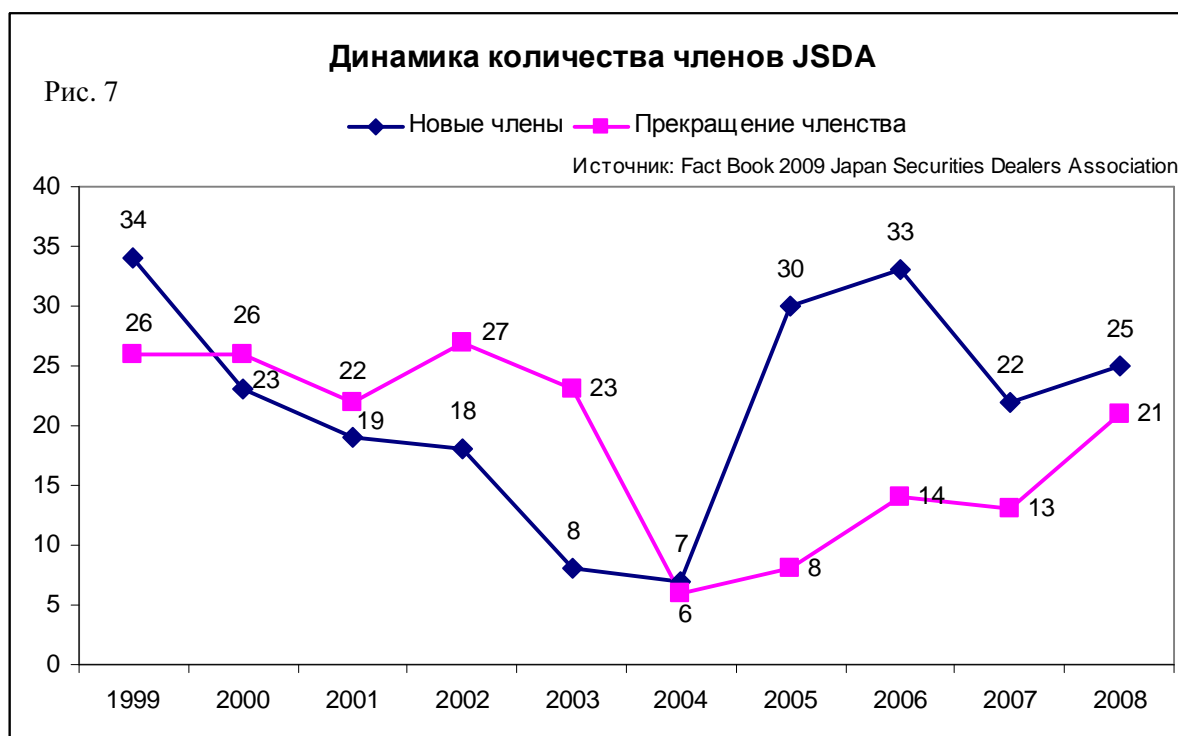


Основной причиной сокращения общего количества брокерско-дилерских компаний стало ужесточение конкуренции на рынке, которое привело к ряду слияний и поглощений мелких компаний более крупными⁴⁵. Более детальную картину можно получить, если проанализировать данные о вступлении новых членов и прекращении членства в Японской ассоциации дилеров ценных бумаг (Japan Securities Dealers Association – JSDA). Данная организация объединяет все брокерско-дилерские компании в качестве регулярных членов, а также многие другие финансовые учреждения (банки, страховые компании, кредитные кооперативы и т.д.) в качестве «специальных членов». Рисунок

⁴⁴ Fact Book 2009. Japan Securities Dealers Association. Page 26

⁴⁵ Fact Book 2002. Japan Securities Dealers Association. Page 8

7 фактически иллюстрирует динамику выхода на рынок новых и уход с рынка старых брокерско-дилерских компаний.

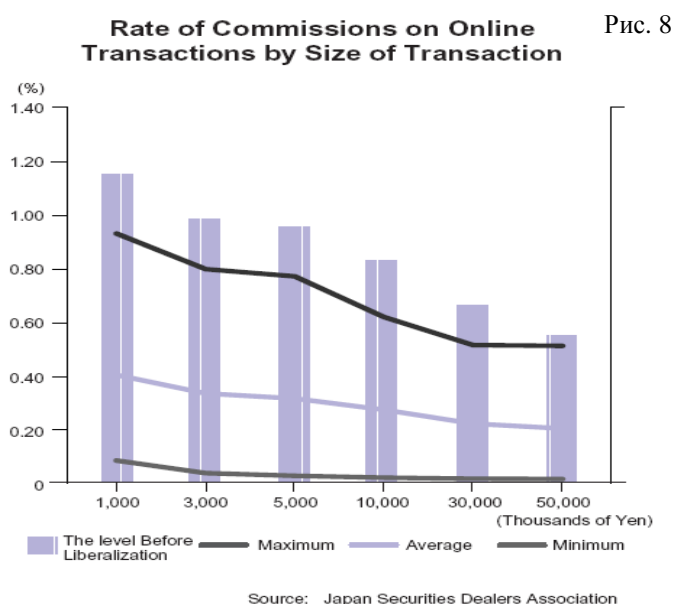


В 1999 г. сразу после перехода с системы лицензирования новых компаний на систему регистрации было создано 34 новые брокерские компании, а в следующем году - 23 новых компании. В дальнейшем происходит снижение этого показателя - до 8 в 2003 г. и 7 в 2004 г. Это частично объясняется негативным экономическим фоном. Так, в 2001-02 гг. японская экономика пережила период рецессии, длившейся 4 квартала подряд, а фондовый рынок также испытал довольно болезненное падение.

Однако уже с 2005 г. был продемонстрирован резкий рост вновь регистрируемых брокерских компаний (до 30), в частности, за счет перерегистрации мелких компаний, занимавшихся торговлей финансовыми фьючерсами, в качестве брокерских компаний и ростом популярности онлайн-трейдинга. Это свидетельствует о позитивном влиянии снижения барьеров вступления в отрасль. На этом фоне количество компаний, объявлявших о прекращении членства в JSDA, т.е.

уходящих с рынка, на протяжении 1999-2003 гг. оставалось относительно стабильным, колеблясь в пределах 22-26 компаний в год. Затем, в 2004 г. этот показатель упал до 6 компаний в год, и впоследствии начал постепенно расти. В 2008 г., под влиянием начавшегося мирового финансово-экономического кризиса, он резко подскочил с 13 до 21.

В то же время, отмена фиксированных брокерских комиссионных принесла очевидные выгоды инвесторам в ценные бумаги. Рисунок 8 показывает снижение уровня брокерских комиссий в 1999-2002 г., т.е. после полной отмены фиксированных комиссий.



В зависимости от объема торговли уровень комиссий для клиентов при онлайн-торговле снизился в среднем с 0,6 – 1,15% до 0,25 – 0,4% от объема сделки⁴⁶. Наряду с традиционными брокерами активно стали развиваться и дисконтные брокеры, предоставлявшие услуги интернет-трейдинга. Их комиссии снизились еще сильнее – например, если до реформы фиксированная брокерская комиссия при сделке с акциями объемом 1 млн. иен составляла 11,5 тыс. иен, то после либерализации

⁴⁶ Fact Book 2002. Japan Securities Dealers Association. Page 8

появились онлайн-брокеры, комиссии которых при том же объеме сделки не превышали 1 тыс. иен⁴⁷.

На рисунке 9 представлена динамика общего количества клиентских счетов для онлайн-торговли в Японии⁴⁸.



Как видно на диаграмме, рост количества клиентских счетов для торговли ценными бумагами по интернету начиная с 1999 г. растет очень быстрыми темпами. Такая популярность интернет-трейдинга объясняется, помимо прочего, низкими размерами комиссий онлайн-брокеров.

Отмена единого размера страховых премий для компаний страхования имущества

Ранее размер страховой премии рассчитывался для всех страховых компаний специальным комитетом самоуправляющейся организации компаний страхования имущества и был един для всех компаний отрасли.

⁴⁷ Ujiiе J. Ук.соч.. Стр.59

⁴⁸ Intanetto torihiki ni kan-suru chousa kekka. Heisei 21 nen 9 gatsu matsu nit suite. (Результаты исследования рынка интернет-трейдинга. Сентябрь 2009 г.). Japan Securities Dealers Association. Page 2

В результате либерализации каждая компания получила право самостоятельно рассчитывать и устанавливать размер страховой премии, что привело к всплеску конкуренции и общему снижению страховых премий, хотя для некоторых категорий физических лиц страховые премии выросли (например, стоимость полиса страхования автогражданской ответственности для молодых людей)⁴⁹.

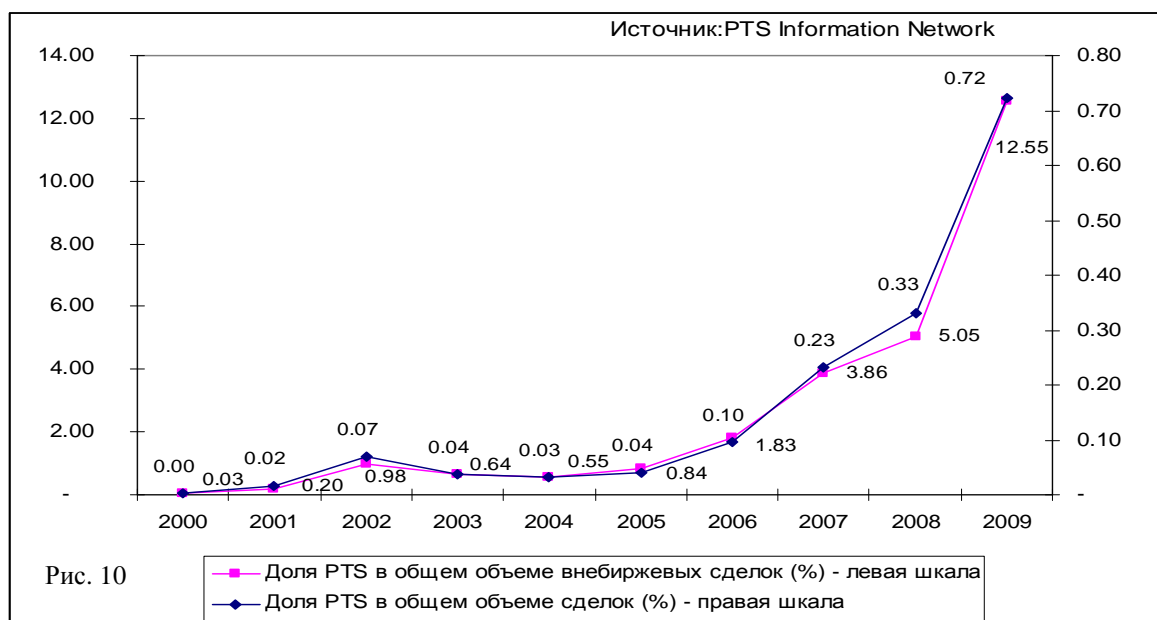
Ко второй категории (совершенствование рыночной инфраструктуры) относятся следующие преобразования:

Отмена запрета на осуществление операций с акциями на внебиржевом рынке

Еще со времен послевоенной оккупации Японии действовал запрет на торговлю листинговыми акциями вне фондовых бирж. В декабре 1998 г. он был отменен, и наряду с действовавшими в то время 8 фондовыми биржами, торговля листинговыми акциями стала осуществляться и на внебиржевом рынке. Такое решение объективно способствовало повышению ликвидности акций японских компаний и росту количества альтернативных площадок для инвесторов (до реформы существовала только одна внебиржевая торговая площадка JASDAQ). В частности, американская торговая площадка NASDAQ, Осакая фондовая биржа (OSE) и компания Softbank создали новую площадку NASDAQ Japan, ориентированную на новые высокотехнологичные компании. В августе 2002 г. эта площадка стала полностью независимой от NASDAQ и изменила название на Nippon New Market Hercules. В июне 2000 г. листинг на ней имели только 9 компаний, к январю 2010 г. их число

⁴⁹ Тоуа Т. Ук.соч.. Стр.150

выросло до 151, а их общая капитализация превысила 800 млрд. иен⁵⁰. В 1999 г. на Токийской фондовой бирже также была создана новая секция Mothers (аббревиатура от Market Of The High-growth and EmeRging Stocks), общее количество эмитентов на которой достигло 186 (на апрель 2010 г.)⁵¹. Во второй половине 2000-х гг. с развитием технологий интернет-трейдинга появилось и несколько частных торговых систем (proprietary trading systems - PTS) , созданных одной или несколькими ведущими брокерскими компаниями (в основном, онлайн-брокерами): Japan Next PTS, Daiwa PTS, kabu.com PTS и др. Оборот на этих площадках в целом остается незначительным по сравнению с общим объемом торговли акциями в Японии, однако наблюдается отчетливая тенденция к повышению их доли (рисунок 10), что, безусловно, свидетельствует об их востребованности. В частности, за 2009 г. доля сделок в PTS составила всего 0,73% от общего объема сделок с акциями и 12,5% от общего объема сделок с акциями на внебиржевом рынке⁵².



⁵⁰ <http://hercules.ose.or.jp>

⁵¹ <http://www.tse.or.jp/listing/mothers/list.html>

⁵² PTS Information Network. <http://pts.offexchange.jp/>

Создание механизма защиты инвесторов

В декабре 1998 г. был создан Японский фонд защиты инвесторов (Japan Investor Protection Fund - JIPF), аналогичный по замыслу механизму страхования вкладов, уже действовавшему в банковском секторе. С 2001 г. максимальный размер средств частных инвесторов, подпадающий под механизм компенсаций JIPF, был установлен в размере 10 млн.иен. Частные инвесторы получили право на компенсацию из средств фонда в случае, если их брокер окажется неспособен вернуть им денежные средства либо ценные бумаги, например, в результате своего банкротства. Все брокерские компании Японии по закону обязаны быть членами фонда. За время своего существования фонду пришлось выплачивать компенсацию частным инвесторам только один раз – в 2000 г. после банкротства небольшой брокерской компании Minami Securities. Сумма выплат составила 3,5 млрд. иен. В настоящее время объем средств резервного фонда составляет 50 млрд. иен⁵³. Как представляется, основное значение фонда состоит в мониторинге соблюдения требования раздельного хранения собственных средств брокера и средств клиентов, с целью недопущения ущерба для клиентов даже в случае банкротства брокерских компаний.

Совершенствование стандартов бухгалтерского учета

В рамках реформы «Большой встряски» произошли изменения в стандартах бухгалтерского учета, направленные на повышение прозрачности финансовой отчетности. В частности, правила бухгалтерского учета деривативов и ряда других финансовых инструментов были приближены к нормам МСФО, чтобы затруднить сокрытие убытков компаний путем махинаций с отчетностью. Чтобы

⁵³ <http://jipf.or.jp>

предотвратить сокрытие убытков на счетах дочерних специализированных компаний обязательной стала публикация консолидированных отчетов.

Кроме того, в качестве одной из важных мер стоит отметить ужесточение требований к банкам и брокерским компаниям в отношении раскрытия информации, направленных, в частности, на облегчение доступа к ней для вкладчиков и инвесторов.

К третьей категории мер (создание и совершенствование роли регулирующих органов) относятся следующие преобразования:

Учреждение Агентства по финансовым услугам

Следует отметить, что в 1992 г. после скандалов на финансовом рынке в Японии появилась Комиссия по ценным бумагам и биржам при министерстве финансов. Однако многие экономисты и обозреватели критиковали министерство финансов за чрезмерную концентрацию полномочий в его рамках. Эта критика особенно усилилась после скандала с компаниями Jusen. Постепенно и правящая партия, и оппозиция стали склоняться к необходимости создания отдельного ведомства, ответственного за регулирование финансового рынка. Поэтому одним из основных элементов реформы 1998 г. было создание Агентства финансового надзора (Financial Supervisory Agency) – специального регулирующего органа вне министерства финансов, на который был возложен контроль над всей финансовой системой страны, т.е. брокерско-дилерскими компаниями, национальными и иностранными банками, страховыми фирмами и т.д. Агентство, подотчетное непосредственно премьер-министру, начало свою работу в июне 1998 г. В 2000 г. оно было переименовано в Агентство по финансовым услугам (Financial Services Agency). Таким образом, Япония фактически перешла на т.н. систему

единого финансового регулятора. Что касается Комиссии по ценным бумагам и биржам, то она продолжила свое существование, но была подчинена Агентству.

Укрепление независимости Банка Японии

В апреле 1998 г. вступил в силу новый Закон о банке Японии, существенно изменивший его статус. Предыдущий закон 1942 г. отражал реалии довоенного времени и закреплял значительную зависимость Банка Японии от кабинета министров и министерства финансов. В частности, кабинет министров мог увольнять председателя банка, а также его заместителей. Кроме того, министерство финансов обладало правом отдавать прямые приказы Банку Японии по вопросам проведения денежной политики. Новый закон серьезно ограничил возможность правительства влиять на деятельность банка, повысив степень его независимости. В случае возникновения противоречий между руководством банка и министерством финансов на заседании управляющих банка, представитель министерства мог лишь предложить отложить принятие решения до следующего заседания. Новая система взаимоотношений показала свое отличие от старой летом 2000 г., когда совет управляющих Банка Японии обсуждал изменение учетной политики, против чего возражало министерство финансов. Несмотря на противодействие последнего совет управляющих банка большинством голосов принял решение об отказе от политики нулевых учетных ставок⁵⁴. Новый закон также повысил требования к прозрачности деятельности Банка Японии, в частности, обязав его предоставлять официальное обоснование принимаемых решений.

⁵⁴ Ujiiе J. Ук.соч.. Стр.244

Меры, принятые в рамках «Большой встряски» серьезно преобразили японский финансовый рынок и привели к ужесточению конкуренции среди финансовых компаний и банков. Показателем усиления конкуренции может служить волна слияний и поглощений банков и брокерско-дилерских компаний, которая началась после проведения реформы в жизнь. Эти слияния и поглощения можно подразделить на четыре группы⁵⁵:

1) Более тесная консолидация в рамках отдельных кэйрэцу (финансово-промышленных групп). Наиболее заметным примером здесь выступила группа Mitsubishi. Слияние 4 банков этой кэйрэцу привело к образованию Bank of Tokyo-Mitsubishi, который в свою очередь образовал очень тесный альянс с двумя другими крупнейшими финансовыми подразделениями группы – страховыми компаниями Tokyo Marine Insurance и Meiji Life Insurance.

2) Слияния финансовых подразделений из нескольких кэйрэцу. Эти слияния отличает появление т.н. мегабанков. В частности, в 2001 г. банки Daiichi Kangyo, Fuji и Nihon Kogyo объединились в новую финансовую группу Mizuho, которая в 2002-2003 гг. была крупнейшей в мире по размеру активов. Другим примером может служить образование Mitsui Sumitomo Banking Corporation (SMBC), которая объединила головные банки двух «старых» кэйрэцу Mitsui и Sumitomo. Сближение этих финансово-промышленных групп было продолжено также объединением компаний страхования имущества Mitsui Insurance и Sumitomo Insurance. В 2000 г. банки Sanwa, Tokai и Asahi объединились в группу UFJ. А в 2005 г. произошло объединение этой группы с Bank of Tokyo-Mitsubishi, в

⁵⁵ Тоуа Т. Ук.соч. Стр.156

результате чего появился еще один мегабанк - Bank of Tokyo-Mitsubishi UFJ.

3) Слияния финансовых и нефинансовых компаний. Наиболее примечательным примером в этой категории стала продажа в 2000 г. временно национализированного годом ранее Nippon Credit Bank - одного из трех банков долгосрочного кредита. Контрольный пакет акций этого банка приобрела группа Softbank, ранее занимавшаяся инвестициями в высокие технологии. Через 3 года банк, сменивший название на Aozora, был куплен американским фондом Cerberus Capital Management.

4) Слияния и поглощения с участием иностранных компаний. Активизация сделок M&A с участием иностранных компаний на финансовом рынке свидетельствовала о большей открытости японского рынка, выразившейся в частности, в том, что японские власти более не препятствовали проникновению иностранного капитала на финансовый рынок. В 2000 г. еще один национализированный банк долгосрочного кредита – Long-Term Credit Bank of Japan – был куплен американской инвестиционной компанией Ripplewood Holdings. После краха крупной брокерской компании Yamaichi Securities, ее бизнес по обслуживанию розничных клиентов, а также большая часть сотрудников перешли к Merrill Lynch, которая за счет этой сделки смогла выйти на рынок по обслуживанию розничных клиентов Японии. В 1999 г. одна из крупнейших брокерских компаний Nikko Cordial Securities и Citigroup образовали совместную компанию по обслуживанию крупных клиентов-юридических лиц под названием Nikko Salomon Smith Barney Securities (в 2003 г. переименована в Nikko Citigroup). Когда же в 2008 г. группа Nikko столкнулась с серьезным кризисом, Citigroup выкупил ее полностью.

Подводя итог, следует отметить, что волна слияний и поглощений привела к серьезному изменению состава крупных игроков на финансовом рынке Японии и способствовала его консолидации и укреплению. Крупнейшие японские банки вновь заняли ведущие позиции в мировых рейтингах по размеру активов, хотя их доминирование уже не было столь бесспорным, как в конце 1980-х гг. Значительно усилилось проникновение банков, брокерских фирм и страховых компаний в сферы деятельности друг друга. Активное развитие интернет-технологий позволило инвесторам открывать и управлять банковскими и брокерскими счетами (в том числе, иностранной валюте), покупать страховые полисы, паи инвестиционных фондов, оформлять кредит и осуществлять по нему платежи через один интернет-счет, открываемый в одной финансовой организации⁵⁶. При этом размер комиссий для частных инвесторов значительно снизился. В целом финансовый рынок стал значительно более конкурентным и конкурентоспособным. В то же время, меры, принятые в рамках «Большой встряски», не смогли поддержать уровень капитализации рынка акций и предотвратить его падение в начале 2000-х гг. до новых рекордно низких уровней. Токио также не стал конкурентом Лондону и Нью-Йорку в качестве наиболее предпочтительной площадки для размещения иностранных эмитентов, хотя определенных успехов по сравнению с 1990-ми гг. удалось добиться. Более подробному анализу ситуации на японском финансовом рынке после «Большой встряски», а также рассмотрению мер по дальнейшему дерегулированию, принятых в 2000-х гг., посвящена следующая глава.

⁵⁶ См., например, список продуктов и услуг, доступных розничным клиентам компании SBI Sumishin Net Bank (дочерней компании SBI Holdings и Sumitomo Trust Bank) на сайте www.netbk.co.jp/wpl/NBGate

Глава 3: Финансовый рынок Японии после «Большой встряски»

3.1 Итоги «Большой встряски»

К 2001 г. реформы «Большой встряски» были в основном завершены. Как уже было отмечено ранее, финансовый рынок Японии в результате их осуществления претерпел значительные изменения. Однако, стоит более детально проанализировать, какие преобразования достигли своих целей, а какие – нет. Кроме того, практически любые реформы приводят к появлению выигравших и проигравших от их проведения. Если количество выигравших больше, чем проигравших, т.е. если общие выгоды превышают общие издержки, то реформу можно считать успешной и наоборот.

Кого же можно считать выигравшими от реформы финансового рынка? Для этого нужно проанализировать ее влияние на все основные заинтересованные группы, представленные на финансовом рынке. К ним относятся, прежде всего, домашние хозяйства (население), предприятия и профессиональные финансовые посредники. Последних, в свою очередь, можно подразделить на несколько подгрупп: банки (крупнейшие, т.е. городские банки и остальные кредитные учреждения), страховые компании, брокерские фирмы, а также «новички» - новые, только входящие на рынок участники. К ним относятся и компании из других отраслей экономики, которые на волне либерализации приняли решение войти на рынок финансовых услуг. Кроме того, следует отдельно рассмотреть и иностранные финансовые компании, присутствующие на японском рынке.

Домашние хозяйства:

Домашние хозяйства на финансовом рынке выступают в роли частных инвесторов, которые размещают часть своих средств в банковских депозитах, покупают страховые полисы, инвестируют в акции, облигации и прочие ценные бумаги. Частные инвесторы заинтересованы в соблюдении определенного баланса между доходностью и надежностью своих сбережений и инвестиций. Как же повлияло на них реформирование финансового рынка в рамках «Большой встряски»? Прежде всего, как уже было отмечено выше, реформы привели к либерализации рынка, выразившейся в снятии барьеров на вхождение в рынок для новых финансовых посредников и отказ от системы фиксированных комиссионных. В результате усилившейся конкуренции среди банков, страховых компаний и брокерских фирм произошло существенное снижение комиссионных для частных инвесторов. Появление возможности создания новых финансовых продуктов для частных инвесторов (в частности, банковских вкладов и паевых фондов, номинированных в иностранной валюте) потенциально означало повышение доходности инвестиционных портфелей физических лиц. Таким образом, конкуренция подталкивала компании к улучшению качества и эффективности оказания финансовых услуг, и домашние хозяйства (как конечные потребители этих услуг) однозначно оставались в выигрыше.

С другой стороны, нельзя не отметить, что смягчение регулирования рынка приводило к потенциальному повышению рисков для частных инвесторов. Отказ от «системы конвоев» применительно к банкам означал большую вероятность банкротства частных банков с соответствующими рисками для их вкладчиков и клиентов. Система полной гарантии сохранности вкладов в банковской системе независимо от суммы вклада была законодательно принята в Японии в 1996 г. в разгар

финансового кризиса, приведшего к банкротству нескольких крупных банков и брокерских компаний. С самого начала она понималась как временная мера, направленная на восстановление доверия вкладчиков к финансовой системе. С началом «Большой встряски» было указано, что отказ от системы гарантии по вкладам без ограничений произойдет в 2001 г., т.е. к моменту вступления в силу последних законодательных актов по реформе финансового рынка. Однако, сохранение неопределенности на финансовом рынке (кризис «доткомов» и т.д.) вынудили японское правительство продлить существование этой системы. Отказ от нее произошел в апреле 2005 г., после чего гарантия сохранилась только на сумму вклада в иенах, не превышающую 10 млн. иен (около 100 тыс. долларов) на одного вкладчика⁵⁷.

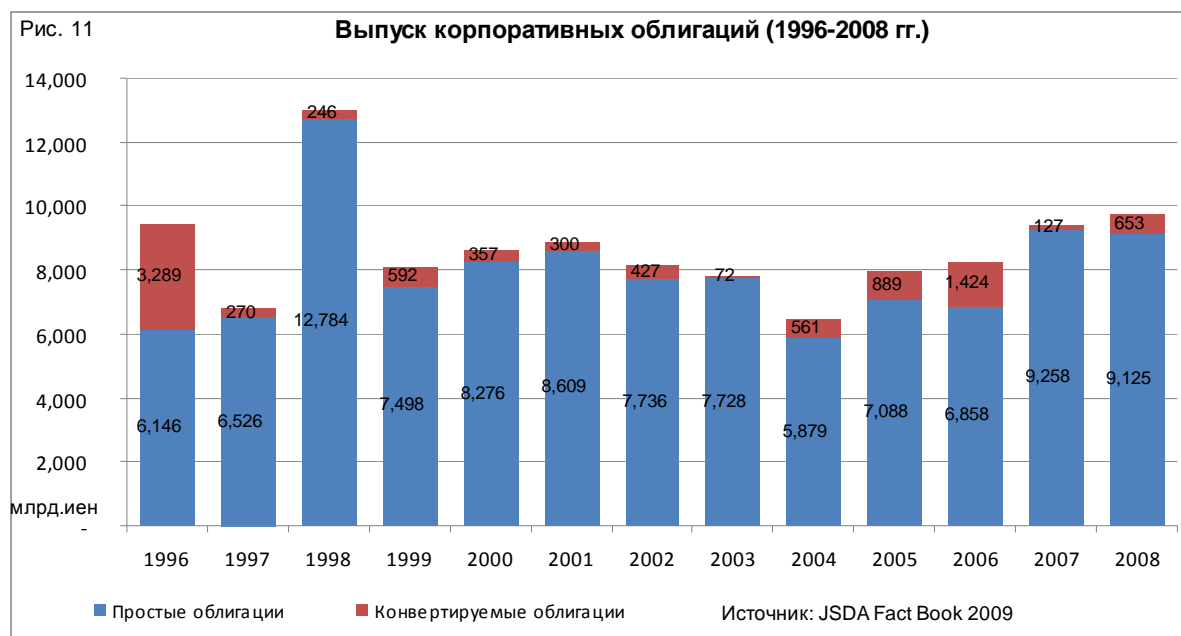
Разрешение создания новых финансовых продуктов также означало дополнительные риски для инвесторов, в частности, при инвестировании в продукты, номинированные в иностранных валютах, появлялся валютный риск и т.д.

Предприятия

На финансовом рынке предприятия реального сектора экономики в основном выступают в качестве получателя инвестиций – в форме либо долевого, либо долгового финансирования. Каким образом повлияла на них реформа финансовых рынков? Как уже упоминалось выше, «Большая встряска» привела к усилению конкуренции среди профессиональных финансовых посредников, и, как следствие, к снижению стоимости финансовых услуг для конечных потребителей, к которым относятся и предприятия.

⁵⁷ <http://www.fsa.go.jp/qanda/ginkou/01.html#07>

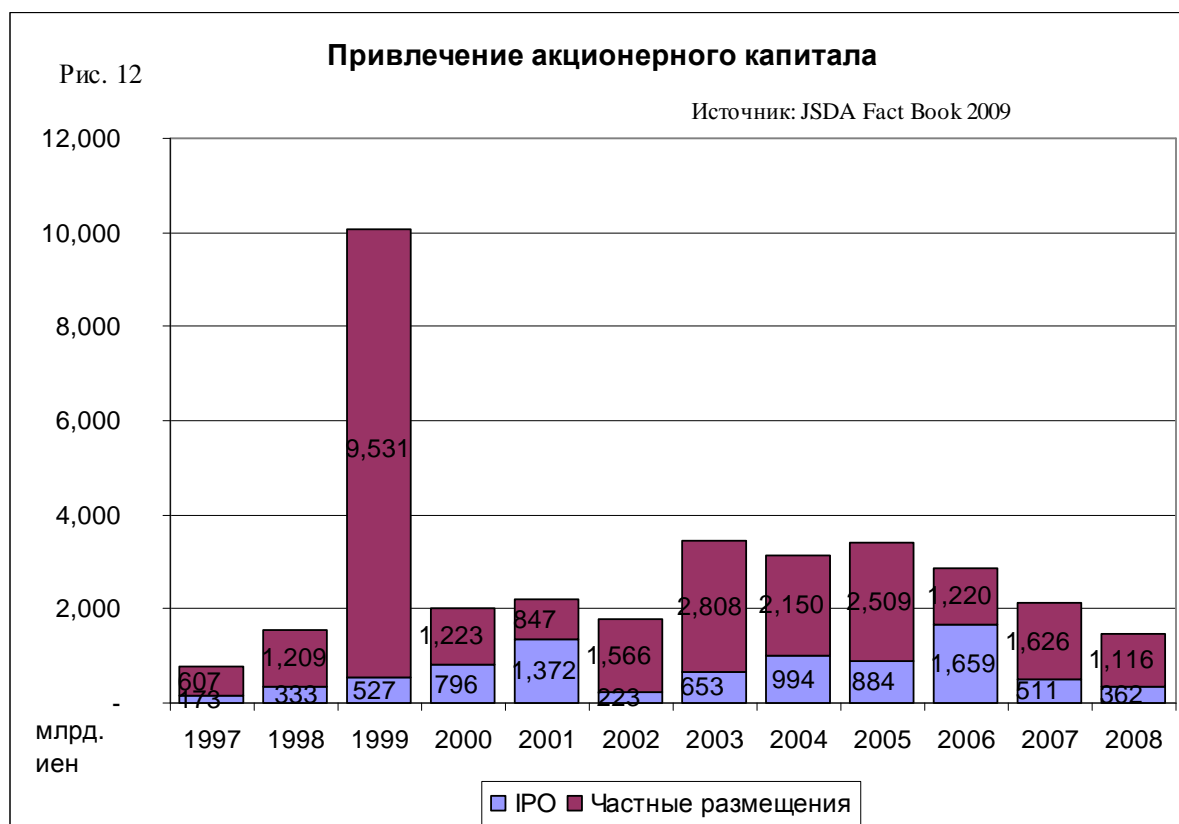
Если говорить о привлечении предприятиями долгового финансирования на рынке ценных бумаг, то реформы рынка не сильно повлияли на его объем.



Как показывает рис. 11⁵⁸, объем эмиссии корпоративных облигаций японскими эмитентами в конце 1990-х гг. довольно сильно колебался. В отдельные годы этот показатель снижался (например, в 1997 г. он упал с 9,4 трлн. иен до 6,8 трлн.иен), в другие периоды – резко возрастал (например, в 1998 г. до 13 трлн.иен). Однако в 2000-е гг. объем выпуска корпоративных облигаций стабилизировался на отметке 8 трлн. иен. При этом в 2000-е гг. популярность конвертируемых облигаций упала: за исключением короткого периода 2005-06 гг. их доля не превышала 10% всего объема эмиссии корпоративных облигаций, что было намного меньше, чем в середине 1990-х гг., когда на их долю приходилось более 1/3 всего выпуска корпоративных облигаций.

⁵⁸ Fact Book 2009. Japan Securities Dealers Association. Page 22

Рисунок 12⁵⁹ демонстрирует динамику привлечения предприятиями долевого финансирования.



Здесь картина существенно отличается от динамики рынка облигационного финансирования. Реформа финансовых рынков способствовала оживлению долевого финансирования, рынок которого находился в угнетенном состоянии в первой половине и середине 1990-х гг. С конца 1990-х гг. можно наблюдать устойчивый повышательный тренд в объемах привлечения финансирования предприятий путем выпуска новых акций. Отступлением от постепенно повышательного тренда стали 1999 г., когда объем привлечения акционерного капитала «выстрелил» до 10 трлн. иен (в более чем 6 раз по сравнению с предыдущим годом) и 2002 г., когда повышательная динамика была несколько нарушена в связи с экономическим кризисом.

⁵⁹ Fact Book 2009. Japan Securities Dealers Association. Page 21

Кроме того, улучшилась инфраструктура рынка ценных бумаг, что выразилось в появлении новых биржевых и внебиржевых площадок (например, секция Mothers на Токийской фондовой бирже или Hercules на Осакской фондовой бирже). Эти площадки, ориентированные на небольшие и перспективные компании, предлагали менее жесткие требования к компаниям, стремившимся получить на них листинг с целью привлечения долевого финансирования. О востребованности этих секций может свидетельствовать рисунок 13⁶⁰.



Эти данные свидетельствуют о популярности и востребованности новой площадки среди японских эмитентов. Причем к указанным цифрам нужно добавлять и компании, которые по прошествии некоторого времени после проведения IPO на секции Mothers смогли перейти на 1-ю и 2-ю секции Токийской фондовой биржи. Первый такой переход состоялся в

⁶⁰ <http://www.tse.or.jp/listing/companies/past.pdf>

2002 г., а всего до 2009 г. свыше 20 компаний смогли перейти на 1-ю секцию TSE⁶¹.

Таким образом, если проанализировать эти показатели, можно прийти к выводу, что предприятия выиграли от реформы финансовых рынков, увеличив привлечение средств на рынках акционерного капитала. В то же время, для некоторых компаний, особенно с нестабильным финансовым состоянием, последствия реформы были более рискованными. В частности, «Большая встряска» способствовала усилению конкуренции среди банков, что заставляло их активнее бороться за лучших заемщиков. Эта тенденция подрывала систему «основных банков» (т.е. банков – центров кэйрецу), которые ранее кредитовали предприятия своей финансово-промышленной группы главным образом по принципу лояльности, не уделяя значительного влияния финансовому состоянию кредитруемых компаний. В новых условиях, лимиты кредитования таких компаний неизбежно должны были уменьшиться, и им пришлось конкурировать за финансирование с другими заемщиками. Впрочем, эту опасность не стоит преувеличивать, поэтому в целом предприятия также можно считать выигравшими от реформы финансовых рынков.

Банки

Реформы «Большой встряски» создали для банков массу возможностей развития бизнеса, разрешив им выход на страховой рынок и рынок брокерско-дилерских операций, а также предоставив им право торговать паями инвестиционных фондов. По количеству отделений и активам под управлением японские банки были намного сильнее, чем страховые и брокерско-дилерские компании, поэтому именно они стали главными бенефициарами от снятия барьеров между сегментами

⁶¹ Mothers Monthly Report. March 2010. Page 3

финансового рынка. В основном, именно на основе банков стали развиваться многопрофильные финансовые холдинги, проводившие операции на всех сегментах рынка, хотя были и примеры создания дочерних банков страховыми и брокерскими компаниями. В то же время, значение либерализации рынка для разных типов банков было неодинаковым. В наиболее выигрышной ситуации оказались городские банки, занимавшие лидирующие позиции на рынке. Они обладали самыми значительными финансовыми ресурсами, позволявшими активно развивать новые направления деятельности, а также крупнейшей сетью отделений. Позиции этой группы банков еще более усилились после волны слияний, которая привела к появлению мегабанков, таких как Bank of Tokyo-Mitsubishi UFJ, Mizuho или Sumitomo Mitsui Banking Corporation. Размер этих банков позволял им надеяться и на успешное противостояние крупнейшим иностранным банкам, наращивавшим свое присутствие на японском рынке.

С другой стороны, положение менее крупных банков и специализированных кредитных учреждений (региональные банки, трастовые банки, банки долгосрочного кредита и т.д.) было намного более уязвимым. Многие меры, принятые в рамках «Большой встряски» напрямую противоречили их интересам. В частности, разрешение всем банкам выпускать банковские облигации означало конец привилегированного положения банков долгосрочного кредита в этой нише. Реформа убрала разделительные барьеры между различными сегментами банковского сектора, и все банки стали конкурировать за одних и тех же клиентов. В такой ситуации явное преимущество получали банки с наибольшей филиальной сетью (т.е. городские банки). Наиболее четко влияние реформы можно проследить на судьбе банков долгосрочного кредита. К 2006 г. эта категория банков перестала

существовать, т.к. все 3 банка долгосрочного кредита были либо поглощены, либо прошли через процедуру банкротства и превратились в обычные банки. Для небольших банков зачастую намного острее стояла проблема «плохих кредитов», так, например, по состоянию на сентябрь 1996 г. их доля на балансе трастовых банков в среднем была в 2 раза выше, чем у городских банков⁶². Отказ от «системы конвоев» также повышал риски банкротства именно для небольших банков.

Таким образом, реализация «Большой встряски» и вызванное ей усиление конкуренции в банковском секторе означали расслоение банков на победителей и проигравших. К победителям однозначно относились крупнейшие городские банки, к проигравшим – большая часть остальных банков.

Брокерско-дилерские компании

Для большинства брокерских компаний «Большая встряска», по крайней мере на первом этапе, означала скорее негативные изменения. Во-первых, была отменена система фиксированных комиссионных, что привело к их существенному снижению. Во-вторых, усилилась конкуренция со стороны банков и страховых компаний, которым постепенно было разрешено осуществлять все традиционные для брокерско-дилерских компаний операции на первичном и вторичном рынках ценных бумаг. В-третьих, отмена лицензирования при создании брокерских компаний означала облегчение условий для вхождения на рынок новых конкурентов, в том числе иностранных. В-четвертых, более жесткие требования к финансовой отчетности означали повышенные риски для тех брокерских компаний, которые стремились переложить убыточные операции на баланс дочерних компаний. По отношению к

⁶² Тоуа Т. Ук.соч. Стр.170

компаниям, допускавшим махинации с отчетностью, Агентство финансовых услуг (FSA) действовало намного более решительно, чем министерство финансов до него. Примером может служить ситуация с Nikko Cordial Securities - одной из трех крупнейших брокерских компаний Японии. После того, как в конце 2006 г. вскрылся факт «приукрашивания» баланса одной из ее дочерних компаний, занимавшейся прямыми инвестициями, FSA взяла деятельность компании под особый надзор, начав полномасштабные проверки деятельности всей группы Nikko. В результате, через несколько месяцев компания была вынуждена продаться стратегическому акционеру (им оказалась американская Citigroup), так как в противном случае ей грозил отзыв лицензии.

В то же время, ужесточение конкуренции способствовало консолидации на рынке и усилению конкурентоспособности японских брокерских компаний на международном рынке. К началу нынешнего финансово-экономического кризиса, вызванного кризисом рынка американских ипотечных облигаций, японские брокерские компании подошли в лучшей форме, чем их многие конкуренты из США и Европы. Поэтому они смогли воспользоваться трудностями своих американских соперников и отвоевать у них долю как японского, так и глобального рынков. Например, в октябре 2008 г. инвестиционный банк Nomura выкупил весь азиатский бизнес обанкротившегося инвестбанка Lehman Brothers. Практически одновременно Mitsubishi UFJ Financial Group приобрела 21% акций Morgan Stanley за 9 млрд. долларов⁶³. В 2010 г. обе компании согласились объединить большую часть своих деловых операций на японском рынке в одну совместную компанию – Morgan Stanley MUFG Securities, 60% акций в которой получила японская

⁶³ <http://www.morganstanley.com/about/press/articles/7025.html>

сторона⁶⁴. А в мае 2009 г. Sumitomo Mitsui Banking Corporation выкупила Nikko Cordial Securities у испытывавшего затруднения Citigroup за 545 млрд. иен (свыше 5,5 млрд. долларов)⁶⁵.

В долгосрочном плане снятие ряда ограничений на создание новых финансовых продуктов и разрешение на продажу уже существующих (например, паев инвестиционных фондов) сыграли на руку японским брокерским компаниям, позволив им диверсифицировать линейку предлагаемых услуг и привлечь новых клиентов. Таким образом, наряду с негативными последствиями либерализации финансового рынка (ужесточением конкуренции), японские брокерские компании получили и существенные преимущества, позволившие им не отстать от своих иностранных конкурентов.

Страховые компании

Для страховых компаний, как и для других финансовых посредников, «Большая встряска» принесла как негативные, так и позитивные перемены. Болезненной мерой стала отмена системы единого размера страховых премий для компаний страхования имущества, которая вызвала снижение средней страховой премии и, соответственно, ударила по доходам страховых компаний. Снятие барьеров между компаниями страхования жизни и имущества, а также допуск в отрасль банков и брокерских компаний несомненно привел к ужесточению в ней конкуренции. В то же время, продвижение страховых компаний в банковский сектор и сектор брокерско-дилерских компаний было весьма скромным. С другой стороны, многие страховые компании смогли

⁶⁴ MUFG Moves 300 Bankers to Morgan Stanley Building. Bloomberg Businessweek. May 05, 2010

⁶⁵ http://www.smfg.co.jp/news_e/pdf/e20090501_02.pdf

успешно продвинулись в отрасль коллективных инвестиций, создавая аффилированные управляющие компании.

Новые участники рынка

Данная категория включает в себя компании из других сегментов рынка (нефинансовые компании), которые вышли на финансовый рынок после снижения входных барьеров в результате «Большой встряски». Она, безусловно, представляет собой компании, выигравшие от либерализации финансового рынка, так как благодаря ей они смогли начать новый бизнес и начать экспансию на этом рынке. Показателен пример компании Secom - одного из лидеров рынка охранных систем (производство камер видеонаблюдения, сигнализаций и т.д.). По словам ее президента-основателя М.Иида, с конца 1970-х гг. он стремился диверсифицировать свой бизнес за счет страховых услуг и в течение 20 лет проводил безуспешные консультации как с чиновниками министерства финансов, так и с руководством ряда страховых компаний, однако так и не смог добиться разрешения выйти на этот рынок. В то же время, сразу после снятия входных барьеров в сентябре 1998 г. Secom приобрела контрольный пакет в небольшой страховой компании Toyo Fire & Marine Insurance (переименована в Secom General Insurance)⁶⁶. В настоящее время активы компании достигли 188 млрд. иен⁶⁷.

Подводя итог, можно сказать, что влияние «Большой встряски» на финансовый рынок носило, в целом, положительный характер. В то же время, для разных групп участников рынка оно было неоднозначным. Как представляется, к однозначно выигравшим группам участников рынка относятся потребители финансовых услуг: домашние хозяйства

⁶⁶ Тоюа Т. Ук.соч. Стр.166

⁶⁷ <http://www.secom-sonpo.co.jp/bspl/index.html>

(физические клиенты) и предприятия. Среди финансовых институтов получателями основных выгод от реформы стали городские банки, а также новые участники, в том числе компании из других отраслей, принявшие решение о выходе на финансовый рынок. Что касается брокерско-дилерских компаний, то для многих из них реформа обернулась ужесточением конкуренции и уходом с рынка либо слиянием с более крупными игроками. Однако в долгосрочном периоде, этот процесс привел к укреплению позиций японских брокерских компаний, а также способствовал повышению качества их услуг. Вряд ли можно говорить и о больших выгодах от либерализации и для страховых компаний. Болезненной стала трансформация для специализированных банков и кредитных учреждений, так как в результате снятия барьеров между различными сегментами рынка они во многом потеряли свои ранее защищенные ниши и были вынуждены конкурировать с намного более сильными городскими банками.

3.2 Либерализация рынка и иностранные финансовые компании

Не будет преувеличением сказать, что благодаря «Большой встряске» иностранные финансовые компании смогли серьезно нарастить свое присутствие на японском рынке. Знаковыми явлениями, подтверждающими этот тезис, стали приобретения крупных японских финансовых компаний иностранными, которые начались в конце 1990-х гг. и были немыслимы еще за десять лет до этого. Например, к ним относятся покупка одной из трех крупнейших брокерских компаний Nikko Cordial Group американским Citigroup, покупка американским фондом Cerberus Capital Management обанкротившегося банка Nippon Long Term Credit, а

также приобретение Merrill Lynch бизнеса обанкротившейся брокерской компании Yamaichi Securities.

«Большая встряска» привнесла существенное изменение условий работы на финансовых рынках Японии. Крупнейшие иностранные финансовые холдинги, представленные в Японии своими дочерними компаниями и филиалами, в этой ситуации имели важные преимущества перед японскими конкурентами, которые можно совокупно назвать «глобальной компетенцией» (global capabilities)⁶⁸. В частности, к ней можно отнести:

- опыт работы сразу на нескольких смежных сегментах финансового рынка;
- опыт работы в условиях либерализованного рынка;
- наличие сильных аналитических отделов, готовящих аналитические исследования сразу по множеству стран, регионов, рынков, продуктов и динамике макроэкономических показателей;
- возможность интерпретировать и синтезировать глобальную и местную информацию;
- знание международных стандартов;
- глобальная репутация и надежность;

Присутствие японских финансовых компаний (главным образом, коммерческих и инвестиционных банков) на международной арене было более скромным как в историческом, так и в географическом плане. Кроме того, регулирование внутреннего рынка и многочисленные

⁶⁸ Pohl, N. Foreign Penetration of Japan's Investment Banking Markets: Will Japan Experience the "Wimbledon Effect"? Asia/Pacific Research Centre, Stanford University. 2002. Page 26

законодательные запреты (в частности, на совмещение видов банковской и инвестиционно-банковской деятельности) стали причиной их отставания от международных конкурентов в плане гибкости и способности предлагать клиентам новые продукты и услуги. Поэтому многие эксперты и руководители японских финансовых компаний, признавая необходимость реформ на национальном финансовом рынке, опасались потери доли рынка в пользу иностранных конкурентов – т.н. «Уимблдонского эффекта» (Wimbledon Effect). Данный термин пришел из тенниса – несмотря на то, что в Англии находятся самые лучшие в мире теннисные корты, а на них проводится самый престижный в мире турнир, британских спортсменов среди его победителей практически нет. Говоря о «Уимблдонском эффекте», финансисты имеют в виду эффект, произведенный «Большой встряской» в Великобритании во второй половине 1980-х гг., в результате которой Лондон сохранил и укрепил свою позицию в качестве мирового финансового центра, однако практически все ведущие британские инвестиционные банки были поглощены американскими и европейскими конкурентами. Так, из инвестиционных британских банков, входивших в десятку крупнейших в 1983 г., только 2 банка (Lazard и Rothschild) сохранили свою независимость к 2000 г.⁶⁹ И хотя данный феномен определенно сыграл позитивную роль для экономики Великобритании, для японских властей и финансового сообщества он был явно неприемлем.

Стоит отметить, что ряд объективных факторов играл на руку японским компаниям и давал основания предположить, что вышеописанный английский вариант развития событий в Японии маловероятен. Во-первых, развитая сеть отделений обеспечивала японским компаниям хороший охват клиентской базы, чего тяжело было

⁶⁹ Pohl. N. Ук.соч.. Стр.22

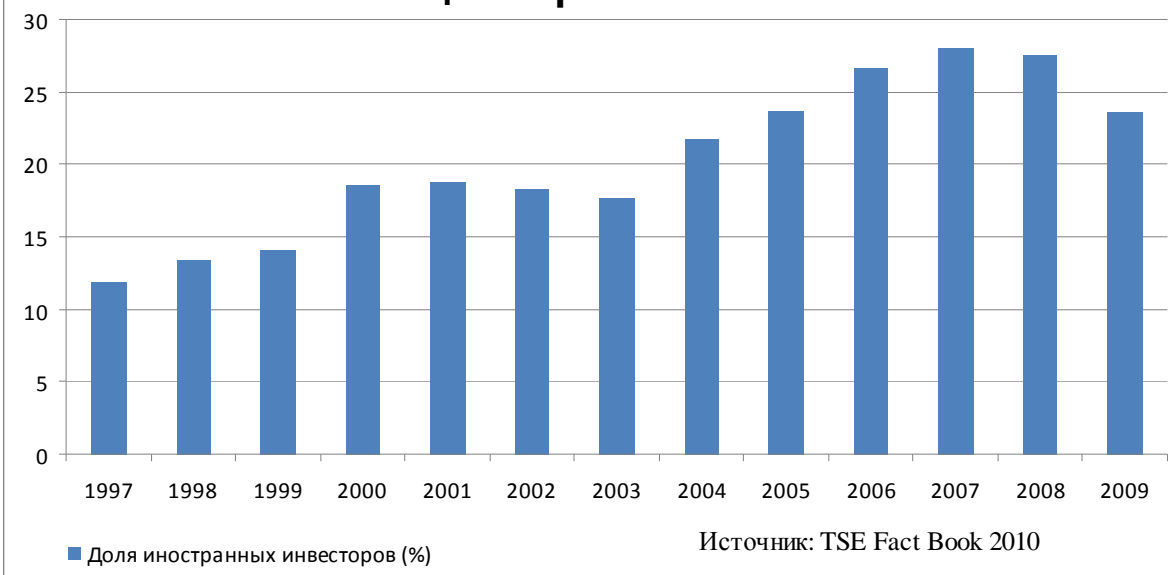
добиться иностранным игрокам. Во-вторых, японская финансовая система была одной из ведущих в мире по своим масштабам, поэтому просто тяжело себе представить ее масштабную скупку нерезидентами, так как это потребовало бы гигантских инвестиций. В-третьих, в силу ряда культурно-исторических и психологических факторов японцам свойственно уделять гораздо большее значение личным связям и доверию, которое вырабатывается годами. Также их отличает лояльность к проверенным партнерам. Поэтому изначально представлялось маловероятным, что частные и корпоративные клиенты будут массово переходить к иностранным финансовым посредникам просто потому, что те предложат несколько более выгодные условия или продукты, чем их японские конкуренты.

Проанализируем усиление позиций иностранных финансовых компаний на примере рынка ценных бумаг. В частности, за последние годы значительно увеличилась доля иностранных инвесторов в акционерном капитале публичных японских компаний (рисунок 14)⁷⁰. Если в 1997 г. иностранные инвесторы владели менее 12% акций листинговых компаний Японии, то к 2007 г. их доля возросла до 28%. Следует отметить, что с началом нынешнего мирового финансово-экономического кризиса доля иностранцев начала снижаться, что связано с сокращением ими позиций в японских акциях и выводу капиталов в более надежные активы.

⁷⁰ TSE Fact Book 2010. Page 64

Рис. 14

Доля иностранных инвесторов в структуре акционерного капитала



Иностранные брокерские компании также смогли несколько потеснить японских конкурентов в торговле акциями на Токийской фондовой бирже. При этом количество иностранных брокерских компаний, присутствующих на японском рынке, после «Большой встряски» уменьшилось почти вдвое (рисунок 15⁷¹). Примечательно, что эта динамика имела противоположную направленность по сравнению с динамикой количества японских брокерских компаний – как уже упоминалось выше (рисунок 5), после волны слияний и поглощений в их среде в начале 2000-х гг. их число стабильно увеличивалось.

⁷¹ Securities Markets in Japan 2008. Tokyo. 2008. Page 231



Этот феномен, видимо, может быть также объяснен тем, что ужесточение конкуренции на рынке ценных бумаг после «Большой встряски» вынуждало уходить часть иностранных брокеров. Оставались же наиболее сильные, в основном ведущие американские и европейские компании.

С другой стороны, иностранные финансовые компании смогли занять довольно сильные позиции в ряде сегментов рынка, ориентированных на корпоративных клиентов. В частности, их позиции серьезно укрепились в инвестиционно-банковском бизнесе, который представляет собой один из наиболее глобализованных видов финансовой деятельности. Парадоксальным образом на руку иностранным игрокам сыграло стремление японских банков избавиться от «плохих кредитов». Здесь «иностранное происхождение» было даже плюсом, которое позволяло финансовым посредникам проводить операции по продаже

принадлежавших банкам акций «плохих заемщиков», которых с ними связывали многолетние отношения. Японским финансовым посредникам, ограниченным национальными традициями деловой этики, было труднее решиться на такие операции⁷². Знаковым шагом в этом плане стало решение Комиссии по финансовому реструктурированию (Financial Reconstruction Committee) выбрать Morgan Stanley и Goldman Sachs в качестве финансовых консультантов для продажи национализированных Long-Term Credit Bank и Nippon Credit Bank. Этот шаг отражал признание того, что глобальные инвестиционные банки превосходят по своим возможностям своих японских конкурентов. В 2001 г. в списке 10 крупнейших инвестбанков по объему финансовых сделок, консультантами в которых они выступали, 7 мест занимали иностранные компании. В частности, первое место занял Goldman Sachs (22 сделки общим объемом 94 млрд. долларов), а крупнейший инвестбанк Японии Nomura - только второе место (61 сделка общим объемом 56,6 млрд.долларов)⁷³. Кроме Nomura, в список смогли попасть только Daiwa SMBC и Mizuho Financial Group. При этом у всех трех японских участников общее количество сделок намного превышало аналогичные показатели иностранных конкурентов, однако последним удалось получить себе самые крупные сделки в денежном отношении.

Что касается андеррайтинга акций и облигаций, то конкуренция со стороны японских инвестиционных банков была на порядок серьезнее, в частности, потому, что в отличие от рынка деривативов, эти сделки не требуют каких-то особенных ноу-хау. Здесь глобальным инвестиционным банкам значительно помогли крупные приватизационные сделки (в частности, приватизация компаний связи NTT и NTT DoCoMo), которые

⁷² Pohl. N. Ук.соч.. Стр.25

⁷³ Thomson Financial League Tables. Completed Advisor Deal Ranking. Japan, 2001

проходили в несколько траншей и в силу большого объема требовали выхода на международных инвесторов.

3.3 Токио как мировой и региональный финансовый центр

Когда премьер-министр Р.Хасимото в 1996 г. провозгласил начало «Большой встряски», в качестве одной из целей было упомянуто укрепление позиций Токио как международного финансового центра, не уступающего Лондону и Нью-Йорку, а также закрепление позиций регионального финансового центра перед лицом растущей конкуренции со стороны Гонконга и Сингапура. Именно этой целью можно объяснить ряд действий в рамках общей либерализации рынка, направленных на облегчение доступа к нему со стороны иностранных потребителей финансовых услуг (эмитентов) и финансовых компаний.

Упомянутый выше «Уимблдонский эффект», сопровождавший либерализацию фондового рынка Великобритании в конце 1980-х гг., способствовал закреплению позиций Лондона как ведущего европейского и глобального (наряду с Нью-Йорком) финансового центра. Обратной стороной стало доминирование на британском рынке иностранных инвестиционных банков, т.е. некая утрата самостоятельности рынка. Японские власти и участники рынка в силу ряда причин не были готовы пойти так далеко, поэтому вариант полной либерализации и допущения ситуации господства иностранных игроков на финансовом рынке Японии представлялся неприемлемым. В то же время, «Большая встряска» подразумевала вполне сознательное снижение протекционистских барьеров, защищавших японский рынок. И хотя эта политика была в определенном смысле продолжением предыдущих этапов либерализации японского финансового рынка в 1980-х и начале 1990-х гг., она

проводилась комплексно и намного более решительно, чем все меры, реализованные до того. Таким образом, японские власти сознательно санкционировали ужесточение конкуренции на внутреннем финансовом рынке, допуская увеличение доли иностранных игроков на нем (но не полное доминирование) в расчете на то, что Токио укрепит позиции в качестве азиатского финансового центра и одного из ведущих мировых финансовых центров.

С учетом заданной системы ориентиров и объектов для сравнений (в мировом масштабе – Лондон и Нью-Йорк, в региональном – Гонконг и Сингапур) имеет смысл проанализировать, в какой степени Токио удалось достичь цели стать более «глобальным».

Одна из важнейших определяющих характеристик международного финансового центра – это его значимость в качестве места для привлечения инвестиций не только своими, но и иностранными экономическими агентами. В этом смысле либерализация как облегчение доступа к финансовым ресурсам играет важную роль, однако определяющим стартовым условием является само наличие значительных финансовых ресурсов. С этой точки зрения, Токио располагает значительными преимуществами. Япония – все еще вторая по величине экономика мира. Несмотря на низкие темпы роста с начала 1990-х гг., ее ВВП в 2007 г. составлял 515 трлн. иен (более 5 трлн. долларов)⁷⁴, а совокупный размер активов финансовой системы – почти 20 трлн. долларов⁷⁵. Общие финансовые активы населения оцениваются в 14 трлн. долларов. Несмотря на затяжное падение индекса Nikkei, в середине 2007 г. рыночная капитализация всех компаний, имеющих листинг на

⁷⁴ <http://www.stat.go.jp/english/data/nenkan/1431-03.htm>

⁷⁵ Рубцов Б.Б. Ук.соч., с.404

Токийской фондовой бирже практически сравнялась с аналогичным показателем на пике «мыльного пузыря» (578 и 611 трлн. иен соответственно)⁷⁶. Очень хорошо развит и рынок долговых ценных бумаг – в 2008 г. совокупный объем государственных и корпоративных облигации в обращении превысил 11 трлн. долларов⁷⁷. Таким образом, по своему объему японский финансовый рынок уступает только американскому. Наличие таких ресурсов означает наличие более чем солидной базы для международного финансового центра. Также в пользу Токио играет и высокий уровень образования населения, развития транспортной инфраструктуры, связи и т.д. В свое время, в 1980-х гг., все это и позволило Токио заявить о своих претензиях на мировое лидерство.

Однако картина на самом деле не так однозначна. Как представляется, несмотря на многие достигнутые успехи в деле реформирования своего финансового рынка, японским властям так и не удалось превратить его в подлинный региональный и мировой финансовый центр. Его значимость для мировой финансовой системы определяется размером, а не ролью центра привлечения капиталов, например, для Восточной Азии. Это утверждение можно проиллюстрировать анализом привлечения как долгового, так и долевого капитала иностранными компаниями.

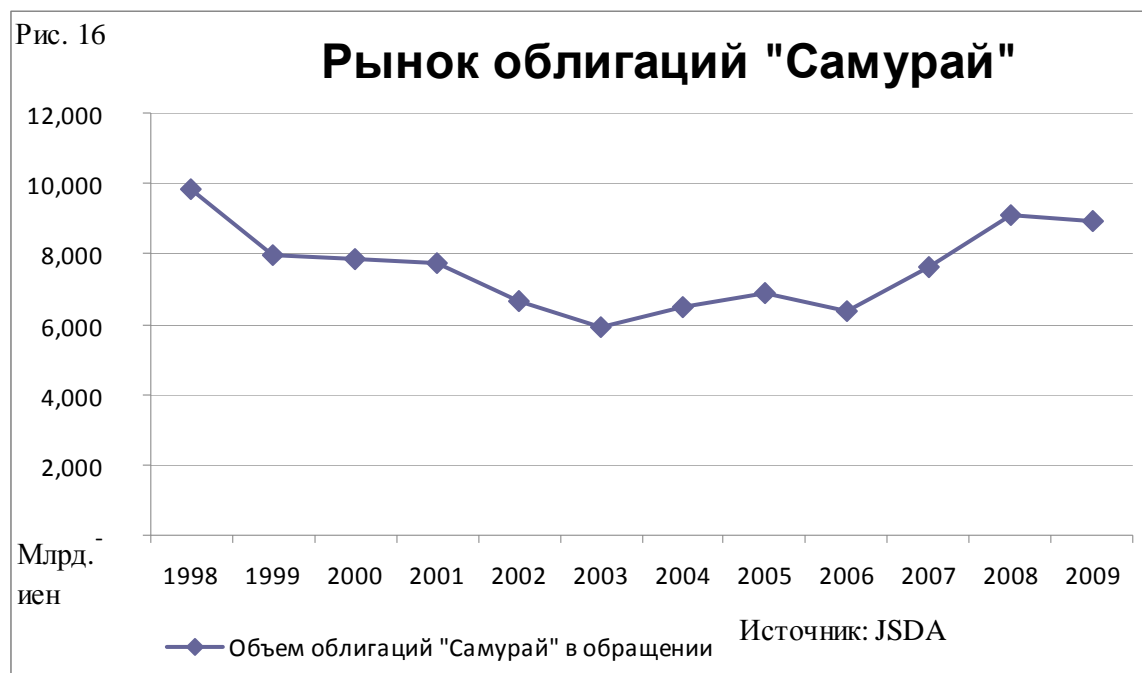
Как показывает рисунок 16⁷⁸, объем облигаций «Самурай», выпускаемых иностранными эмитентами в Японии, последовательно снижался с 1998 г., а затем несколько вырос, однако к 2008 г. так и не достиг своего значения десятью годами ранее. Это свидетельствует о том,

⁷⁶ <http://www.tse.or.jp/english/market/data/value/index.html>

⁷⁷ Fact Book 2009. Japan Securities Dealers Association. Page 19

⁷⁸ Japan Securities Dealers Association. Issuing, Redemption and Outstanding Amount of Bonds. http://www.jsda.or.jp/html/eigo/statis_i.html

что интерес к японскому долговому рынку со стороны иностранных заемщиков присутствует, однако реформы финансового сектора не привели к сколько-нибудь заметному оживлению рынка облигаций «Самурай».

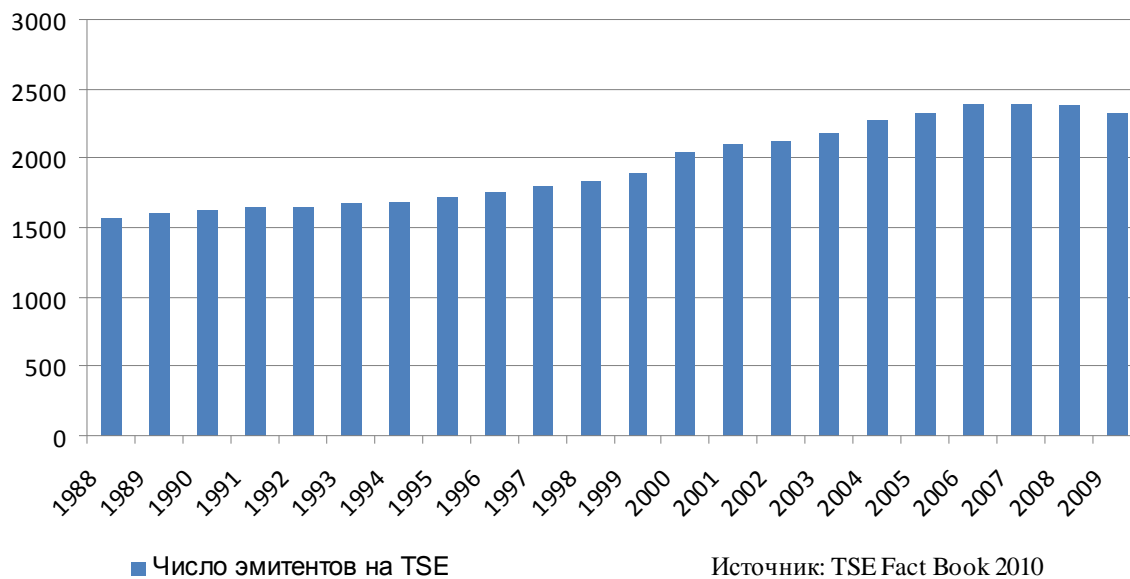


Впрочем, можно утверждать, что рынок облигаций был менее затронут «Большой встряской», чем рынок акций. Поэтому стоит проанализировать и поведение иностранных эмитентов акций на Токийской фондовой бирже. В результате «Большой встряски» количество эмитентов на TSE стало уверенно расти. Если с начала 1990-х гг. количество листинговых компаний колебалось в диапазоне 1600-1700, то начиная с 1998-99 гг. этот показатель пошел вверх, и к 2009 г. листинг на TSE имели свыше 2300 компаний (рисунок 17)⁷⁹.

⁷⁹ TSE Fact Book 2010. Page 77

Рис. 17

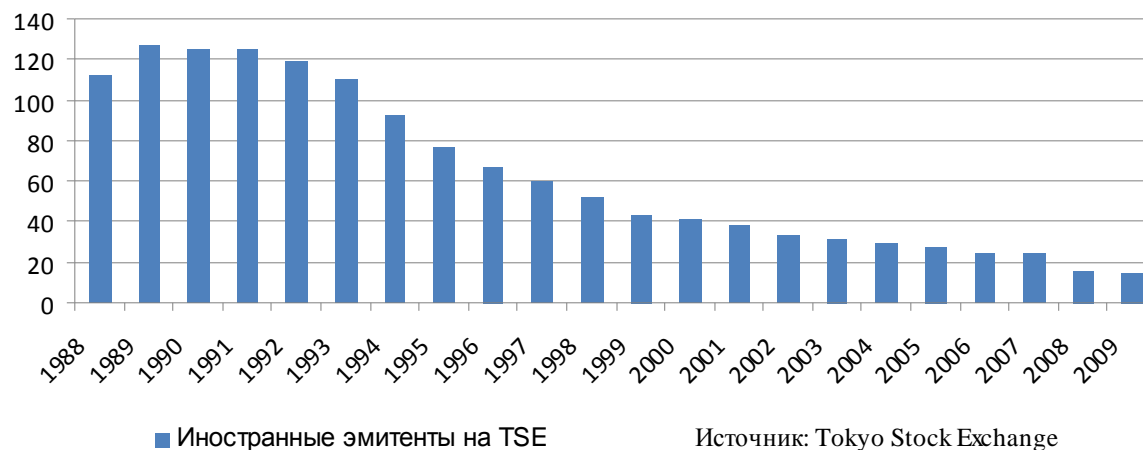
Динамика количества эмитентов на TSE



В то же время, начиная с 1991 г. количество иностранных листинговых компаний на Токийской фондовой бирже неуклонно падает, что свидетельствует о снижении интереса к ней со стороны иностранных эмитентов (рисунок 18)⁸⁰.

Рис. 18

Иностранные эмитенты на TSE



⁸⁰ <http://www.tse.or.jp/english/listing/foreign/transition.html>

Этот процесс начался, когда иностранные эмитенты убедились, что падение индекса Nikkei в результате краха «мыльного пузыря» обозначило изменение долгосрочного тренда на понижательный. Если в 1989 г. листинг на TSE имели свыше 127 компаний, то к 2009 г. их число уменьшилось до 15. С 1998 г. по 2008 г. 58 иностранных компаний добровольно прошли процедуру делистинга, а листинг получили лишь 13 компаний. Если говорить о национальной принадлежности иностранных эмитентов, то в конце 1980-х – начале 1990-х это были в основном крупные транснациональные корпорации из США и Западной Европы. К концу 2000-х гг. практически все они ушли с TSE. Среди новых эмитентов большая часть представляла собой де-юре компании с Бермудских и Кайманских островов, но фактически это были китайские эмитенты. Тот факт, что исход иностранных эмитентов с Токийской фондовой биржи не прекратился и намного превышает новые листинги, подтверждает, что «Большая встряска» не смогла переломить негативный тренд и повысить привлекательность Токио в глазах иностранных эмитентов.

Как представляется, одна из основных причин этого (наряду с конкуренцией со стороны Гонконга и Сингапура) - жесткие требования листинга: вся финансовая отчетность должна быть подготовлена в соответствии со стандартами отчетности JGAAP, причем только на японском языке. Это означает существенные расходы для эмитентов: на трансформацию и перевод отчетности. При этом ликвидность иностранных бумаг на TSE остается низкой. Если в 1986 г. среднедневной объем торговли иностранными акциями составлял 12,6 млрд.иен, то с конца 1990-х гг. этот показатель практически никогда не достигал и 1 млрд.иен⁸¹. Тот факт, что несколько азиатских компаний все же решились провести IPO в Токио свидетельствует о сохраняющемся

⁸¹ TSE Fact Book 2010. Page 79

потенциальном интересе к этой площадке. Определенные надежды на улучшение ситуации возлагались на новую секцию Токийской фондовой биржи Mothers, которая предназначена для новых быстрорастущих компаний, однако с момента ее запуска в 2000 г. IPO на ней провели всего 3 иностранных компании.

Подобная динамика разительно отличается от показателей двух других ведущих биржевых площадок – Сингапурской и Гонконгской фондовых бирж. Хотя по рыночной капитализации котируемых компаний обе площадки значительно уступают Токийской фондовой бирже (на конец 2009 г. капитализация TSE – 3,3 трлн. долларов, Гонконгской фондовой биржи – 2,3 трлн. долларов, Сингапурской фондовой биржи – 480 млрд. долларов⁸²), они намного более успешно привлекают иностранных эмитентов. В декабре 2009 г. на Сингапурской фондовой бирже насчитывалось 278 иностранных листинговых компаний на основной секции, и еще 36 – на секции Catalyst⁸³. На иностранных эмитентов приходилась почти половина всех листинговых компаний на бирже. В их числе присутствовали не только компании из близлежащих стран Юго-Восточной Азии (Таиланд, Индонезия, Филиппины и др.), но и из США и Европы, а также 3 японских компании, включая крупнейший инвестиционный банк Nomura Holdings. На Гонконгской фондовой бирже (HKEx) в 2009 г. было всего 11 иностранных эмитентов, однако все они кроме одного вышли на эту биржу после 1997 г., что недвусмысленно указывает на рост ее популярности⁸⁴. Кроме того, к иностранным не

⁸² World Federation of Exchanges. Annual Statistics. Domestic Market Capitalization.
<http://www.world-exchanges.org/statistics/annual/2009/equity-markets/domestic-market-capitalization>

⁸³ http://www.sgx.com/wps/portal/marketplace/mp-en/prices_indices_statistics/market_statistics/securities

⁸⁴ HKEx Fact Book – 2009. Page 52

относятся компании из материкового Китая, на которые приходится львиная доля всех новых эмитентов на НКЕх.

Знаковым событием, свидетельствующим о расширении географии потенциальных эмитентов, стало размещение российского производителя алюминия «Русал» на Гонконгской фондовой бирже в январе 2010 г. Вслед за ним еще целый ряд российских компаний, таких как «Полус Золото», Petropavlovsk и «Трансконтейнер», заявил об интересе к первичному или вторичному размещению акций на НКЕх⁸⁵.

Еще более существенный разрыв в количестве иностранных эмитентов наблюдается при сравнении Токио с двумя ведущими мировыми центрами – Лондоном и Нью-Йорком. Так, по состоянию на март 2010 г. на секции AIM Лондонской фондовой биржи было зарегистрировано 1258 компаний, из них 490 иностранных⁸⁶.

Отставание Токио при сравнении с Лондоном выглядит особенно очевидным. Вероятно, именно поэтому новую попытку создать конкурентоспособную площадку для иностранных эмитентов Токийская фондовая биржа предпринимает в сотрудничестве с LSE, заключив с ней в 2007 г. стратегический альянс. В 2009 г. на Токийской фондовой бирже была запущена новая торговая секция – Токуо AIM. Она представляет собой рынок для профессиональных инвесторов. Сотрудничество с AIM – одним из наиболее успешных рынков для молодых и быстрорастущих компаний, в том числе иностранных, имеет явно выраженную цель – привлечь новых иностранных эмитентов. Оно же в некотором роде

⁸⁵ <http://www.rb.ru/topstory/business/2010/04/13/175132.html>

⁸⁶ AIM Statistics - Country Of Operation and Country Of Incorporation: March 2010
<http://www.londonstockexchange.com/statistics/companies-and-issuers/companies-and-issuers.htm>

является признанием того, что предыдущие самостоятельные усилия Токио в этой области не увенчались успехом.

Среди конкретных отличий Токио AIM – возможность раскрытия информации как на японском, так и на английском языке, предоставление финансовой отчетности по МСФО, USGAAP и, при определенных обстоятельствах, другим стандартам отчетности⁸⁷. Т.е. требования к раскрытию информации существенно либеральнее, чем на других японских рынках, в то же время наказания за предоставление недостоверной информации такие же жесткие.

Новая площадка заимствовала у AIM институт Nomad (Nominated Advisor – назначенный консультант), в данном случае они называются J-Nomad (Японский назначенный консультант). J-Nomad – это профессиональный финансовый консультант, который берет на себя оценку компаний – перспективных эмитентов, а также потребности инвесторов. Предполагается, что вместо жестких количественных требований, предъявляемых основной секцией рынка (количество выпущенных акций, требования о непрерывной и безубыточной хозяйственной деятельности, на протяжении определенного срока и т.д.), финансовое состояние компаний оценивает J-Nomad. Очевидно, что это означает преимущества для небольших компаний, которым трудно соответствовать количественным требованиям основной секции.

В целом, создание новой площадки и либерализация требований предоставления отчетности и корпоративной информации являются значительным шагом навстречу потенциальным иностранным эмитентам. Как представляется, он вполне оправдан с учетом того, что было сделано и что не сделано на предыдущем этапе «Большой встряски». Это движение в

⁸⁷ <http://www.tokyo-aim.com/english/about>

правильном направлении, адекватное вызовам глобализации и признающее реальность: статус английского языка как языка международного общения, и распространение стандартов МСФО в мире. В то же время, остаются большие сомнения, смогут ли эти меры изменить неблагоприятную для Токио тенденцию сокращения числа иностранных эмитентов и укрепить свои позиции в качестве азиатского финансового центра.

Подводя итог, можно отметить, что по абсолютным масштабам финансового рынка Токио, конечно же, стоит в одном ряду с крупнейшими мировыми центрами, такими как Нью-Йорк и Лондон. Японский финансовый рынок все еще является крупнейшим в Азии, а Токийская фондовая биржа по объему капитализации листинговых компаний стоит в регионе на первом месте. Несомненно, что «Большая встряска» сделала рынок более зрелым, а конкуренцию на нем – более динамичной. В то же время, несмотря на свой объем, Токио все больше превращается не в мировой, а национальный финансовый центр, обслуживающий, в основном, японские компании. Особенно отчетливо эта тенденция прослеживается в динамике количества иностранных эмитентов на Токийской фондовой бирже. В этой связи нельзя не признать, что цель укрепить позиции Токио по отношению к новым растущим финансовым центрам Азии – Гонконгу и Сингапуру – пока не увенчалась успехом. Одной из возможных причин неудачи, возможно, является то, что у Токио как финансового центра исторически никогда не было «своего» региона сопредельных государств (каким, например, является Европа для Лондона или страны АСЕАН для Сингапура). В то же время, японцев традиционно отличала способность учиться у иностранцев и перенимать самые современные технологии, доводя их затем до совершенства. Поэтому не исключено, что Токио, в том числе и благодаря

сотрудничеству с Лондонской фондовой биржей, сможет переломить негативную для себя тенденцию.

3.4 Реформирование финансового рынка в 2000-е гг.

К 2001 г. было в основном завершено осуществление всех мер в рамках «Большой встряски», однако реформирование финансового рынка продолжалось, хотя оно стало носить менее революционный и более точечный характер. Так, реформирование рынка ценных бумаг по-прежнему двигалось в сторону снижения преград для вхождения в отрасль, постепенного снятия разделительных барьеров между его секторами, а также повышения ответственности участников рынка за мошеннические действия и манипулирование рынком.

В августе 2001 г. Агентство финансовых услуг опубликовало докладную записку под названием «Программа структурной реформы рынка ценных бумаг: к развитию рынка, ведомого частными инвесторами». Одной из указанных в ней целей было повышение роли частных инвесторов на рынке ценных бумаг. В другой докладной записке «Программа продвижения структурной реформы рынка ценных бумаг» Агентство заявило о намерении ускоренно принять все меры в рамках своих полномочий для построения финансовой системы, основанной на рыночных принципах (т.е. свободной конкуренции)⁸⁸. За этими заявлениями последовал и ряд конкретных шагов. В частности, были снижены количественные требования к минимальному размеру капитала для регистрации брокерских компаний и упрощена система расчетов по ценным бумагам.

⁸⁸ Securities Markets in Japan 2008. Tokyo, 2008. Page 35

Другим важным направлением стало принятие в 2002 г. поправок к закону о страховании депозитов. Новые поправки устанавливали временные рамки существования системы полного гарантирования вкладов в банках, введенной во второй половине 1990-х гг. для предотвращения паники среди вкладчиков. По новым правилам, с апреля 2002 г. полная гарантия распространялась только на текущие вклады, а срочные вклады гарантировались только до суммы 10 млн. иен (около 100 тыс. долларов). С апреля 2005 г. под полные гарантии подпадали только депозиты до востребования на счетах, по которым не начислялись проценты⁸⁹. Это означало, что финансовая система страны вышла из кризисного этапа, который требовал чрезвычайных гарантий вкладчикам, и что курс на восстановление стабильности сменился курсом на развитие финансовых рынков.

В рамках реформ правительства Дз.Коидзуми, направленных на расширение конкуренции на банковском рынке, был принят закон, ограничивающий долю акций на балансе коммерческих банков размерами их капитала 1 уровня по определению Банка международных расчетов (BIS)⁹⁰. До сентября 2004 г. банки были обязаны продать пакеты акций, превышающие этот норматив. Как следствие, произошло резкое снижение доли городских банков в акционерном капитале. Чтобы не допустить масштабного падения цен на акции в условиях их массовых продаж была учреждена государственная Банковская корпорация по скупке акций (Banks' Shareholdings Purchase Corporation). По закону, корпорация должна выкупать продаваемые банками пакеты акций по рыночным ценам, а затем постепенно продавать их инвесторам. Корпорация должна завершить свою деятельность к 2022 г. Эти меры представляли собой

⁸⁹ Financial Services Agency. http://www.fsa.go.jp/en/policy/dep_ins/index.html

⁹⁰ Honda E. Financial Deregulation in Japan. - // Japan and the World Economy, 15 (2003). Page139

усиление регулирования, что в определенном смысле противоречило политике дерегулирования, проводившейся после начала «Большой встряски». Однако оправданность такого изменения курса объяснялась необходимостью помощи японской банковской системе.

С 1 декабря 2004 г. вступило в силу одно из последних положений реформ «Большой встряски», разрешившее банкам напрямую заниматься всеми операциями с ценными бумагами, которые до того они могли совершать только через свои дочерние брокерские компании.

В 2006 г. японский парламент одобрил новый Закон о финансовых инструментах и биржах, который вступил в силу в 2007 г. Он был призван заменить собой основополагающий для японского рынка ценных бумаг Закон о ценных бумагах и биржах 1948 г., а также Законы о торговле финансовыми фьючерсами, об иностранных компаниях по ценным бумагам и о регулировании ипотечного бизнеса. Закон ввел новое понятие «компания по финансовым инструментам» (financial instruments firm), которое в юридическом плане обобщило существовавшие до этого разнообразные типы финансовых компаний. Соответственно, различные виды деятельности (например, торговля ценными бумагами, доверительное управление, управление фондами инвестиций в сырье, траст-банкинг), часть из которых ранее требовала лишь регистрации, а часть - лицензирования, были объединены в один вид деятельности – деятельность по финансовым инструментам. Фондовые и фьючерсные биржи также были обобщены в одно понятие «биржа по финансовым инструментам»⁹¹.

Эти нововведения отражали собой развитие финансовых рынков и появление новых видов финансовых инструментов (сложных производных инструментов и т.д.), которые уже не подпадали под определения старого

⁹¹ Financial Services Agency. New Legislative Framework for Investor Protection. <http://www.fsa.go.jp/en/policy/fiel/20061010.pdf>

закона 1948 г. Новый закон расширил понятие деривативов: например, в него были включены валютные и процентные свопы, погодные и кредитные деривативы). Понятие ценных бумаг также было расширено, чтобы включить в него участие в различных инвестиционных схемах.

Еще одно важное положение закона касалось введения понятия профессиональных инвесторов, по отношению к которым смягчались требования к раскрытию информации. Предполагалось, что такие инвесторы уже обладают достаточной квалификацией для работы на рынке ценных бумаг и могут иметь дело с повышенными рисками.

Ряд норм закона 2006 г. касались усиления внутреннего контроля в финансовых организациях и ужесточение наказаний за предоставление недостоверной информации. Для листинговых компаний обязательным стало предоставление квартальной отчетности (ранее – только годовой и полугодовой). За предоставление недостоверных данных в квартальном отчете была установлена уголовная ответственность. Максимальное наказание за нечестную торговлю и манипулирование рынком увеличилось с 5 до 10 лет тюремного заключения, а за инсайдерскую торговлю – с 3 до 5 лет.

В целом, реформирование финансового рынка в 2000-е гг. шло в рамках общей линии на дерегулирование (которое, впрочем, зачастую идет рука об руку с регулированием) и снижение барьеров между различными сегментами рынка. Принятие закона «О финансовых инструментах и биржах» позволило привести законодательные рамки в соответствие с новыми реалиями рынка, выразившимся в эволюции старых и появлении новых финансовых продуктов. В то же время, серьезно ужесточились санкции за неправомерные операции на финансовом рынке. Как представляется, эти меры позволили японскому рынку стать более цивилизованным.

Заключение

Главная цель данной работы заключалась в анализе причин дерегулирования финансовой системы Японии в конце 1990-х – начале 2000-х гг., конкретных мер, принятых в рамках этой политики и ее влияния на рынок в целом и его различные сегменты, и на международные позиции Токио как мирового и регионального финансового центра. В рамках работы были поставлены следующие задачи:

1) рассмотреть финансово-экономический кризис, начавшийся после краха «мыльного пузыря» с точки зрения вызвавших его структурных дисбалансов;

2) подробно осветить проблему плохих долгов как главный источник потрясений финансовой системы Японии;

3) проанализировать постепенное изменение подхода монетарных властей Японии к реформированию финансового сектора – от градуалистского подхода начала 1990-х к «Большой встряске»;

4) подробно рассмотреть меры по дерегулированию японского финансового рынка, реализованные в рамках «Большой встряски» конца 1990-х – начала 2000-х гг.;

5) проанализировать влияние «Большой встряски» на финансовый рынок Японии и международные позиции Токио как мирового и регионального финансового центра.

6) охарактеризовать состояние финансовых рынков после завершения масштабного дерегулирования и проанализировать меры по дальнейшему реформированию рынков, предпринятые в 2000-е гг.

По итогам работы, поставленные вопросы были подробно рассмотрены и получены следующие выводы:

1) причиной беспрецедентно длинного по своей продолжительности финансово-экономического кризиса стали серьезные диспропорции в финансовой системе Японии, наиболее ярко выразившиеся в надувании «мыльного пузыря» на фондовом рынке и рынке недвижимости. Крах «мыльного пузыря» и падение цен на акции и недвижимость нанесли мощный удар по финансовой системе страны и привели к продолжительному замедлению экономического роста.

2) Наиболее серьезным последствием краха «мыльного пузыря» для финансового сектора стала проблема «плохих долгов», т.е. невозвратных долгов, залоги по которым обесценились в результате падения курсов акций и цен на землю. Эта проблема затронула большинство банков, других кредитных учреждений и брокерско-дилерских компаний, но изначально ее масштабы недооценивались японским правительством.

3) Традиционный подход японских монетарных властей к решению проблем финансовых учреждений и реформированию финансовых рынков отличался градуализмом, т.е. постепенностью и неторопливостью. Многолетней политикой министерства финансов Японии была «система конвоев», не дававшая обанкротиться ни одному кредитному учреждению, но сдерживавшая развитие рынка чрезмерно плотным регулированием. Пытаясь спасти кредитные учреждения, находившиеся в предбанкротном состоянии, министерство финансов предпочитало использовать индивидуальный подход и действовать неформальными методами ручного управления. В частности, одним из наиболее распространенных методов было управляемое слияние слабых кредитных учреждений с сильными, преследовавшее целью не допустить банкротства ни одного из них. В то же время, формальные, законодательные механизмы поддержки финансовой системы и упорядоченного банкротства финансовых учреждений были развиты слабо. Однако череда банкротств кредитных

кооперативов, корпораций ипотечного финансирования (Jusen), банков и брокерских компаний привела власти к пониманию, что прежние подходы перестали работать и не способны оживить финансовую систему.

4) Осознание японским правительством глубины проблем финансового рынка вызвала отказ от градуалистского подхода к его реформированию в пользу более радикального курса, получившего название «Большая встряска». Он представлял собой ряд мер, направленных на активизацию конкуренции на финансовых рынках с целью повышения степени их зрелости и конкурентоспособности в интересах конечных потребителей. В частности, данные меры включали: либерализацию движения капиталов, снятие преград между рынком ценных бумаг, банковским и страховым рынками, снижение барьеров на допуск в отрасль новых компаний, либерализацию системы брокерских и страховых комиссий, большую степень открытости рынка иностранным участникам, разрешение торговли ценными бумагами вне биржи, создание мегарегулятора (Агентства финансовых услуг) и механизмов защиты инвесторов, адаптацию стандартов бухгалтерского учета.

5) Как и предполагалось, «Большая встряска» привела к резкому ужесточению конкуренции на финансовом рынке, прежде всего выразившейся в беспрецедентной волне слияний и поглощений финансовых учреждений. Впервые иностранным компаниям было разрешено покупать крупные японские финансовые институты. На рынке стали образовываться финансовые холдинги, которые предоставляли клиентам весь спектр финансовых операций. Конкуренция на рынке ценных бумаг привела к резкому снижению размеров брокерских комиссий, что в свою очередь способствовало притоку частных и корпоративных клиентов. Рынки привлечения капитала вновь активно заработали и смогли преодолеть депрессию 1990-х гг., что отразилось в

росте объемов торгов ценными бумагами и увеличении капитализации Токийской фондовой биржи. Реформы дали толчок созданию новых видов финансовых продуктов и появлению новых площадок для торговли ими. В то же время, «Большая встряска» не смогла повысить привлекательность Токио как мирового финансового центра, в частности, привлечь новых иностранных эмитентов или остановить уход старых. По масштабам своей финансовой системы Токио является одним из центров мировой финансовой архитектуры, однако в привлечении капиталов для нерезидентов он в глобальном плане не может конкурировать с Лондоном и Нью-Йорком, а в региональном – все более уступает роль финансового центра Азии Гонконгу и Сингапуру.

б) В настоящее время финансовый рынок Японии является гораздо более зрелым и развитым, чем он был до начала «Большой встряски», несмотря на то, что, например, фондовому рынку по-прежнему далеко до своих рекордных показателей времен «мыльного пузыря». Устойчивость финансовой системы была продемонстрирована во время нынешнего мирового финансово-экономического кризиса, который начался в 2007 г. Японские инвестиционные и коммерческие банки почувствовали себя гораздо более уверенно, чем их европейские и американские конкуренты, что выразилось в череде знаковых поглощений первыми последних. В то же время, в 2000-е гг. политика дерегулирования была в целом продолжена, хотя и не в таких революционных масштабах, как во время «Большой встряски». Ее важным этапом стало принятие в 2006 г. Закона о финансовых инструментах и биржах, который способствовал дальнейшему стиранию границ между разными сегментами финансового рынка, а также серьезно усилил внутренний контроль в финансовых институтах и наказания за нечестную торговлю и манипулирование рынком.

В заключение следует отметить, что, несмотря на попытку дать всестороннюю и полную картину японского финансового рынка в условиях дерегулирования и рассмотреть максимальное количество аспектов, касающихся данной проблематики, немало вопросов (как например реформа почтовой системы, оказавшая значительное влияние на финансовый рынок страны) осталось за пределами данной работы. Вместе с тем, хочется надеяться, что данное исследование позволит лучше понять причинно-следственные связи и значение дерегулирования на финансовом рынке Японии, а также сможет содействовать дальнейшему исследованию данной темы.

Библиографический список литературы

Нормативные документы

1. Banking Act (Act #59 of 1981). // <http://www.fsa.go.jp/common/law/>
2. Financial Instruments and Exchange Act (Act #25 of 1948). // <http://www.fsa.go.jp/common/law/>
3. Insurance Business Act (Act #105 of 1995). // <http://www.fsa.go.jp/common/law/>

Книги, монографии, диссертации

4. Рубцов Б. Б. Современные фондовые рынки. – М.: Альпина Бизнес Букс, 2007. – 928 с.

Статьи в периодической литературе

5. Гребенщиков Э. Страховой бизнес Японии - радикальная реорганизация // МЭ и МО.- 2002.- №3.
6. Динкевич А.И. Экономическое развитие современной Японии// Деньги и кредит.- 2002.- №10
7. Ивантер А. Гримасы бума Хэйсэй. // Эксперт. – 24.12.2007. – №48(589).
8. Ивантер А. Сколько камней в саду Рёандзи. // Эксперт. – 29.12.2008 – №1(640).
9. Леонтьева Е. Кризис и реформы в банковской системе Японии // МЭ и МО.- 2004.- №4.
10. Леонтьева Е. Финансовая ситуация в Японии // МЭ и МО.- 1999.- №4.
11. Леонтьева Е. Япония: преодоление кризиса // МЭ и МО.- 2000.- №8.

12. Леонтьева Е. Япония: трудный год // МЭ и МО.- 1999.- №8
13. Ноздрев Н. Структурный кризис финансового сектора экономики Японии // МЭ и МО.- 2000.- №1.
14. Рамзес В.Б. Японская экономика в ожидании перемен // МЭ и МО. – 1998. - №5
15. Сенаторов А. Япония: курс на структурные реформы // Проблемы Дальнего Востока.- 1998.- №2
16. Юрков С. Японская экономика 90-х годов: уроки антикризисных мер // МЭ и МО.- 2000.- №4.

Литература на английском языке

17. Banking Crisis in Japan. ICFAI University Working paper.
18. Current Stage of Japan's Securitization Market, vol.45 (November 2008). Nomura Research Institute.
19. Deckle R. The Japanese "Big Bang" Financial Report and Market Implications. // Journal of Asian Economics. Vol.9, No.2. 1998.
20. Deckle R., Kletzer K. The Japanese banking crisis and economic growth: Theoretical and empirical implications of deposit guarantees and weak financial regulation. // Journal of the Japanese and International Economies. №17, 2003
21. Hanazaki M., Horiuchi A. A Vacuum of Governance in the Japanese Bank Management. Discussion paper. – Tokyo, 1998
22. Honda E. Financial Deregulation in Japan. // Japan and the World Economy, №15. 2003.

- 23.Hoshi T. The convoy system for insolvent banks: how it originally worked and why it failed in the 1990s? // Japan and the World Economy, №14. 2002
- 24.General Insurance in Japan. Fact book 2008-2009.
http://www.sonpo.or.jp/en/publication/fact_2009.html
- 25.Ikeo K., Goto Y. The Government and the Financial System: an Overview. // Public Policy Review, Vol.2, No.1.2006
- 26.Ito.T., Melvin M. Japan's Big Bang and the Transformation of Financial Markets – National Bureau of Economic Research Working Paper 7247, July, 1999
- 27.Japan Securities Dealers Association. Fact Book 2006, 2009. -
http://www.jsda.or.jp/html/eigo/publi_i.html
- 28.Milhaupt C.J., West M.D. Economic Organizations and Corporate Governance in Japan. – Oxford, 2004
- 29.Miyajima H., Yafeh Y. Japan's Banking Crisis: Who has the Most to Lose? RIETI Discussion paper. – Tokyo, 2003
- 30.Ohashi K., Singh M. Japan's distressed debt market. – IMF Working paper, 2004.
- 31.Okabe M. The Financial System and Corporate Governance in Japan. Policy and Governance Paper Series No.17 – Tokyo, 2004
- 32.Pohl N. Foreign Penetration of Japan's Investment-Banking Market: Will Japan Experience the “Wimbledon Effect”? – Stanford: Asia Pacific Research Center, 2002
- 33.Securities Market in Japan. – Tokyo.: Japan Securities Research Institute, 2008.

34. Taniuchi M. Recent Developments in Japan's Financial Sector: Bad Loans and Financial Deregulation. // Journal of Asian Economics. Vol.8, No.2. 1997
35. Tokyo Stock Exchange fact Book 2005, 2010.
<http://www.tse.or.jp/english/market/data/factbook/index.html>

Литература на японском языке

36. Toya T. Kin'yu bigguban-no-seijikeizaigaku. Kin'yu to kokyō seisaku sakutei ni okeru seido henka. (Тоя Т. Политэкономия японской финансовой «Большой встряски». Институциональные изменения в сфере финансов и определении общественной политики) - Токуо: Тоюо Keizai, 2003.
37. Ujiie J. Nihon-no shihon shijo. (Удзииэ Дз. Японские финансовые рынки) – Токуо: Тоюо Keizai, 2002.

Интернет-ресурсы

38. Bank of Japan // <http://www.boj.or.jp/>
39. Financial Services Agency // <http://www.fsa.go.jp/en/index.html>
40. General Insurance Association of Japan // <http://www.sonpo.or.jp/en/>
41. Hercules Nippon New Market // <http://hercules.ose.or.jp/>
42. Hong Kong Exchanges and Clearing Ltd. // <http://www.hkex.com.hk/eng/index.htm>
43. Japan Center For International Finance // <http://www.jcif.or.jp/>
44. Japan Securities Dealers Association // <http://www.jsda.or.jp/html/eigo/index.html>

- 45.London Stock Exchange // <http://www.londonstockexchange.com>
- 46.Ministry of Finance of Japan // <http://www.mof.go.jp/>
- 47.Nomura Research Institute // <http://www.nri.co.jp/english/>
48. PTS Information Network // <http://pts.offexchange.jp/>
- 49.SBI Holdings // <http://www.sbigroup.co.jp/english/>
- 50.SBI Sumishin Net Bank // <https://www.netbk.co.jp/wpl/NBGate>
- 51.Singapore Stock Exchange //
<http://www.sgx.com/wps/portal/marketplace/mp-en/home>
- 52.Statistics Bureau of Japan // <http://www.stat.go.jp/english/>
- 53.Tokyo Stock Exchange // <http://www.tse.or.jp/english/index.html>
- 54.Tokyo AIM // <http://www.tokyo-aim.com/english/about>
55. World Federation of Exchanges // <http://www.world-exchanges.org>