

Б.Б.Рубцов

Финансовый рынок Великобритании (опубликовано в ж. «Портфельный инвестор №4, 2008»)

*На протяжении многих десятилетий XIX в. и начала XX в. финансовый рынок Великобритании был крупнейшим и наиболее развитым в мире, что соответствовало ведущему месту Британской империи в мировой экономике. После двух мировых войн Великобритания постепенно утратила былые позиции в мировом производстве и торговле, но при этом сохранила, а в 1970-1980-е годы даже упрочила роль международного финансового центра. По объему международных финансовых операций рынок Соединенного Королевства не знает себе равных.*

На долю Великобритании приходится более 40% оборота торговли акциями зарубежных эмитентов (иностранными акциями за пределами национальных рынков), треть валютных операций, более 40% внебиржевого рынка деривативов, пятая часть международного банковского кредитования, 60% первичного и до 70% вторичного рынка еврооблигаций. Лондон – ведущий центр торговли драгоценными металлами. На Англию приходится пятая часть всех собранных премий по морскому страхованию (табл.1). Страна занимает первое место в мире по положительному сальдо в торговле финансовыми услугами – около 50 млрд.долл. в 2006 г., идя с большим отрывом от Швейцарии, занимающей второе место.

В отрасли финансовых услуг Великобритании занято 1071 тыс.человек. Из них в Лондоне работает 338 тыс., но при этом в нем создается 43% ВВП, производимого в финансовом секторе Великобритании.

### ***Рынок акций***

Среди развитых стран Великобритания традиционно занимает третье место по величине капитализации национальных компаний – почти 4 трлн.долл. в конце 2007 г (см. табл.1 в №?? журнала за этот год). А по соотношению «капитализация/ВВП» (примерно 150-160%) среди семерки крупнейших стран находится на первом месте. Это связано с традиционно высоким уровнем акционерной культуры в этой стране, защищенностью и соблюдением прав акционеров<sup>1</sup>, высокой долей акций в свободном обращении (free float).

Торговля акциями сосредоточена на Лондонской фондовой бирже (London Stock Exchange-LSE). Общее число **английских** компаний, чьи акции торгуются на бирже – 2913 (1585 на основном рынке и 1328 - на втором сегменте (AIM - рынок альтернативных инвестиций)<sup>2</sup>. Кроме того,

---

<sup>1</sup> В т.ч. высокой нормой дивидендных выплат – в отдельные годы до 70-80%! в среднем по всем английским компаниям.

<sup>2</sup> Сегмент AIM (Alternative Investment Market) был создан в 1995 г. (его предшественником являлся рынок нелистинговых бумаг – Unlisted Securities Market (USM)). С самого начала он предназначался для молодых, инновационных компаний. Во второй половине 1990-х годов в целом ряде европейских стран

здесь торгуются акции 649 иностранных компаний (на основном рынке и в AIM). Это больше, чем на Нью-Йоркской фондовой бирже (451) или НАСДАК (321). На Лондон приходится 42% всего мирового оборота иностранными акциями за рубежом (торговля на LSE и базирующейся в Лондоне англо-швейцарской бирже Virt-x).

Табл. 1 Позиции отдельных стран на мировом финансовом рынке, %\*

	Великобритания	США	Япония	Франция	Германия	Прочие
Кредиты иностранным заемщикам	20	9	7	8	11	45
Оборот торговли иностранными акциями	42	33	-	-	3	22
Оборот торговли иностранными валютами	34	17	6	3	3	37
Оборот торговли производными финансовыми инструментами						
-биржевыми	7	40	2	1	13	37
-внебиржевыми	43	24	3	10	3	17
Сбор премий по всем видам страхования	11	31	12	7	6	33
Сбор премий по морскому страхованию	20	11	12	6	8	43
Оборот торговли еврооблигациями на вторичном рынке	70	...	...	...	...	...
Объем активов под управлением фондов	7	48	11	6	3	25
Активы хедж-фондов	21	66	2	1	-	10

\*Данные по состоянию на 2005-2007 гг.

Источник: International Financial Services (IFSL), London ([www.ifsl.org.uk](http://www.ifsl.org.uk)); SwissRe

Табл.2 Крупнейшие компании Великобритании по капитализации, млн. долл. декабрь 2007 г.

1	<a href="#">Royal Dutch Shell</a>	268080	11	<a href="#">Tesco</a>	74908
2	<a href="#">BP</a>	232862	12	<a href="#">BHP Billiton</a>	70086
3	<a href="#">HSBC</a>	198650	13	<a href="#">Xstrata</a>	68816

подобные рынки были созданы на биржах и получили название «новые рынки». Кризис на развитых рынках акций, начавшийся весной 2000 г., наиболее сильно ударил именно по этому сегменту. В Германии он был даже закрыт. Тем удивительнее успехи AIM, в котором количество эмитентов росло из года в год: только английских еще в 1995 г., было 10, в 2000 г. – 493 и в настоящее время более 1300. На LSE (преимущественно AIM) в 2004 г. пришлось 73% всех IPO в Европе.

4	<a href="#">Vodafone Group</a>	197182	14	<a href="#">Barclays plc</a>	65787
5	<a href="#">GlaxoSmithKline</a>	142253	15	<a href="#">AstraZeneca</a>	63876
6	<a href="#">Rio Tinto Group<sup>[1]</sup></a>	106232	16	<a href="#">Diageo</a>	56512
7	<a href="#">Royal Bank of Scotland Group</a>	89258	17	<a href="#">HBOS</a>	54948
8	<a href="#">Anglo American</a>	81448	18	<a href="#">Lloyds TSB</a>	53017
9	<a href="#">British American Tobacco</a>	80329	19	<a href="#">Standard Chartered</a>	51473
10	<a href="#">BG Group</a>	77135	20	<a href="#">Unilever</a>	49392

Важнейшим индикатором динамики цен акций английских эмитентов является индекс **FTSE 100** (читается *footsie*). Как предполагает название, он рассчитывается по акциям 100 крупнейших эмитентов. База, равная 1000, берется за 3 января 1984 г. Почти за четверть века индекс вырос в 7 раз, при этом максимум приходится на 30 декабря 1999 г. – 6950,6 пунктов (рис.1).

Указанный рисунок в очередной раз свидетельствует о рискованности вложений в акции: даже в 2007 г. английский рынок не достиг уровня 8-летней давности. Однако следует иметь в виду, что, учитывая традицию выплаты достойных дивидендов британскими компаниями, вложения в английские акции обеспечивают вполне приемлемую среднегодовую дивидендную доходность, компенсирующую рост цен, – примерно 3% в среднем за 1990-2007 гг.<sup>3</sup>

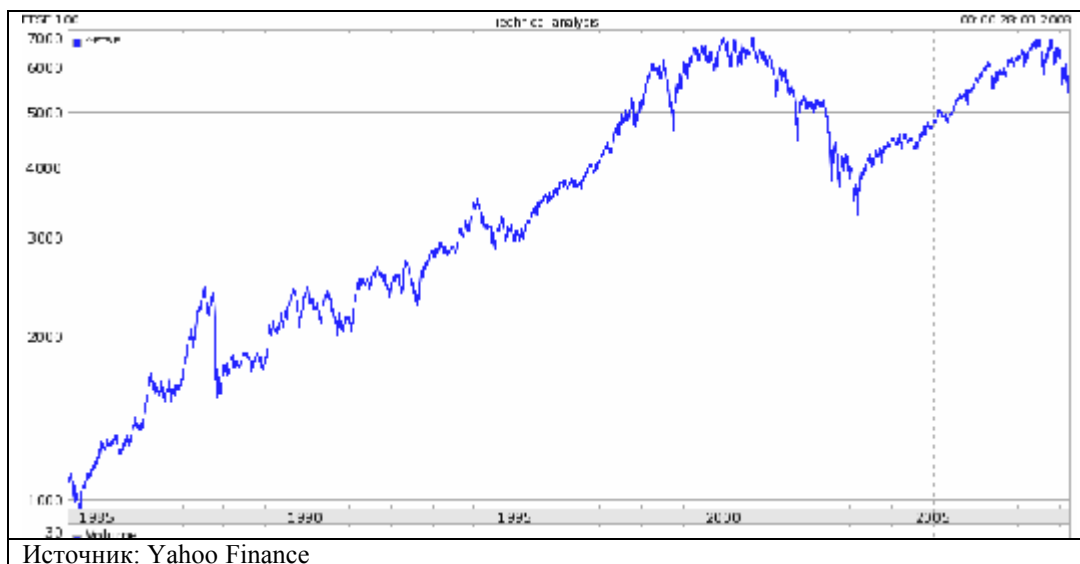
### ***Рынок облигаций***

Общая задолженность по облигациям английских эмитентов составляла в сентябре 2007 г. 3782 млрд.долл.<sup>4</sup>, из которых 2/3 пришлось на облигации, размещенные на международном рынке. Доля последних еще десятилетие назад составляла треть. Английские эмитенты пользуются преимуществами Лондона как центра торговли еврооблигациями. На банки, расположенные в Лондоне, приходится примерно 60% размещенных еврооблигаций на первичном рынке и 70% оборота на рынке вторичном.

Рис.1 Динамика индекса **FTSE 100**

<sup>3</sup> По данным World Federation of Exchanges

<sup>4</sup> BIS Quarterly Review, March 2008



Большая часть государственных облигаций Великобритании подпадает под категорию гилтов (gilts – gilt-edged securities<sup>5</sup>). Основная их часть – традиционные облигации (conventional gilts) с фиксированной процентной ставкой и погашением на конкретную дату. В то же время большое распространение получили индексированные гилты (с индексацией по индексу розничных цен). К числу экзотических облигаций относятся вечные облигации (undated, never-mature gilts), выпущенные еще в XIX в., наиболее известными из которых являются консоли (consoles)<sup>6</sup>.

### ***Рынок производных финансовых инструментов***

Биржевая торговля ПФИ сосредоточена на 4 биржах, наибольший оборот из которых приходится на Euronext.liffe - деривативную биржу группы Euronext (табл.3). Это крупнейший в мире центр торговли производными на краткосрочные процентные ставки в евро.

*LME (London Metal Exchange)* – крупнейшая в мире биржа цветных металлов (никель, цинк, алюминий).

Табл. 3 Оборот лондонских деривативных бирж, млн.контрактов

	ICE Futures 1	Euronext.Liffe 2	LME	EDX-OM London 3	Всего
1990	6,9	34,3	13,4	1,3	55,9
1995	15,0	136,4	47,2	3,1	201,6
2000	25,5	131,1	66,4	11,6	234,6
2001	26,4	619,1	59,4	15,9	720,8
2002	30,4	697,0	58,6	14,1	800,1
2003	33,3	695,1	72,3	65,5	866,2
2004	35,5	787,8	71,9	92,4	987,6
2005	42,0	759,3	78,6	101,5	981,4
2006	92,7	730,3	86,9	138,3	1048,2

1 IPE до 2005 г. 2 LIFFE до 2001 г. 3 EDX создана в 2003 г. До этого - OM

<sup>5</sup> Буквально – золотообрезные ценные бумаги.

<sup>6</sup> Их доля в сумме выпущенных гилтов не превышает 1%.

*ICE Futures* – вторая по обороту и ведущая в Европе энергетическая биржа.  $\frac{3}{4}$  оборота приходится на фьючерсные и опционные контракты на нефть сорта Brent, цена на которую является основным индикатором на мировом рынке. *EDX* - новая биржа, созданная в 2003 Лондонской фондовой биржей после приобретения последней деривативной биржи OM London Exchange. Здесь торгуются производные на акции и индексы.

### ***Рынок драгоценных металлов***

Лондон выступает крупнейшим мировым центром торговли драгоценными металлами. Большая часть мировой торговли драгметаллами осуществляется на внебиржевом рынке<sup>7</sup>. Обороты на рынке золота достигают 7-8 трлн.долл. в год, что меньше, чем на рынках акций, облигаций и тем более валюты, но, тем не менее, масштабы и этого рынка колоссальные. Внебиржевой рынок работает 24 часа в сутки и у него нет формальной структуры и специального центра. Сделки совершаются в основном по телефону или с помощью электронных дилинговых систем. Рынок функционирует под эгидой **Лондонской ассоциации участников рынка драгоценных металлов London Bullion Market Association (LBMA)**. Это не биржа, а что-то вроде саморегулируемой организации, членами которой выступают банки, производители металла, поставщики и брокеры. Обычно члены Ассоциации торгуют между собой и с клиентами за собственный счет. Здесь нет расчетной палаты и все риски ложатся на конкретную пару участников. Члены ассоциации делятся на 11 маркет-мэйкеров (все участники лондонского золотого фиксинга (см. ниже) и наиболее крупные дилеры) и рядовые члены - 51 (ordinary members).

Цены, складывающиеся в ходе **лондонского фиксинга**, принимаются в качестве эталонных большинством участников мирового рынка. Фиксинги проводятся по серебру с 1897 г. и по золоту – с 1919 г. Золотой фиксинг проходит в форме аукциона дважды в день: в 10:30 и 15:00. 5 компаний (Bank of Nova Scotia–ScotiaMocatta, Barclays Bank Plc, Deutsche Bank AG, HSBC Bank USA, Société Générale) держат открытыми телефонные линии и передают заявки от других участников рынка и клиентов. Фиксинг длится до тех пор, пока не будет найдена единая цена равновесия между спросом и предложением (онкольный аукцион).

### ***Особенности финансовой системы***

Хотя финансовую систему Соединенного Королевства по типу относят к «основанным на рынке ценных бумаги» (market-based), по соотношению «активы банков/ВВП» она превосходит Германию и Японию – страны с банковскими финансовыми системами. Причиной этого является тот факт,

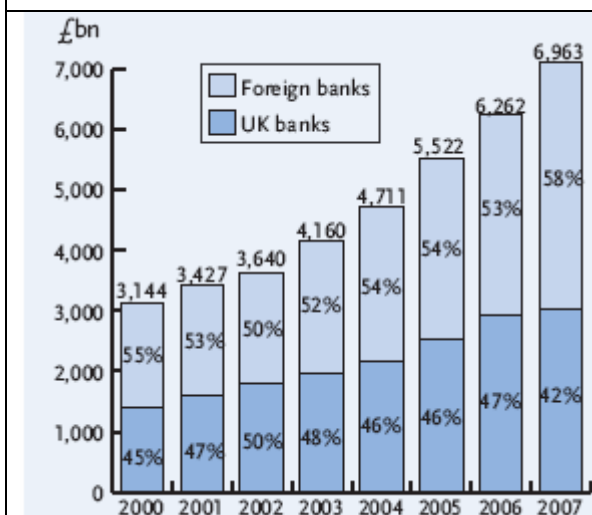
---

<sup>7</sup> Две основные биржи, на которых торгуют золотом – это Comex (Нью-Йорк) и Toscom (Токио). Золотом также торгуют на других товарных биржах: Chicago Board of Trade, Istanbul Gold Exchange, Chinese Gold and Silver Exchange Society, the Shanghai Gold Exchange, Dubai Commodity Exchange.

что в Лондоне находятся 254 иностранных банка (больше, чем где-либо в мире), на которые в 2007 г. приходилось 58% банковских активов (рис.2, табл.4). Деятельность иностранных банков в Лондоне связана в основном с международными операциями, а не кредитованием английских заемщиков.

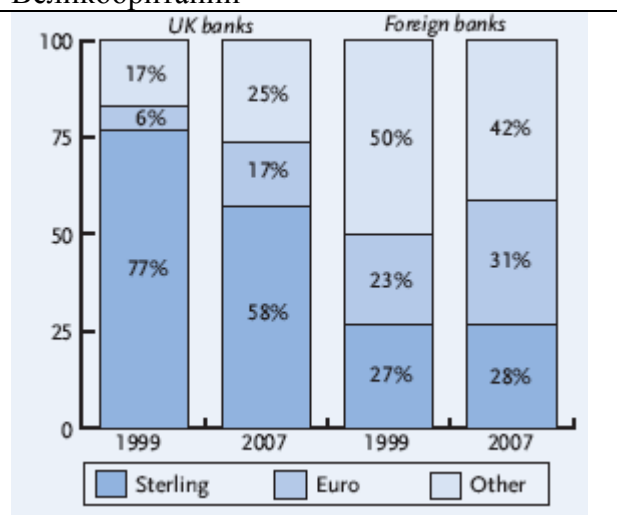
В целом более трети всех кредитов банков (английских и иностранных) в Лондоне приходится на иностранных заемщиков.

Рис. 2 Активы банковской системы Великобритании



Источник: IFSL

Рис. 3 Валютная структура депозитов английских и иностранных банков в Великобритании



Источник: IFSL

Табл. 4 Количество банков в Великобритании (на конец марта)

	1995	1999	2006	2007
Инкорпорированные в Великобритании	224	200	154	157
Английские	142	121	73	72
Иностранные	82	79	81	85
Инкорпорированные за рубежом	257	244	179	179
Всего банков	481	444	333	331

Источник: цит. по INTERNATIONAL FINANCIAL MARKETS IN THE UK May 2007. International Financial Services (IFSL), London (www.ifsl.org.uk)

В зависимости от направления деятельности английские банки делятся на коммерческие и инвестиционные<sup>8</sup>. Впрочем, крупнейшие английские банки (см. табл. 5) можно назвать универсальными, поскольку они образуют группы, в составе которых имеются организации, работающие на всех сегментах. Время, когда английские банки специализировались только на классических банковских операциях, осталось далеко в прошлом. Вместе с тем следует подчеркнуть, что все же работа с ценными бумагами и

<sup>8</sup> В прошлом инвестиционные банки страны именовались торговыми (merchant banks). В последние годы данный термин встречается редко.

производными осуществляется не непосредственно коммерческим банком, входящим в ту или иную банковскую группу, а его дочерним подразделением (инвестиционным, управляющим активами или выполняющим брокерские услуги). В Англии для небанковских профессиональных участников обычно используется термин broker-dealer или stockbroker.

Табл. 5 Ведущие английские банки, млрд.долл. 2006 г.

	Капитал 1 уровня	Активы
HSBC Holdings	87,8	1861
Royal Bank of Scotland	59,0	1711
Barclays Bank	45,2	1957
HBOS	44,0	1160
Lloyds TSB Group	25,2	675
Standard Chartered	12,8	266
Abbey National	9,9	377
Northern Rock	5,1	198
Alliance & Leicester	5,0	135
FCE Bank	4,5	33

Источник: The Banker July 2007

Важнейшей группой финансовых учреждений в Великобритании являются страховые компании, пенсионные фонды и институты коллективного инвестирования.

Страховой сектор Великобритании – крупнейший в Европе и третий в мире после США и Японии. Доля Великобритании в общем объеме собранных премий составила в 2006 г. 11% (табл.6)

Табл. 6 Совокупный сбор премии по всем видам страхования в 2006 г.

	Общий сбор страховой премии, в млрд. долл.	Доля в мировом сборе премий, %	Премия в % от ВВП	Премия на душу населения, в долл.
США	1170	31,4	8,8	3924
Зап. Европа	1485	39,9	9,0	1746
Великобритания	418	11,2	16,5	6467
Германия	205	5,5	6,7	2437
Франция	251	6,8	11,0	4075
Центр. и Вост. Европа	56	1,5	2,7	172
Польша	11,9	0,3	3,5	310
Россия	21,5	0,6	2,3	151
Украина	2,7	0,07	2,8	60
Япония	460	12,4	10,5	3590
Восточн. Центр. и Юго-Вост. Азия	157	4,2		
Китай	70,8	1,9	2,7	54

Корея	101	2,7	11,1	2071
Лат. Америка	71	1,9	2,4	127
Бразилия	30,4	0,8	2,8	161
Мексика	15,1	0,4	1,8	139
<b>Мировой рынок</b>	<b>3723</b>	<b>100</b>	<b>7,5</b>	<b>555</b>
Пром.разв.страны	3390	91,1	9,2	3362
Развивающиеся страны	333	9,0	2,7	60

М.б. не равно 100 из-за округления

Источник: World insurance in 2006// Swiss Re, SIGMA, № 4/2007

Как и в США, большое развитие в Великобритании получили пенсионные фонды, более 60% активов которых вложено в акции (т.е. даже больше, чем в США).

Табл.7 Крупнейшие английские управляющие активами, 2006 г.

Компания	Млрд.долл.
Barclays Global Investors	1623
Legal&General Inv.Management	384
HSBC Asset Management	300
Morley Fund Management	285
Invesco Institutional	240
Standard Life Investments	228
Schroders Investment Management	226

Источник: INTERNATIONAL FINANCIAL MARKETS IN THE UK May 2007. International Financial Services (IFSL), London ([www.ifsl.org.uk](http://www.ifsl.org.uk))

Среди институтов коллективного инвестирования (инвестиционных фондов) преобладают паевые фонды (unit trusts) и появившиеся в последние 10 лет инвестиционные компании открытого типа (open-end investment companies)

По оценкам IFSL общий объем активов под управлением английских управляющих (пенсионными фондами, страховыми резервами, активами институтов коллективного инвестирования) в конце 2006 г. составлял 3,8 трлн.ф.ст. (7,46 млрд.долл.), при этом примерно 30% (1,1 трлн.ф.ст.) активов принадлежало иностранным инвесторам.

Отрасль отличается относительно высоким уровнем концентрации: на долю 10 основных управляющих приходится половина всех активов, находящихся в доверительном управлении. Крупнейшим игроком выступает Barclays Global Investors, под управлением которого более 1,6 трлн.долл. активов (табл.7).

### *Лондонская фондовая биржа*

Лондонская фондовая биржа считается старейшей фондовой биржей в мире. Обычно годом ее основания считают 1773 г. Именно тогда, во всяком случае, впервые появился сам термин London Stock Exchange<sup>9</sup>.

<sup>9</sup> Иногда за дату создания LSE принимают 1801 г. , когда было построено собственное здание биржи.



Биржа занимает 3-4 место в мире по капитализации и обороту, при этом она не знает равных с точки зрения оборота иностранными акциями. Оборот торговли акциями многих европейских эмитентов в Лондоне больше, чем у себя на родине. Это касается и российских компаний, оборот торговли которыми (американские и глобальные депозитарные расписки на российские акции) в Лондоне в отдельные годы был в два-три раза выше, чем в России<sup>10</sup>. Кстати, в 2004 – 2005 гг. среди иностранных компаний первые места по оборотам заняли российские эмитенты. В 2005 г. Лукойл оказался самой торгуемой иностранной компанией LSE.

В текущем десятилетии LSE, как очень многие биржи, превратилась в открытое акционерное общество (Public Limited Company) с выпуском своих акций в свободную продажу и листингом на самой LSE.

Торговля на LSE осуществляется с помощью 2 электронных торговых систем: SETS и SEAQ. Последняя является аналогом NASDAQ (дилерский рынок – quote-driven market) и функционирует с 1986 г. Тогда же прекратились голосовые торги и закрылся торговый зал LSE. SETS введена в строй в 1997 г. и основана на вводе приказов (аукционный рынок – order-driven market). В ней торгуются акции более 200 крупнейших эмитентов<sup>11</sup>.

Помимо указанных торговых систем на LSE применяются различные их разновидности, введенные в строй в первой половине 2000-х годов.

### *Система регулирования финансового рынка*

Регулирование **всех** сегментов финансового рынка (рис.4) в Великобритании возложено на специальный орган – Ведомство по финансовым услугам (Financial Services Authority, FSA)<sup>12</sup>, де-факто существующий с конца 1990-х годов. Ранее регулирование выполняли различные организации, от Банка Англии до саморегулируемых организаций. В конце прошлого десятилетия в Великобритании началась реформа системы регулирования, в результате которой сформировался нынешний **мегарегулятор**. Нормативной базой деятельности FSA является **Закон о финансовых услугах и рынках 2000 г.** (Financial Services and Markets Act 2000). Законом перед Ведомством поставлены следующие основные задачи:

- поддерживать доверие к финансовой системе Великобритании;
- способствовать лучшему пониманию населением финансовой системы;
- обеспечить должный уровень безопасности для инвесторов;
- уменьшить возможности преступлений в финансовой сфере.

Рис.4 Регулятивные полномочия Ведомства по финансовым услугам (FSA)

<sup>10</sup> В 2007 г. ММВБ перетянула на себя большую часть оборота.

<sup>11</sup> Такое же сочетание дилерского и аукционного рынка мы наблюдаем у российской РТС.

<sup>12</sup> [www.fsa.gov.uk](http://www.fsa.gov.uk)

100 агентов-андеррайтеров Ллойда	<b>Институты (фирмы)</b> Лицензирование, введение нормативов, контроль, пруденциальный надзор	23 признанные инвестиционные биржи (RIAs) и расчетные палаты*
331** банка (674 с учетом банков, имеющих право предоставлять услуги в стране)		2000 институтов коллективного инвестирования
700 кредитных союзов	<b>Индивидуальные специалисты</b> Допуск в отрасль, контроль	225 дружественных обществ
800 страховых компаний		66 строительных обществ
195 институтов денежного рынка	<b>Инструменты</b> Паи и акции институтов коллективного инвестирования	158 000 индивидуальных специалистов
7900 фирм - членов СРО (IMRO, PIA, SFA)		

\*Включая зарубежные биржи и расчетные палаты

\*\*Банки, имеющие подразделения в Великобритании, 2007 г.

Эти задачи решаются путем лицензирования (authorisation) участников финансовых рынков (компаний и индивидуумов); введения и поддержания нормативов, обеспечивающих экономическую безопасность (достаточность капитала, структура активов и пассивов), контроля и постоянного мониторинга их деятельности на рынке; поддержания базы данных о лицензированных учреждениях; информирования инвесторов о потенциально доступных механизмах инвестирования; создания механизмов компенсации для инвесторов и обеспечения работы системы инфорсменты (контроль за действующим законодательством), включающей механизмы воздействия на нарушителей).

FSA является статутным, т. е. возникшим на основании закона (statutory) (но неправительственным! - non-governmental) органом регулирования. Отчитывается перед парламентом через Министерство финансов. Председатель Ведомства и члены правления назначаются Министерством финансов (при этом министерство не вмешивается в дела Ведомства, которое является совершенно самостоятельным органом). Англия, таким образом, отошла от модели саморегулирования фондового рынка, которая была характерно для нее вплоть до конца прошлого десятилетия. Ведомство фактически является государственным органом регулирования, хотя формально отчасти и сохранило облик СРО.

Ведомство финансируется контролируемые им финансовыми учреждениями за счет отчислений от прибыли. Бюджетное финансирование отсутствует. Общее количество сотрудников в 2005 г. – примерно 2300 человек<sup>13</sup>.

<sup>13</sup> Подробнее см. Рубцов Б.Б. Современные фондовые рынки. М.: Альпина Бизнес Букс, 2007.