

Б.Б.Рубцов

Фондовый рынок Японии (опубликовано в ж. «Портфельный инвестор №5, 2008»)

В течение нескольких послевоенных десятилетий Япония демонстрировала наиболее высокие темпы роста экономики среди промышленно развитых стран - до 12-13%(!) в год, что превратило ее уже через 20 лет после Второй мировой войны в третью после США и СССР экономику мира¹. Успехи в развитии промышленности сопровождались ростом финансовой мощи японских институтов. В 1990 г. 5 крупнейших банков мира были японскими. Из 6 ведущих мировых компаний по ценным бумагам 4 были японскими. Страховая компания Nippon Life Insurance Company занимала первое место в мире по величине активов. Во второй половине 1980-х годов страна пережила бум, получивший в Японии название «хейсей», сопровождавшийся разбуханием финансовых активов и образованием колоссального пузыря на рынке акций и недвижимости. В конце 80-х годов по капитализации акций Япония заметно опередила США, заняв по этому показателю первое место в мире (около 40% мировой). На пике этого бума, как отмечается в некоторых источниках, земля под императорским дворцом в Токио стоила больше, чем вся земля в штате Калифорния, а стоимость квадратного метра земли в токийском районе Гинза в 1989 г. достигала 1,5 млн.долл.

Затем последовал стремительный обвал курсов акций на японских биржах и цен на недвижимость в 1990-1992 гг., что крайне негативно повлияло на состояние японской финансовой системы и экономики в целом. Если в 80-е годы среднегодовые темпы роста ВВП составляли 4%, то в 90-е они снизились до немногим более 1%. Уровень безработицы увеличился с 2% до 4-5% (рис.1). «Потерянным десятилетием» называют в Японии 90-е годы.

Японии принадлежит своеобразный рекорд падения цен на акции: самый известный японский фондовый индекс Nikkei 225 в 2003 г. был примерно в пять (!) раз ниже максимального, достигнутого в декабре 1989 г. К середине текущего десятилетия жилая недвижимость в Токио стоила в 10 раз меньше, чем в 1989 г. (при том, что и сейчас она остается одной из самых дорогих в мире).

Попытки стимулировать спрос, оказание прямой финансовой поддержки банковской системе привели к резкому росту дефицита бюджета и долга правительства Японии. По соотношению «нетто-государственный долг/ВВП», равному 100%, Япония превратилась в одного из основных должников (наряду с Италией), а по валовой задолженности (200% ВВП) заняла первое место среди промышленно развитых стран.

Проблемы финансового сектора подтолкнули правительство Японии в 1997-2001 гг. провести широкомасштабную реформу, заметно изменившую его структуру, механизмы функционирования и регулирования.

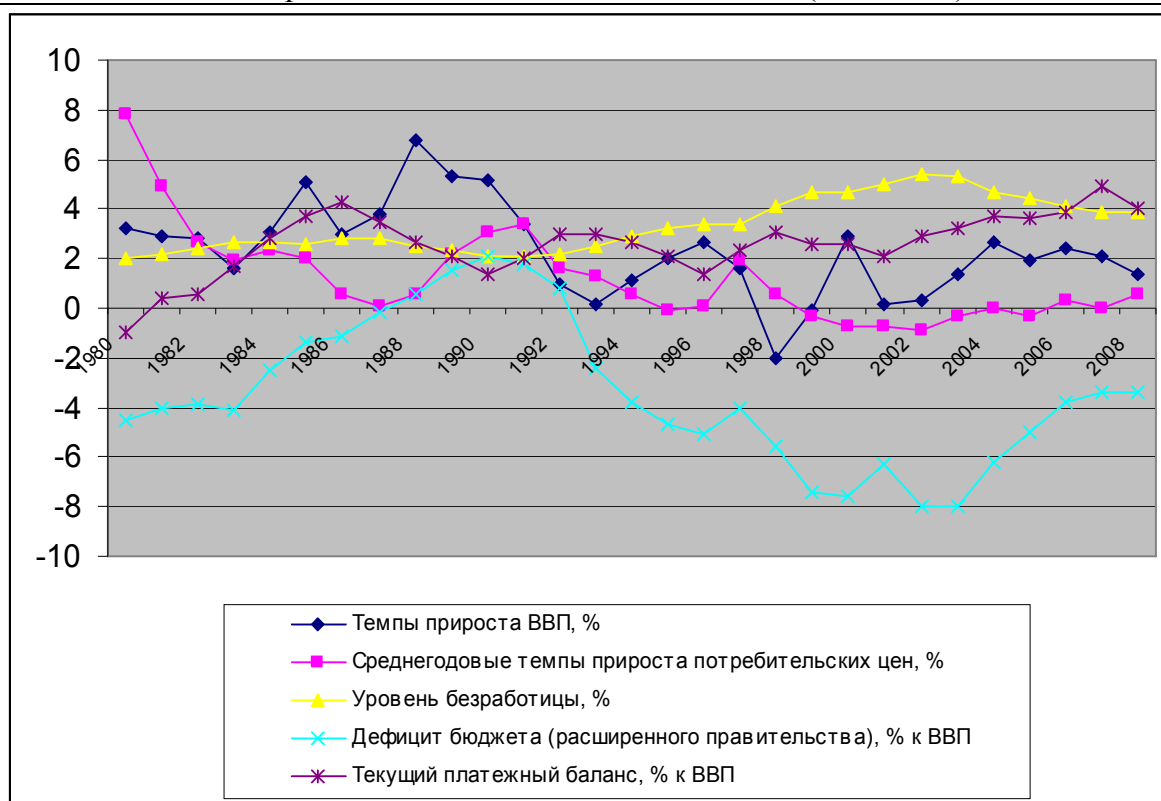
Рынок акций

До 80-х годов выпуск акций (равно как и облигаций) играл небольшую роль в финансировании японских корпораций. Потребности удовлетворялись почти исключительно за счет долгосрочных кредитов банков. В 80-е годы

¹ По величине ВВП в текущих ценах в долларах Япония в настоящее время занимает второе место в мире (по ВВП, рассчитанному по паритету покупательной способности - третье, уступая США и Китаю).

повышение курсовой стоимости акций сделало эмиссию весьма привлекательной. Ее объем неуклонно увеличивался и достиг максимума в 1989 г. - 8,8 трлн иен. Обвал курсов в 1990-1992 гг. привел к сокращению эмиссии до 0,4 трлн иен в 1992 г., т. е. в 21 раз!²

Рис. 1 Основные макроэкономические показатели Японии (1980-2008)



Источник: IMF World Economic Outlook Database. April, 2008

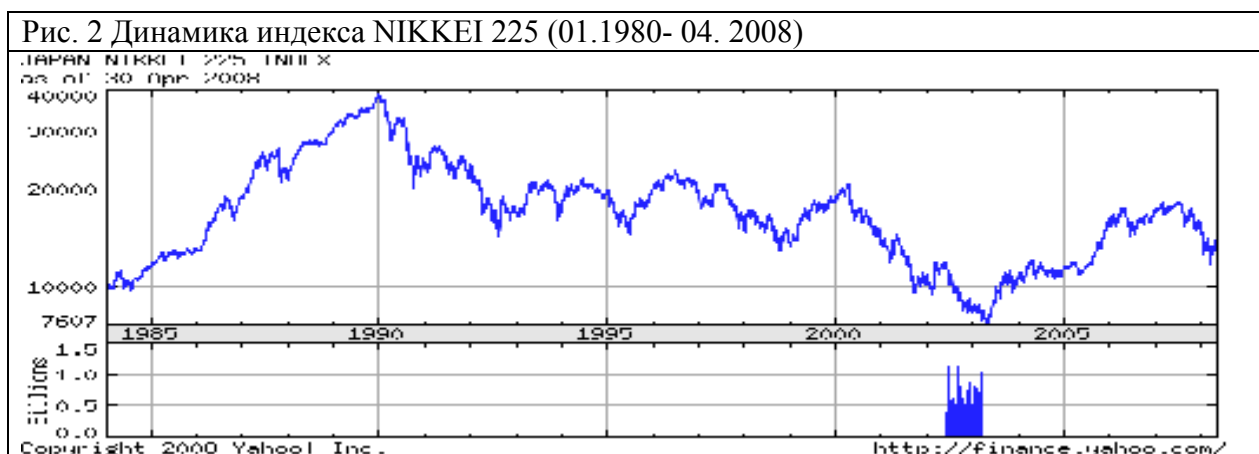
В целом эмиссия акций и в настоящее время не играет заметной роли в финансировании предприятий Японии. В 1991-2007 гг. доля инвестиций, профинансированных за счет эмиссии акций, составляла от 0,5 до 2,2% - абсолютные размеры - не более 3,5 трлн иен в год³.

В 80-е годы курсовая стоимость акций японских корпораций увеличивалась вплоть до конца 1989 г. на 20-30% в год. В 1989 г. объем капитализации был в шесть раз выше, чем в 1980 г., и в 17 раз выше, чем в 1970 г. За 1949-1989 гг. курс акций, имеющих котировку в первой секции Токийской фондовой биржи, вырос в 200 раз. Для сравнения: индекс S&P 500 за тот же период увеличился в 20 раз. Отношение «цена/прибыль» неуклонно повышалось и достигло в 1989 г. отметки 71 в целом по всем акциям первой секции и до 250 у отдельных компаний. По абсолютным размерам капитализации Япония заметно опередила США. Оборот Токийской фондовой биржи достиг 386 трлн иен (табл.1). На рынке образовался явный пузырь.

² Tokyo Stock Exchange Fact Book 2003, p. 83 (www.tse.or.jp).

³ Лишь в 1999 г. было произведено необычайно много эмиссий на сумму в 10 трлн иен. По всей видимости, большой объем эмиссии в 1999 г. связан с выпуском привилегированных акций японскими банками в обмен на государственные "вливания" в порядке помощи по укреплению капитальной базы.

В 1990 г. пузырь лопнул и затем три года подряд происходило сжатие рынка. Курсовая стоимость акций сократилась более чем вдвое, оборот - в пять с лишним раз. В середине 90-х произошло некоторое восстановление рынка, однако во второй половине десятилетия он снова начал падать, и в 2002-2003 гг. индекс Nikkei 225 достиг уровня начала 1980-х годов. А по сравнению с максимумом **29 декабря 1989 г. (38 916)** падение (**7604 в апреле 2003 г.**) оказалось более чем пятикратным! Нечто подобное наблюдалось лишь в годы Великой депрессии в США, но тогда падение происходило в течение трех лет (1929-1932), а затем было медленное, затянувшееся на 20 лет, восстановление. В случае с Японией это в своем роде уникальный пример (рис.2).



С 2003 г. рынок акций по мере роста корпоративных прибылей (рис.3) стал понемногу восстанавливаться, а в 2005 г. показал один из лучших результатов среди развитых стран, поднявшись примерно на 40%. В 2005 г. оборот торговли впервые превысил докризисный максимум (табл.1). В отдельные моменты 2007 г. индекс Nikkei 225 превосходил 1800 пунктов. Однако осенью 2007 г. и в 2008 г. снова произошел откат и Nikkei 225 весной 2008 г. падал до 1200-1300 пунктов, к маю поднявшись до 14000.

Но в целом можно констатировать, что, несмотря на свою волатильность, в последние годы японский рынок выглядит все более привлекательным. Показатель P/E, достигавший совершенно нетипичных значений все 90-е годы, в 2007 г. снизился до более-менее нормальной величины (табл.1). Дивидендная доходность, хотя и уступает показателям

других развитых рынков, все же в полтора-два раза выше, чем еще в недалеком прошлом. О повысившейся привлекательности японских акций свидетельствует и тот факт, что они все в большей степени покупаются иностранными портфельными инвесторами. В 2007 г. доля иностранных инвесторов в торговле акциями на Токийской бирже составила 45%, а доля иностранцев в акционерном капитале японских компаний повысилась с 4% в начале 90-х годов до 10% в 1998 г. и 28% в 2007 г.⁴

Как нам представляется, залогом восстановления японского рынка акций в среднесрочной перспективе является мощный научно-технический потенциал японских корпораций. По показателю расходов на НИОКР по отношению к ВВП (3,13% в 2004 г.)⁵ Япония занимает третье место в мире (уступая только Финляндии и Швеции), но первое среди стран Семерки. Душевой показатель расходов на НИОКР (примерно 1000 долл.) соответствует показателям самых передовых стран. При этом особенностью японских расходов на НИОКР является более высокий, чем в других странах, удельный вес частного бизнеса, что тоже можно рассматривать как положительный фактор, укрепляющий конкурентоспособность экономики. По доле в мировом экспорте наукоемкой продукции (11,4%), Япония занимает вместе с Германией 2-3 место, уступая только США (19,2%).

Табл.1. Основные показатели рынка акций Японии (Токийская фондовая биржа)

| Годы | Цена/прибыль* | Дивидендная доходность, %* | Капитализация, трлн иен* | Оборот, трлн иен | Годы | Цена/прибыль* | Дивидендная доходность, %* | Капитализация, трлн иен* | Оборот, трлн иен |
|------|---------------|----------------------------|--------------------------|------------------|------|---------------|----------------------------|--------------------------|------------------|
| 1988 | 58,4 | 0,51 | 488 | 333 | 1998 | 103,1 | 1,2 | 282 | 124 |
| 1989 | 70,6 | 0,45 | 630 | 386 | 1999 | Убытки | 0,9 | 466 | 210 |
| 1990 | 39,8 | 0,49 | 394 | 232 | 2000 | 85,5 | 0,85 | 365 | 290 |
| 1991 | 37,8 | 0,62 | 392 | 134 | 2001 | 61,4 | 1,25 | 301 | 225 |
| 1992 | 36,7 | 0,88 | 299 | 80 | 2002 | Убытки | 1,3 | 251 | 209 |
| 1993 | 64,9 | 0,79 | 336 | 106 | 2003 | 122,1 | 1,3 | 320 | 255 |
| 1994 | 79,5 | 0,71 | 371 | 115 | 2004 | 39 | 1,1 | 369 | 357 |
| 1995 | 86,5 | 0,85 | 378 | 116 | 2005 | 50,4 | 1,1 | 540 | 497 |
| 1996 | 79,3 | 0,8 | 359 | 136 | 2006 | 32,8 | 1,1 | 550 | 677 |
| 1997 | 37,9 | 1,0 | 288 | 151 | 2007 | 26,7 | 1,5 | 484 | 760 |

*Конец года.

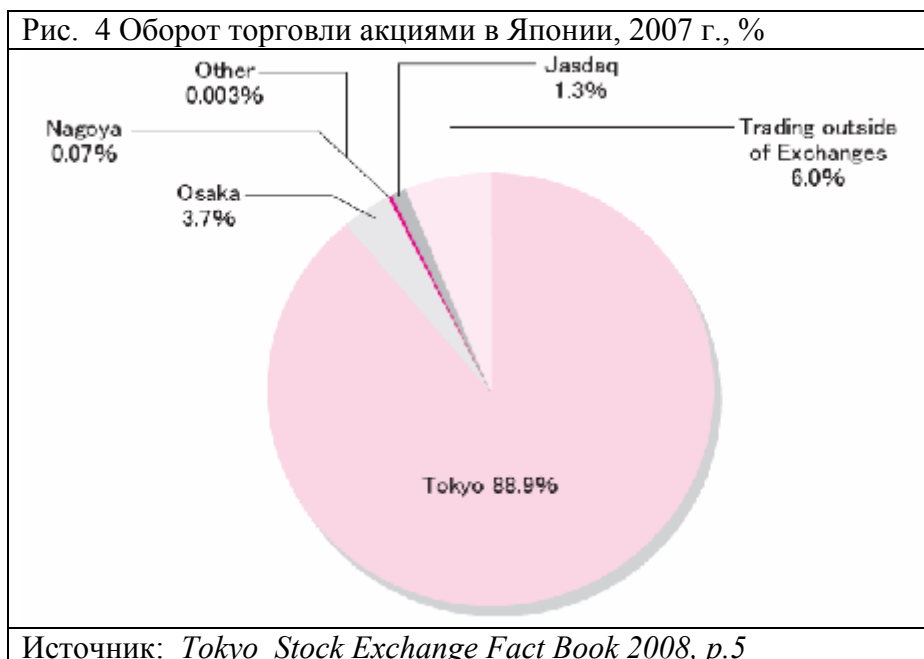
Источник: *The LGT Guide to World Equity Markets 1996*; база данных *World Federation of Exchanges* www.world-exchanges.org

Общее количество листинговых компаний в Японии составляло в конце 2007 г. 2976 (2389 на Токийской фондовой бирже -TSE). В Японии кросс-листинг разрешен и весьма распространен, данная цифра исключает двойной (тройной и тому подобный счет).

⁴ TSE Fact Book 2008

⁵ США 2,68%, Россия 1,15%, Китай 1,23% (OECD in figures 2006-2007. P.,2006, p.40)

Вторичный рынок акций в Японии в основном биржевой. От 89 до 98% оборота по акциям (по количеству проданных бумаг и по стоимости) приходится на Токийскую фондовую биржу (рис.4) .



Акции, имеющие котировку на TSE, делятся в зависимости от величины эмитента и оборота торговли на акции первой (95% общей капитализации) и второй секций. Кроме того, для компаний новейших технологий с 1999 г. существует также специальная секция, носящая название "материнская" (от англ. mothers). Для иностранных компаний существует собственная секция.

Ликвидность рынка акций (отношение оборота к капитализации) в Японии традиционно ниже, чем на американском или английском рынке, но в последние годы она заметно выросла (табл.1).

В конце 80-х – начале 90-х годов по размерам капитализации японские корпорации занимали первые строчки в мировой таблице о рангах. Капитализация японских компаний заметно снизилась за 90-е годы. В 2007 г. 49 японских компаний входили в список 500 крупнейших компаний мира по капитализации, составляемый газетой *Financial Times* (табл.2), но только одна (Toyota) оказалась в тридцатке крупнейших (в первой десятке).⁶

Табл.2 Капитализация ведущих японских корпораций, март 2007 г.

| Компании | Млрд долл | Компании | Млрд долл |
|--------------------------------|-----------|-------------------|-----------|
| Toyota Motor | 231 | Nippon Steel | 48 |
| Mitsubishi UFJ Financial Group | 122 | Tepeco | 46 |
| NTT DoCoMo | 85 | Mitsubishi Estate | 45 |
| Nippon Telegraph & Telephone | 83 | Nintendo | 41 |
| Mizuho Holdings | 76 | Nomura Holdings | 41 |
| Canon | 71 | Mitsubishi | 39 |

⁶ См. также «Портфельный инвестор» №3, 2008, с.69-74.

| | | | |
|---------------------------------|----|--------------------|----|
| Sumitomo Mitsui Financial Group | 70 | KDDI | 36 |
| Honda Motor | 64 | JFE Holdings | 36 |
| Takeda Pharmaceuticals | 58 | Denso | 33 |
| Sony | 51 | Mitsui | 33 |
| Matsushita Electric Industries | 49 | East Japan Railway | 31 |
| Japan Tobacco | 49 | Resona | 31 |
| Nissan Motor | 48 | Milea Holdings | 30 |

Источник: The Financial Times – The FT 500

Фундаментальные особенности рынка акций Страны восходящего солнца несколько десятилетий в значительной мере определялись структурой собственности японских корпораций, сложившейся после Второй мировой войны. Она заметно отличалась (и продолжает отличаться) от аналогичной структуры компаний США и Англии. В качестве основных акционеров здесь выступают сами нефинансовые компании и банки, обладающие крупными пакетами акций (*табл.3*). Доля акций в свободном обращении (*free float*) традиционно была значительно меньше, чем в англосаксонских странах.

Доля физических лиц сократилась с почти 70% в 1949 г. до 18-20% в настоящее время, хотя при этом количество акционеров выросло с 5 до 40 млн. человек. В отличие от США в структуре финансовых активов населения преобладают не ценные бумаги, а вклады в банках (50%) и пенсионные накопления (26%, *рис. 5*).

Табл.3 Структура акционерного капитала Японии по видам собственников (%)*

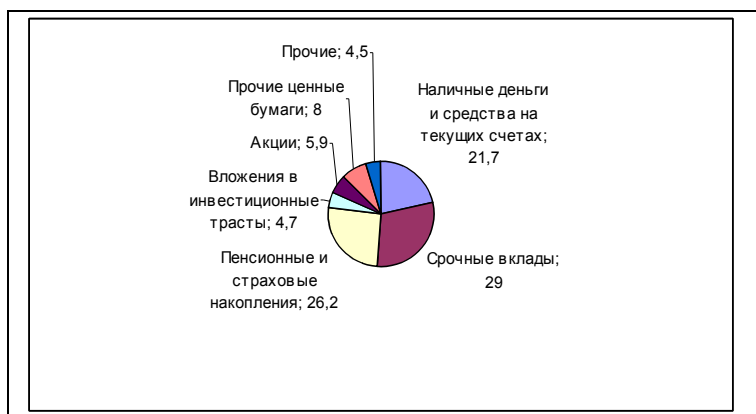
| Собственники | 1949 г. | 1960 г. | 1970 г. | 1980 г. | 1990 г. | 1998 г. | 2000 г. | 2004 г. | 2007 г. |
|--|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| Финансовые учреждения | 9,9 | 30,6 | 32,3 | 38,8 | 45,2 | 39,3 | 37,0 | 32,7 | 31,1 |
| Банки (городские, региональные, долгосрочного кредита) | | | 15,4 | 19,2 | 16,4 | 14,0 | 11,5 | 5,3 | 4,6 |
| Доверительные банки | | | | | 9,8 | 11,7 | 14,3 | 19,8 | 17,9 |
| В т.ч. инвестиционные трасты | | | 1,4 | 1,5 | 3,6 | 1,2 | 2,2 | 3,0 | 4,7 |
| В т.ч. пенсионные фонды | | | | 0,4 | 0,9 | 3,8 | 4,3 | 4,0 | 3,5 |
| Компании страхования жизни | | | 11,1 | 12,5 | 13,2 | 9,4 | 7,6 | 5,7 | 5,4 |
| Компании общего страхования | | | 4,0 | 4,9 | 4,1 | 3,2 | 2,8 | 2,2 | 2,2 |
| Прочие финансовые учреждения | | | 1,8 | 2,2 | 1,8 | 1,0 | 0,8 | 1,0 | 1,0 |
| Нефинансовые корпорации | 5,6 | 17,8 | 23,1 | 26,0 | 25,2 | 24,1 | 22,3 | 21,9 | 20,7 |
| Компании по ценным бумагам* | 12,6 | 3,7 | 1,2 | 1,7 | 1,7 | 0,7 | 0,8 | 1,2 | 1,8 |
| Японские граждане | 69,1 | 46,3 | 39,9 | 29,2 | 23,1 | 25,4 | 26,3 | 20,3 | 18,1 |
| Иностранные инвесторы | | 1,3 | 3,2 | 4,0 | 4,2 | 10,0 | 13,2 | 23,7 | 28,0 |
| Центральное правительство и местные органы власти | 2,8 | 0,2 | 0,2 | 0,2 | 0,6 | 0,5 | 0,4 | 0,2 | 0,3 |
| Итого** | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 |

*Приводимые источники не включают компании по ценным бумагам в "финансовые учреждения", выделяя их в отдельную группу.

**Сумма может быть не равна 100,0 из-за округления.

Источник: см. Рубцов Б.Б. *Современные фондовые рынки.* - М., 2007; *Tokyo Stock Exchange Fact Book 2008*, p.61 (www.tse.or.jp).

Рис.5 Структура финансовых активов населения Японии, 2007 г., %



На протяжении десятилетий рынок был в значительной мере закрыт для иностранных инвесторов, доля которых в акционерном капитале японских корпораций не превышала 4-6%.

Большая часть акций японских корпораций оказалась в собственности других японских корпораций и банков в рамках сформировавшихся после Второй мировой войны финансово-промышленных групп (ФПГ) – кейрецу⁷.

Ядром этих ФПГ стали крупнейшие коммерческие банки (называемые **городскими**, см. ниже). Mitsui Bank выступал ядром одноименной ФПГ. Банк Fuji являлся ядром группы Fuyo, Mitsubishi Bank – группы Mitsubishi, Sumitomo Bank – группы Sumitomo.

Контрольный пакет группы находился внутри "семьи компаний". Акции, торгуемые на бирже (т. е. у внешних акционеров), составляли 20-40% всех выпущенных.

В 90-е годы происходило постепенное размывание границ послевоенных кейрецу. Слияние банков Sakura и Sumitomo и образование банка Sumitomo-Mitsui Banking Corporation в 2001 г. означает фактически интеграцию двух кейрецу - Mitsui и Sumitomo. После слияния банка Fuji с Dai-Ichi Kangyo Bank и Industrial Bank of Japan, которые образовали Mizuho Bank, ядром группы Fuyo стала страховая компания Yasuda Life Insurance (последняя также входит в группу Mitsubishi).

Об изменениях, происходящих в структуре японских кейрецу, и об их постепенном размывании, говорит прекращение издания двух основных публикаций, содержащих данные о кейрецу, в конце 1990-х годов (*Keiretsu no Kenkyu* и *Kigyō Keiretsu Soran*).

Крупнейшей кейрецу Японии в настоящее время является, очевидно, **Mitsubishi**, ядром которой выступает крупнейший японский банк Mitsubishi UFJ Financial Group. В основной состав кейрецу (компании, чьи руководители встречаются каждую пятницу) входит 29 компаний, среди которых такие крупные корпорации мирового значения, как Mitsubishi Heavy Industries, Mitsubishi Motors Corporation, Nikon Corporation, Kirin Brewery Co., и др.

В **группу Mitsui Sumitomo**, ядром которой выступает Sumitomo Mitsui Banking Corporation, входят, в том числе, такие компании, как Sumitomo Heavy Industries, Sumitomo Heavy Industries, NEC Corporation, Sumitomo Mitsui Construction Co. и др.

В **группу Fuyo**, центральной организацией которой в настоящее время выступает, по некоторым данным, страховая компания Yasuda Life Insurance, связанная также с Mitsubishi (а в прошлом банк Fuji), входят, в т.ч. Canon, Hitachi, Marubeni, Mizuho Bank, Yamaha.

⁷ Предшественниками кейрецу до войны выступали ФПГ, контролировавшиеся семейными холдинговыми компаниями – дзайбацу (крупнейшие - Mitsui, Mitsubishi, Sumitomo, Yasuda).

В последнее десятилетие в структуре собственности японских корпораций произошли весьма заметные сдвиги. Резко выросла доля иностранных инвесторов. Снизилась доля коммерческих банков (см. ниже).

Рынок долговых ценных бумаг

По своему объему рынок долговых ценных бумаг Японии уступает только США. Совокупный объем задолженности по ценным бумагам в 2007 г. превышал 9 трлн долл. На долю государственных облигаций приходится около 70% всех долговых инструментов (табл. 4).

Табл. 4 Задолженность по долговым инструментам Японии

| Долговые инструменты | 1985 г. | 1990 г. | 1995 г. | 2000 г. | 2004 г. | 2007 г.* |
|---|---------|---------|---------|---------|---------|----------|
| Государственные облигации | 134,4 | 166,3 | 225,2 | 367,6 | 620,6 | 675,5 |
| в т.ч. казначейские векселя | 0 | 7,6 | 12,8 | 33,4 | 46,3 | 27,5 |
| Облигации с правительственной гарантией | 16,4 | 19,6 | 21,8 | 26,4 | 4 | 38 |
| Векселя управления наличностью | 13,7 | 25,5 | 25,3 | 40,2 | 85,9 | 102,3 |
| Муниципальные облигации** | 6,1 | 7,3 | 10,3 | 16,5 | 27,2 | 36,7 |
| Коммерческие бумаги | 0 | 0 | 0 | 23,7 | 17,2 | 0 |
| Корпоративные облигации обыкновенные | 9,5 | 11,9 | 27,3 | 54 | 62,7 | 65,7 |
| Корпоративные конвертируемые облигации | 4,6 | 16,1 | 19,5 | 10,9 | 3,7 | 1,4 |
| Облигации с варрантом | 0,1 | 1,5 | 0,3 | 0 | 0 | 0 |
| Облигации "самурай" | 5,4 | 6 | 9,9 | 7,8 | 6,5 | 0 |
| Банковские облигации процентные | 28,4 | 49,2 | 49,6 | 36,1 | 26,7 | 21,2 |
| Банковские облигации дисконтные | 15,1 | 18,5 | 26,5 | 12 | | 1,8 |
| Депозитные сертификаты | 9,7 | 18,9 | 24,3 | 38,5 | 30,7 | 32,3 |
| Итого | 243,3 | 340,7 | 440,1 | 633,6 | 885,1 | 974,8 |

*Некоторые цифры – за 2006 г.

**Размещенные по открытой подписке. Это менее трети общей задолженности по муниципальным облигациям.

Источник: база данных Банка Японии (Bank of Japan Statistics (<http://www.boj.or.jp>)); Japan Statistical Yearbook (www.stat.go.jp); Tokyo Stock Exchange Fact Book.

Государственные облигации. С 1999 г. по размерам рынка государственных долговых обязательств Япония заняла первое место в мире, опередив рынок американских казначейских обязательств (treasuries). В пересчете на доллары задолженность по прямым обязательствам правительства Японии в конце 2007 г. составляла 7 трлн долл (примерно 700 трлн иен). Большая часть облигаций представлена 10-летними бумагами.

Вторичный рынок государственных облигаций практически полностью внебиржевой, хотя долгосрочные облигации имеют котировку на Токийской фондовой бирже.

Ликвидность рынка государственных облигаций (спред, т.е. разница между ценой покупки и продажи, соотношение между оборотом и величиной задолженности) по-прежнему - одна из самых низких среди стран «Группы 7». Еще в 1997 г. спред был в два-три раза выше, чем в США. В результате

проводимых реформ ликвидность несколько повысилась, но все равно уступает другим рынкам.

В Японии более половины всех выпущенных государственных обязательств находится в государственных учреждениях - правительственных агентствах и центральном банке. В то же время доля иностранцев на рынке государственного долга (6% в марте 2007 г.) в несколько раз ниже, чем в других крупных странах. Вероятно, причиной этого является низкая доходность японских инструментов (см. ниже).

В 90-е годы, столкнувшись с небывало длительным экономическим спадом, японское правительство в целях стимулирования спроса развернуло программы государственного заимствования, а в конце 90-х – и для прямой помощи попавшим в тяжелое положение банкам. По относительному уровню консолидированного дефицита бюджета (6-8% ВВП в 1999-2007 гг., см. рис.1) Япония вышла на первое место среди развитых стран.

Стремясь стимулировать спрос, Банк Японии несколько раз снижал краткосрочные процентные ставки по своим кредитам, а начиная с 1999 г. основной процентный ориентир Японии - ставка рефинансирования Банка Японии – официально неоднократно устанавливалась на нулевом уровне. На протяжении ряда лет центральный банк проводил де-факто политику нулевых ставок. Все другие краткосрочные процентные ставки по инструментам денежного рынка (казначейские векселя, векселя управления наличностью, депозитные сертификаты, коммерческие бумаги) также продавались фактически с нулевой доходностью. Доходность по долгосрочным облигациям снизилась за тот же период до 0,7-1,7% (в три-четыре раза ниже, чем в других развитых странах, см. табл.5). Лишь в 2006-2007 гг. произошло некоторое повышение краткосрочных ставок.

Табл.5 Процентные ставки и нормы доходности в Японии на конец года, (% годовых)

| Годы | Официальная учетная ставка Банка Японии | Ставка овернайт, без обеспечения | Казначейские векселя | Государственные 10-летние облигации для подписчиков | Процентные банковские облигации (5 лет) | Корпоративные облигации (12 лет) | Срочный вклад (1-2 года менее 3 млн иен) |
|------|---|----------------------------------|----------------------|---|---|----------------------------------|--|
| 1985 | 5,0 | 7,86 | | 6,58 | 6,69 | 6,79 | |
| 1990 | 6,0 | 8,25 | | 6,8 | 6,85 | 6,86 | 6,04 |
| 1995 | 0,5 | 0,4 | 0,35 | 2,91 | 1,85 | 3,5 | 1,09 |
| 1996 | 0,5 | 0,38 | 0,3 | 2,75 | 1,72 | 3,12 | 0,5 |
| 1997 | 0,5 | 0,44 | 0,34 | 1,99 | 1,63 | 2,83 | 0,39 |
| 1998 | 0,5 | 0,34 | 0,38 | 0,97 | 1,93 | 3,02 | 0,36 |
| 1999 | 0,5 | 0,01 | 0,1 | 1,84 | 1,27 | 2,06 | 0,27 |
| 2000 | 0,5 | 0,22 | 0,45 | 1,66 | 1,26 | 2,00 | 0,27 |
| 2001 | 0,1 | 0,001 | 0,007 | 1,31 | 1,09 | 1,62 | 0,17 |
| 2002 | 0,1 | 0,001 | 0,003 | 1,01 | 0,4 | 1,14 | 0,11 |
| 2003 | 0,1 | 0,001 | | 1,38 | 0,66 | 1,89 | 0,07 |
| 2004 | 0,1 | 0,002 | 0,002 | 1,45 | 0,64 | 1,62 | 0,05 |
| 2005 | 0,1 | 0,004 | 0,026 | 1,49 | 0,94 | 1,7 | 0,03 |
| 2006 | 0,4 | 0,125 | 0,42 | 1,73 | | | 0,68 |
| 2007 | 0,75 | 0,5 | 0,59 | 1,47 | | | 0,57 |

Корпоративные облигации. До середины 80-х годов выпуск облигаций без обеспечения осуществлялся только с одобрения специального государственного Комитета по облигациям, контролируемого банками. Тем самым последние пытались оградить себя от конкуренции, ограничивая возможности прямого финансирования на рынке ценных бумаг.

Рост евторынка и отмена валютных ограничений позволили японским корпорациям получать средства на международном рынке капиталов. Если доля финансирования на евторынке не превышала в начале 1970-х годов 2%, то к середине 1980-х она приближалась к 40%. Комитет по облигациям был распущен.

За прошлое десятилетие объем рынка внутренних корпоративных облигаций вырос более чем в четыре раза. Тем не менее ежегодный объем финансирования японских корпораций с помощью выпуска облигаций на внутреннем рынке относительно невелик – от 6 до 13 трлн.иен (1997-2006 гг.)⁸.

Особенности финансовой системы и профессиональные участники рынка ценных бумаг

Институты финансовой системы Японии можно классифицировать на: банковские кредитные организации, кредитные организации кооперативного типа, небанковские финансовые организации и государственные финансовые организации (табл.6).

Табл.6 Структура финансовой системы Японии по видам институтов (на апрель 2007 г.)

| Банки | Прочие негосударственные кредитные учреждения (кооперативного типа) | Небанковские финансовые учреждения | Государственные финансовые учреждения |
|----------------------------|--|---|--|
| Банк Японии | Банки «шинкин» (287) + Центральный банк Шинкин | Компании страхования жизни (38) | Японская Почта |
| Городские банки (6) | Кредитные кооперативы (168) + Шинкуми Банк (головная организация) | Компании общего страхования (48) | Японский банк развития |
| Региональные банки (64+46) | Трудовые банки (13) + Рокинрен Банк (головная организация) | Компании по ценным бумагам (308) | Японский банк международного сотрудничества |
| Иностранные банки | Отраслевые | Инвестиционные | Финансовые |

⁸ FACT BOOK 2007 Japan Securities Dealers Association., p. 20

| | | | |
|----------------------|---|--------|----------------|
| 65 | кредитные кооперативы (сельскохозяйственные - 835, рыболовецкие - 181) + Норинчукин Банк - головная организация | трасты | корпорации (6) |
| Трастовые банки (21) | | | |
| Прочие банки (10) | | | |

Источник: Японская банковская ассоциация (<http://www.zenginkyo.or.jp>).

В структуре активов финансовой системы доминируют кредитные учреждения, в первую очередь банки. Ведущей группой банков Японии выступают т.наз. **городские банки**, на которые в конце 2006 г. приходилось 21% привлеченных средств и 27% кредитов. Городские банки занимают в финансовой системе страны примерно такое же место, какое в Германии принадлежит гроссбанкам. Их количество сократилось за последнее десятилетие в результате слияний и поглощений - с 11 до 6. Крупнейшие в настоящее время: Mitsubishi UFJ Financial Group, Mizuho Holdings, Sumitomo Mitsui Banking Corp., Resona Holdings, Inc.⁹

На рынке ценных бумаг городские банки многие десятилетия были представлены лишь как инвесторы. Начиная с 1992 г. банкам было разрешено создавать дочерние компании по ценными бумагам с ограниченным кругом и инструментов (исключая корпоративные ценные бумаги). Однако постепенно эти ограничения упразднялись (в рамках реформы Big Bang), и в 2001 г. были отменены. В настоящее время у всех городских банков есть дочерние компании по ценным бумагам. А с 1 декабря 2004 г. и сами банки получили право совершать розничные операции с корпоративными ценными бумагами (но как посредники для компаний по ценным бумагам).

После Второй мировой войны в Японии действовало ограничение на максимальную долю участия коммерческих банков в акционерном капитале корпораций (5% для банка и 15% для банковской холдинговой компании). При этом отсутствовали ограничения на общую сумму инвестиций в акции. Кризис на фондовом рынке в 1990-е – начале 2000-х годов усугубил проблемы японской банковской системы. В 2001 г. был принят закон (с поправками 2003 г.), согласно которому **общий объем инвестиций банков в акции не должен превышать их собственный капитал**. Чтобы избежать обвала цен на рынке акций вследствие продажи банками своих пакетов, была создана специальная корпорация, а Банк Японии был уполномочен выкупать акции у банков (в период 2002-2004 гг.). К 2007 г. все японские банки привели структуру своих активов в соответствии с указанным законом, чем и объясняется падение их доли в акционерном капитале японских корпораций в текущем десятилетии (табл.3)

⁹ См. также «Портфельный инвестор» №3, 2008, с.69-74.

Тесно связаны с городскими банками (нередко являются их дочерними компаниями¹⁰) так называемые **трастовые (доверительные) банки**. В основном подобные банки выполняют трастовые услуги, включающие управление пенсионными фондами (привилегия, которую они долгое время делили с компаниями страхования жизни) и инвестиционными трастами (инвестиционными фондами).

Инвестиционные трасты в Японии традиционно имеют контрактную форму. Инвестор приобретает долю в трасте, который не является юридическим лицом. Средства передаются кастодиану (один из доверительных банков), а затем инвестируются одной из нескольких десятков управляющих компаний (аффилированных с брокерско-дилерскими фирмами) или трастовым банком.

Компании по ценным бумагам По Закону о ценных бумагах и фондовых биржах 1948 г., принятому при непосредственном участии американской оккупационной администрации, банкам было запрещено выполнять брокерско-дилерские и андеррайтинговые операции с корпоративными ценными бумагами. Этой деятельностью было разрешено заниматься так называемым инвестиционным домам (брокерско-дилерским фирмам).

Деятельность на рынке до конца прошлого десятилетия подлежала государственному лицензированию, которое вплоть до конца 90-х годов осуществляло Министерство финансов. Оно выдавало лицензии на четыре вида деятельности: 1) дилерскую, 2) брокерскую, 3) андеррайтинговую, 4) на совершение "розничных" операций с частными инвесторами. Большинство фирм имели лицензии на несколько видов деятельности, а крупнейшие - на все четыре. Последние как раз и называются инвестиционными домами.

С целью стимулировать приход новых участников на рынок в Закон о ценных бумагах и фондовых биржах были внесены поправки (вступили в силу в декабре 1998 г.), согласно которым система лицензирования брокерской деятельности была заменена на систему регистрации.

Всего в Японии насчитывается до трех сотен (297 в 2000 г., 308 в 2007 г.) фирм, занимавшихся брокерско-дилерскими операциями с ценными бумагами¹¹. Ведущие позиции на рынке до конца 1990-х годов занимали 4 компании – так называемая "большая четверка" (Yondai Shoken): Nomura, Daiwa, Yamaichi, Nikko. На них в годы "бума хейсей" приходилось 47% всех операций с акциями национальных эмитентов, а с учетом 34 более мелких аффилированных фирм - свыше 60%. Еще выше (75%) была их доля в оказании услуг по андеррайтингу. На «большую четверку» приходилось 80% торговли облигациями¹².

¹⁰ Об этом говорят даже их названия: Mitsui Asset Trust and Banking, Mizuho Trust and Banking, UFJ Trust Bank и др.

¹¹ В 2006 г. в них было занято 93 тыс. служащих (162 тыс. в 1990 г.).

¹² Zielinski R., Holloway N. Unequal Equities, Tokyo, 1991, **р. 65**.

Nomura - крупнейшая компания в Японии в этой области, одно время являлась также крупнейшим инвестиционным банком в мире. В 1986 г. ее собственный капитал (10 млрд долл.) превышал совокупный капитал трех американских гигантов: Merrill Lynch, Salomon Brothers и Shearson Lehman. В конце 80-х ее капитализация доходила до 70 млрд долл., что было сравнимо с капитализацией целой страны, например Австралии.

В период бума 80-х Nomura в отдельные годы получала самые высокие прибыли в Японии, опережая даже таких гигантов, как Nissan. Тогда в списке 10 корпораций с самыми высокими прибылями оказалась вся "Большая четверка" японских компаний по ценным бумагам, при этом из банков в десятку смог попасть лишь один - Fuji¹³.

По сути дела, в Японии на рынке ценных бумаг сложилась олигополия, а "большая четверка" фактически представляла собой своеобразный картель, действия которого весьма напоминали операции американских пулов в 20-е годы. В течение нескольких недель курс акций того или иного эмитента мог повыситься в два-три раза, чтобы затем упасть на столько же.

Введение заявительной, а не разрешительной системы при учреждении компании по ценным бумагам как раз должно было способствовать ликвидации олигополии ведущих инвестиционных домов. Тому же должно было содействовать и разрешение заниматься данным бизнесом банковским дочерним компаниям. Судя по всему, эта цель была достигнута.

Все компании являются членами Японской ассоциации дилеров фондового рынка (Japan Securities Dealers Association)¹⁴.

В 1997 г. финансовая система Японии вошла в полосу самого тяжелого за послевоенный период финансового кризиса. Доля «плохих кредитов» в кредитном портфеле крупнейших банков Японии достигала в 2000-2002 гг. 8-9%. Банкротство потерпели ряд крупных финансовых учреждений: банков, страховых компаний и компаний по ценным бумагам. В ноябре 1997 г. прекратили операции Sanyo Securities, один из городских банков Hokkaido Takushoku Bank и Yamaichi.

В марте 1998 г. стало ясно, что даже крупнейшие японские банки не смогут обойтись без государственной поддержки. В результате парламент (Diet) принял закон о выделении 30 трлн иен на поддержку банков. Позже, в ноябре того же года, парламент удвоил цифру финансовой поддержки банкам до 60 трлн иен, что составляло 12% ВВП.¹⁵ Из этой суммы 25 трлн (208 млрд долл.) были предназначены для укрепления капитальной базы городских банков, что примерно в два раза выше суммы помощи, которая была оказана за десять лет до этого в США ссудо-сберегательной системе. Для контроля над процессом реструктуризации в банковском секторе был создан Комитет по возрождению финансового сектора (КФС). Почти все японские банки воспользовались государственной помощью. Она выразилась в укреплении

¹³ Wood C. Boom and Bust: The Rise and Fall of the World's Financial Markets. L., 1988, p. 56-63.

¹⁴ www.jsda.or.jp.

¹⁵ Kanaya Akiro, Woo David. The Japanese banking crisis of the 90s: sources and lessons. IMF Working Paper, January 2000, pp. 29, 32.

их капитала путем покупки государством привилегированных акций или облигаций с правом конвертации в обыкновенные акции при несоблюдении банками требований по оздоровлению (если по истечении определенного периода - от 3 месяцев до 7,5 лет (в зависимости от банка) - они не решат свои проблемы).

Банки долгосрочного кредита - Японский банк долгосрочного кредита, а также Японский кредитный банк были временно национализированы¹⁶.

В 2000-2002 гг. прошла серия слияний, в результате которой японские банки снова превратились в крупнейшие в мире.

В сентябре 1999 г. американская компания Ripplewood Holdings получила разрешение от КФС на покупку Японского банка долгосрочного кредита. Это был первый случай приобретения одного из ведущих банковских учреждений страны иностранной фирмой.

В целом за 1992-2007 гг. японские банки списали примерно 100 трлн иен безнадежных кредитов(!)¹⁷. К 2007 г. доля плохих кредитов в кредитном портфеле банков снизилась до 1,5%.

Фондовые биржи

Всего в Японии действует шесть фондовых бирж (2007 г.): в Токио, Осаке, Нагое, Фукуоке, Саппоро¹⁸. При этом на долю Токийской фондовой биржи (TSE) приходится свыше 90% оборота по акциям (по стоимости), Осацкой биржи - 4% (2007 г.). В конце 2004 г. статус фондовой биржи получила внебиржевая торговая система JASDAQ.

Членами Токийской фондовой биржи являются только юридические лица - брокерско-дилерские фирмы (компании по ценным бумагам) -110 в конце 2007 г. (из них 20 - иностранные фирмы).

Вплоть до середины 80-х годов членами TSE выступали только японские институты. Приходу иностранцев противились как сами японские компании по ценным бумагам, так и Министерство финансов Японии, которое защищало сложившийся здесь брокерский картель от иностранной конкуренции. Однако когда в 80-е годы японская "большая четверка" начала активно выходить на зарубежные биржи и возникла угроза ответных действий на дискриминацию иностранцев в Японии, TSE открыла двери для зарубежных брокерско-дилерских фирм.

С 2001 г. TSE (как и Фондовая биржа Осаки) - **корпорация (акционерное общество), преследующая цель получения прибыли для своих акционеров**. Данные события лишний раз подтверждают общую закономерность коммерциализации фондовых бирж.

¹⁶ Банки долгосрочного кредита сыграли огромную роль в послевоенном восстановлении экономики Японии. В настоящее время все они вошли в состав крупнейших японских банковских групп.

¹⁷ По данным Ассоциации японских банков Financial system stabilization measures (www.zenginkyo.or.jp)

¹⁸ В 2000 г. слились с TSE биржи в гг. Хиросима, Ниигата.

В 1999 г. Токийская биржа полностью перешла на электронную торговлю, полностью отказавшись от голосового аукциона в биржевой толпе. При открытии/закрытии используется онкольный (залповый) аукцион (итайозе), в течение торговой сессии – непрерывный двойной (зараба).

Регулирование фондового рынка

Основным нормативным актом, регулирующим деятельность на рынке ценных бумаг Японии, является **Закон о ценных бумагах и фондовых биржах** 1948 г. В основу закона были положены основополагающие американские акты 1933-1934 гг. На протяжении послевоенных десятилетий в него вносились многочисленные поправки, в результате которых многие существовавшие прежде запреты и ограничения были отменены.

Вплоть до конца 90-х годов исключительными полномочиями по регулированию рынка ценных бумаг (как и всего финансового сектора) выполняло Министерство финансов.

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

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

В ноябре 1996 г. премьер-министр Хашимото объявил о намеченной правительством реформе японской финансовой системы, получившей в прессе название "**Большой встряски**" ("Big Bang", по аналогии с реформой финансового сектора в Англии в 1986 г.).

Реформа началась в апреле 1998 г., когда были устранены остававшиеся ограничения на валютные операции, проходила в несколько этапов и фактически завершилась в 2001 г.

Реформа привела к ряду новаций. Разрешалось создавать финансовые холдинговые компании. Банки получили право учреждать дочерние компании по торговле ценными бумагами (сначала всеми бумагами, кроме акций, но после 1999 г. и акциями), а также торговать инструментами коллективных инвестиций - паями юнит-трастов, а с декабря 2004 г. и акциями. Компаниям по ценным бумагам было разрешено оказывать кастодиальные услуги (чем раньше могли заниматься только доверительные банки). Был устранен запрет на выполнение банками услуг страховых компаний и наоборот. Полностью устранены фиксированные комиссионные (октябрь 1999 г.). Произошла полная отмена ограничений на владение акциями листинговых компаний нерезидентами (ранее не более 10%). Усилены наказания за нечестные операции на финансовом рынке, в частности предусматривалась конфискация прибыли, полученной путем

инсайдерской торговли или манипулирования ценами. С 1997 г. управлением пенсионными фондами могли заниматься не только трастовые банки и компании страхования жизни, но и компании по ценным бумагам.

Как отмечалось выше, в конце 1998 г. система лицензирования компаний по ценным бумагам и инвестиционных трастов была заменена на систему регистрации. Был отменен запрет на торговлю листинговыми акциями только на бирже (декабрь 1998 г.).

Были смягчены правила, ограничивавшие выкуп собственных акций корпорациями.

Одним из основных элементов реформы явилось создание специального регулирующего органа вне Министерства финансов, на который возложен контроль над всей финансовой системой страны (национальными банками, иностранными банками, страховыми компаниями, брокерско-дилерскими фирмами и т. п.), - Агентство финансового надзора (Financial Supervisory Agency, в 2000 г. переименовано в **Агентство по финансовым услугам** (Financial Services Agency). Агентство приступило к работе в июне 1998 г.

Агентство подчинено непосредственно премьер-министру. Агентство участвует в подготовке нормативных документов, касающихся финансовых учреждений. Банк Японии при этом сохраняет привилегию проверять банки и при необходимости блокировать счета нарушителей, но при этом наложение санкций возложено на Агентство.

В Агентстве работают примерно 400 человек - большей частью (80%) сотрудники, переведенные из Министерства финансов¹⁹.

В рамках реформы предусматривается обязательное предоставление информации эмитентами регулятивному органу и биржам в электронной форме (с июня 2001 г.) со свободным доступом к ней частных инвесторов через Интернет (ранее система раскрытия информации была очень слабой и мало соответствовала, например, требованиям американской SEC).

Непосредственно контроль за деятельностью брокеров-дилеров на рынке осуществляет упоминавшаяся выше **Комиссия по ценным бумагам и биржам**, подчиненная Агентству по финансовым услугам²⁰.

¹⁹ Для сравнения: количество контролеров в США составляет примерно 8000, контролирующий орган Великобритании - Ведомство по финансовым услугам (FSA) насчитывает 2300 человек.

²⁰ Подробнее см. Рубцов Б.Б. Современные фондовые рынки. - М., 2007